



Influências das Fusões e Aquisições no Valor de Mercado das Instituições Bancárias Adquirentes

The Impact of Mergers and Acquisitions on the Market Value of Acquiring Banks in Brazil

Gabriel Rodrigo Gomes Pessanha¹, Thaís Alves dos Santos², Cristina Lelis Leal Calegario³, Thelma Sáfadi⁴, Juciara Nunes de Alcântara⁵

RESUMO

Historicamente, é possível observar que as estratégias de fusões e aquisições (F&A) reformularam uma série de organizações. Inúmeras pesquisas são realizadas na tentativa de explicar e compreender os motivos, pelos quais as organizações optam pelas estratégias de F&A. Tendo em vista o volume de transações de F&A envolvendo empresas brasileiras no setor bancário, torna-se relevante verificar os impactos ocorridos em empresas que participaram desses processos, buscando-se entender a importância dessa estratégia de crescimento nos resultados das instituições financeiras. Sendo assim, o principal objetivo deste trabalho é verificar se houve criação de valor (maximização da riqueza dos acionistas) ou destruição de valor (redução da riqueza dos acionistas) de empresas adquirentes no curto prazo. Utilizou-se a metodologia de estudo de eventos para avaliar o comportamento do retorno das ações mediante o anúncio de F&A em instituições bancárias no período de 1994 a 2009. Os resultados demonstraram que o primeiro dia após o anúncio das F&A apresenta um retorno anormal positivo, porém não significativo estatisticamente. O retorno acumulado começa a entrar em declínio após a data zero (ocorrência do evento), porém estes retornos também não apresentaram significância estatística. Com base nos resultados dos testes realizados, conclui-se que as fusões e aquisições de bancos estudadas não proporcionaram retornos anormais positivos para os seus acionistas. Estes resultados estão coerentes com a maioria dos estudos realizados neste segmento em outros países.

Palavras-chave: Fusões e aquisições. Estudo de eventos. Retorno anormal. Bancos.

ABSTRACT

Historically, it is possible to observe that mergers and acquisitions (M&A) strategies have resulted in the reformulation of many organizations. Numerous surveys have been conducted in an attempt to understand and explain the reasons why organizations opt for M&A. Given the volume of M & A transactions involving Brazilian companies in the banking industry, this sector was chosen to investigate the impacts of M&A on companies participating in these processes, in an effort to understand the importance of this growth strategy for the results of these financial institutions. The main objective of this study, then, is to verify whether there was value creation (maximization of shareholder wealth) or value destruction (reduction of

¹ Universidade Federal de Alfenas - Alfenas, Minas Gerais - Brasil. gabrielrpg@yahoo.com.br

² Universidade Federal de Minas Gerais - Belo Horizonte, Minas Gerais - Brasil. thatha226@yahoo.com.br

³ Universidade Federal de Lavras - Lavras, Minas Gerais - Brasil. ccalegario@dae.ufla.br

⁴ Universidade Federal de Lavras - Lavras, Minas Gerais - Brasil. safadi@dex.ufla.br

⁵ Universidade Federal de Lavras - Lavras, Minas Gerais - Brasil. juciaranalcantara@gmail.com

shareholder wealth) from acquisitions in the short term. We used event-study methodology to evaluate the behavior of stock returns upon the announcement of M&A in Brazilian banking institutions in the period 1994-2009. Results showed that the first day after the announcement of M & A has a positive abnormal, but not statistically significant return. The cumulative return begins to decline after the event occurrence date, but these returns did not show statistical significance. It is concluded that the bank mergers and acquisitions studied did not produce abnormal positive returns for shareholders. These results are consistent with similar studies of the banking industry carried out in other countries.

Keywords: Mergers and acquisitions. Banking industry. Abnormal return. Event study

1. INTRODUÇÃO

Historicamente, é possível observar que as estratégias de fusões e aquisições (F&A) reformularam uma série de organizações. Inúmeras pesquisas são realizadas na tentativa de explicar e compreender os motivos, pelos quais as organizações optam pelas estratégias de fusões e aquisições. Nas teorias de Organização Industrial, as duas razões mais encontradas são os ganhos de eficiência e da racionalidade estratégica (Neary, 2004).

De modo geral, pode-se afirmar que o processo de F&A tem sido uma resposta estratégica ao acirramento da concorrência, decorrente da globalização e do elevado grau de incerteza do mercado. De acordo com Wood, Vasconcelos e Caldas (2004), dentre os resultados mais concretos de um processo de F&A, o aumento do porte e do faturamento da empresa é o mais visível. Outros impactos positivos, também são verificados como o aumento da participação do mercado, da rentabilidade, produtividade, flexibilidade e redução de custos.

Para as teorias econômicas e financeiras, o principal objetivo das organizações é a geração e a maximização da riqueza dos seus acionistas. Sendo assim, uma grande parte da literatura das áreas de economia, gestão estratégica e gestão financeira, dentre outras, procuraram investigar os resultados de tais transações, para as empresas envolvidas, os consumidores e para sociedade em geral.

Por essa razão, o principal objetivo deste trabalho é analisar a rentabilidade das ações, dos bancos envolvidos em processos de fusão ou aquisição. E com isso, analisar as reações do mercado acionário ao anúncio de F&A, ou seja, verificar se houve criação de valor e consequentemente, maximização da riqueza dos acionistas ou se houve destruição de valor e consequentemente, redução da riqueza dos acionistas de empresas adquirentes no curto prazo. A hipótese formulada é que as aquisições ocorridas no setor bancário proporcionaram elevação no valor de mercado, das ações das empresas adquirentes, havendo, portanto, um aumento na riqueza dos acionistas. Para tanto, o estudo empírico foi desenvolvido, a partir das análises dos retornos anormais em períodos próximos aos anúncios (Estudo e Evento) de F&As, ocorridos entre os anos de 1994 e 2009.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Fusões e Aquisições

Para Nakamura (2005), fusões consistem na celebração de um acordo legal entre duas firmas, no qual ambas renunciam sua autonomia, particularidades e especificidades e passam

a se submeter a um controle comum. Aquisições se dão quando ocorre a compra de uma firma (ou subsidiária) por outra. Neste caso, a empresa adquirida passa a se submeter ao controle da adquirente. Como fusões são eventos relativamente raros, o termo F&A geralmente estará se referindo a aquisições, ainda segundo o autor.

De acordo com Wright, Kroll&Parnell (2000), fusão é uma estratégia de crescimento na qual duas ou mais empresas se juntam para formar uma nova organização empresarial. A fusão realmente ocorre quando uma empresa é combinada com outra e desaparece tornando-se uma só, conhecida como empresa sucessora.

Muitos autores defendem que um dos principais motivos para a adoção de estratégias de F&A é o crescimento empresarial. Greenspan (1998), Steiner (1969), Wright *et al.* (2000), Rock, Rock & Sikora (1994), por exemplo, afirmam que as F&A são instrumentos para o crescimento da empresa. Já Rasmussen (1989) defende que tanto a fusão quanto a aquisição são poderosas ferramentas para o crescimento empresarial, possibilitando a penetração em novos mercados em curto prazo, evitando a espera pela maturidade de investimentos internos, a partir da estaca zero. No mesmo sentido, Porter (1986) confirma que a aquisição elimina a necessidade de se promover desenvolvimento interno para a entrada em novos negócios. Para Camargos e Barbosa (2003), os processos de F&A constituem uma maneira rápida de uma firma crescer, entrar em mercados, defender-se de aquisições indesejadas, aproveitar oportunidades de investimento, ou até mesmo de alguns participantes desses processos lucrarem às expensas de outros.

Na literatura, diversos estudos procuram descrever e analisar as motivações das empresas ao se envolver em processos de F&A. Neste sentido, Carlton & Perloff (1994) apontam algumas razões para a existência de integrações entre empresas. Para Clemente & Greenspan (1998), as empresas que possuem recursos financeiros preferem entrar na posição de adquirir outras empresas para que seja feita uma rápida ampliação de sua plataforma de produtos, evitando-se assim uma demora que seria causada pelo desenvolvimento interno de um produto.

Assim é possível afirmar que as operações de F&A podem viabilizar a entrada da empresa em novas linhas de atividade, uma vez que permite o acesso a ativos e conhecimentos complementares que podem ser utilizados em diferentes setores, o que reforça o fato que processos de F&A podem auxiliar na diversificação produtiva da empresa. Segundo Ravenscraft & Scherer (1987), em uma amostra de F&A nos EUA entre 1950 e 1977, mais da metade das operações poderiam ser identificadas como diversificação.

2.2 Fusões e Aquisições e Retorno Acionário

Uma das ferramentas mais utilizadas pelos autores, para estudar e avaliar os resultados gerados pelas fusões e aquisições é um estudo nas séries financeiras das empresas, a fim de se captar o desempenho financeiro destas após a transação. Um dos métodos mais utilizados é o estudo de evento, já que este objetiva principalmente, medir o retorno anormal verificado no preço das ações em razão da ocorrência de um determinado evento.

As variações nos preços das ações podem ser puramente aleatórias ou representar a resposta do mercado acionário a alguma informação obtida. Sendo assim, é importante a interpretação dos retornos observados, por meio de sua comparação com o retorno do mercado global para o mesmo período. Qualquer retorno que exceder, significativamente, o retorno do mercado deve ser considerado anormal (Mackinlay, 1997).

Jensen & Ruback (1983) apontam diversos artigos empíricos, que estudaram o efeito das F&A, no valor das ações das empresas americanas. Dentre essas, algumas utilizam a metodologia de estudo de evento, na tentativa de estudar e analisar os retornos anormais, nos preços das ações proporcionados pelos eventos de fusões e aquisições aos acionistas das empresas envolvidas em processos de fusão e aquisição. Sinteticamente, os autores concluíram que os acionistas das empresas adquirentes obtêm, em média, retornos anormais significativamente inferiores aos alcançados pelos acionistas das empresas adquiridas. Os retornos anormais positivos, obtidos pelos acionistas das empresas adquirentes, alcançam 4% nas ofertas de compra e zero nas fusões, enquanto os retornos anormais positivos percebidos pelos acionistas das empresas adquiridas são de 30% e 20%, respectivamente.

Para Schipper & Thompson (1983) o mercado acionário é considerado o melhor avaliador dos benefícios gerados por um processo de fusão e aquisição. Para desenvolver seus raciocínios, os autores se baseiam na hipótese de eficiência de mercado. Segundo Fama (1970), em um mercado eficiente, o surgimento de novas informações sobre uma empresa, faz com que os investidores analisem e tomem decisões acerca de como o evento afeta o fluxo de caixa esperado da firma e conseqüentemente, o seu valor intrínseco. Assim, os preços das ações sofrem um ajuste, refletindo as novas expectativas do mercado. Seguindo esta mesma linha, Copeland & Weston (1988) defendem que um mercado eficiente é aquele no qual, os preços refletem plena e instantaneamente todas as informações relevantes disponíveis, logo, quando os ativos são negociados, os preços são indicações corretas para a alocação de capital. Sinteticamente, pode-se afirmar que em um mercado de capitais eficiente, em termos informacionais, o anúncio de um processo de F&A deve gerar um impacto no valor das ações, uma vez que este sofrerá um reajuste oriundo das expectativas dos investidores, quanto aos resultados futuros do processo de combinação empresarial, sejam eles, positivos, negativos ou indiferentes. Quanto mais rápida e precisa for essa incorporação, mais eficiente é considerado o mercado.

3. METODOLOGIA

3.1 Modelo Empírico do Estudo de Eventos

O estudo de evento consiste em estudar e avaliar o comportamento de uma variável qualquer a partir de um evento específico. O objetivo principal é calcular se o evento ocorrido gerou algum desvio no resultado esperado. Assim, a partir da hipótese de que os mercados são eficientes, o estudo de eventos procura mensurar o impacto da divulgação, de uma dada informação no valor da empresa, mais especificamente no comportamento dinâmico dos preços e dos retornos dessa firma nos mercados financeiros.

Kothari & Warner (2007) recomendam o trabalho MacKinlay como um padrão de referência para compreensão e realização de estudos de caso. Assim, a metodologia deste trabalho está pautada na metodologia descrita por MacKinlay (1997). A Figura 1 apresenta uma síntese das etapas da metodologia utilizada.

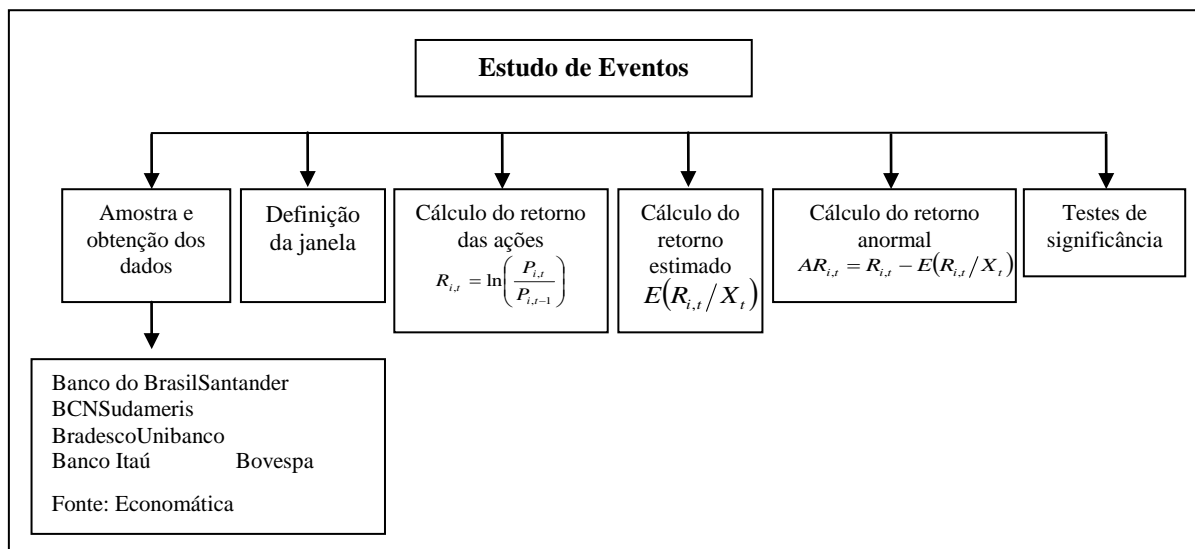


Figura 1. Etapas do estudo de evento

Fonte: MacKinlay (1997)

3.2 Identificação dos Eventos e Definição do Tamanho da Janela do Evento

O impacto de um evento pode ser identificado a partir da análise das variações do preço das ações da empresa e para isso, é necessário definir o período no qual, o impacto será medido. Este período é conhecido como a janela do evento (indicado como $L2$).

Segundo Fama (1998), a definição do tamanho da janela do evento precisa ser embasada e justificada. Sendo assim, ao redor da data do anúncio de fusão e aquisição, foi utilizada uma janela de evento de 10 dias de negociações, antes e depois (de -10 até +10), para a observação do impacto do anúncio da F&A nos preços.

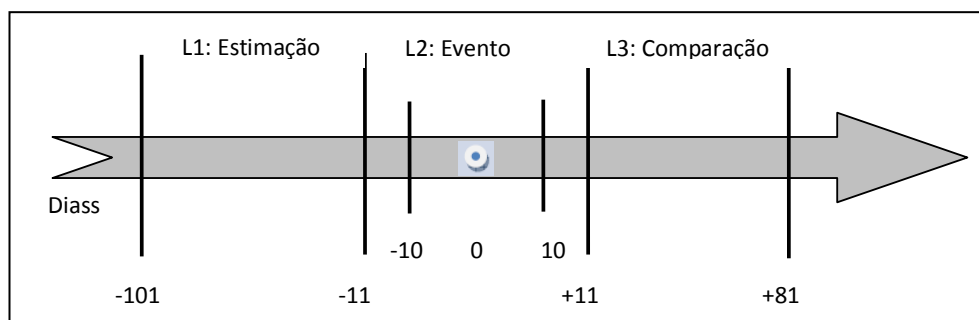


Figura 2. Janelas de estimação, do evento e de comparação.

Fonte: Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long term returns and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306.

Este comprimento de janela é adequado, pois é capaz de capturar qualquer notícia acessada antes do anúncio oficial. Observa-se que alguns investigadores, tendem a adotar janelas com um maior número de observações, porém, Kothari & Warner (2007), ao analisar alguns estudos de eventos publicados, afirmam que os estudos de evento de curta duração produziram resultados confiáveis e com um alto grau de significância, enquanto os estudos de evento de longo prazo encontraram inúmeras limitações. Dentre as limitações encontradas, pode-se citar que a utilização de uma janela maior, pode causar uma confusão e/ou uma

dificuldade de isolar o impacto do evento estudado, já que outros eventos relevantes poderão ofuscar o real impacto do evento de interesse.

A janela de estimação é o período de controle anterior ao período do evento. Neste estudo, a janela de estimação foi composta pelos 90 dias de negociação, anteriores ao início da janela de evento (de -101 até -11) e a janela de comparação foi composta pelos 70 dias posteriores à negociação (de +11 até +81). A janela de estimação termina antes do evento estudado, para que os retornos durante a janela do evento não exerçam influência nos parâmetros do modelo (Figura 2).

3.3 Seleção da Amostra das Empresas a Serem Incluídas na Análise

Esta etapa consiste na seleção das empresas estudadas. Para atingir os objetivos anteriormente propostos, o estudo de eventos será realizado nas organizações do setor bancário que passaram por processos de fusão ou aquisição, mais especificamente, nos bancos adquirentes. Foram analisados os impactos dos processos das F&A em sete bancos, entre os anos de 1994 e 2009 com um total de 36 eventos, conforme demonstrado na Figura 3.

Instituição Compradora	Instituição Adquirida	Data do negócio
Banco do Brasil	Votorantim (Vot)	Janeiro/2009
BCN	Banco Pontual (Pont)	Novembro/1998
	Banco das Nações (Nac)	Agosto/2000
Bradesco	BCR-Crédito Real do R.S. (BCR)	Abril/1998
	Baneb (Ban)	Junho/1999
	Boa Vista Interatlântico (BVI)	Abril/2000
	Mercantil de São Paulo (MSP)	Janeiro/2002
	BEA (Amazonas) (BEA)	Janeiro/2002
	Banco Cidade (Cid)	Fevereiro/2002
	Banco BBV Brasil (BBV)	Janeiro/2003
	Banco Zogbi (Zog)	Novembro/2003
	BEM (Maranhão) (BEM)	Fevereiro/2004
	Banco Morada (Mor)	Abril/2005
	BEC-Banco do Estado do Ceará (BEC)	Dezembro/2005
	AMEX (AME)	Março/2006
	BMC (BMC)	Janeiro/2007
Itaú	BEMGE (Bem)	Setembro/1998
	Banestado (Ban)	Outubro/2000
	BEG (BEG)	Dezembro/2001
	BBA Creditanstalt (BBA)	Novembro/2002
	Banco Fiat (Fia)	Dezembro/2002
	Banco AGF (AGF)	Outubro/2003
	Banco Interacap (Int)	Dezembro/2004
	BankBoston (Bos)	Mai/2006
	Unibanco (Uni)	Novembro/2008
Santander	Meridional (Bozano Simonsen) (Mer)	Fevereiro/2000
	Banespa (Baa)	Novembro/2000
Sudameris	Banco América do Sul (Bas)	Abril/1998
Unibanco	Banco Dibens (Dib)	Março/1998
	Credibanco (Cre)	Fevereiro/2000
	Bandeirantes (Bes)	Julho/2000
	Banco Fininvest (Fin)	Dezembro/2000
	Banco Investcred (Inv)	Agosto/2001
	Creditec Financeira (CreF)	Novembro/2003
	BNL do Brasil (BNL)	Junho/2004
	Dibens (Dib2)	Junho/2005
Total de eventos: 36 F&A		Período: 1994 a 2009

Figura 3. Operações de F&A no período analisado.

3.4 Estimação de um Retorno "Normal" Durante a Janela do Evento

Inúmeras são as abordagens utilizadas para o cálculo do retorno normal de um dado ativo. A discussão de todas estas metodologias estatísticas ultrapassaria o âmbito deste trabalho. O modelo de mercado é um dos mais utilizados para estudo de eventos, sendo assim, decidiu-se pela utilização de tal modelo. O modelo geral de mercado é representado por uma regressão linear simples. Segundo Campbell, Lo & MacKinlay (1997), o modelo estatístico ajustado ao mercado é aquele que relaciona o retorno de um título com o retorno do portfólio de mercado, que neste trabalho é representado pelo índice Bovespa. Os gráficos da série, do retorno e da função de autocorrelação e autocorrelação parcial do índice Bovespa estão apresentados na Figura 4.

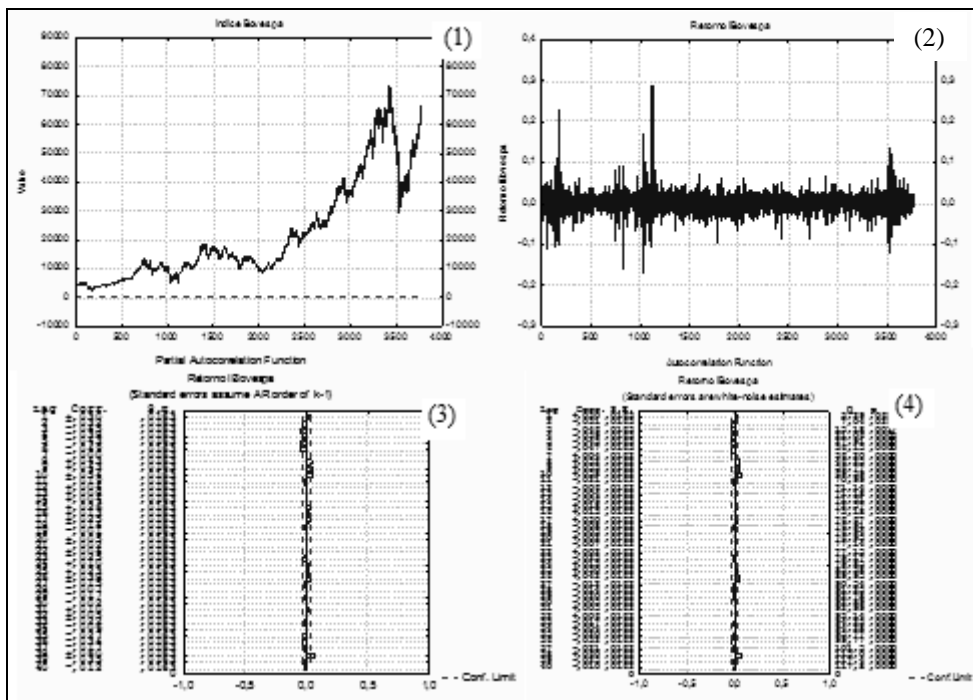


Figura 4. Gráficos do Índice Bovespa.

Nota. (1) Série original, (2) retorno da série, (3) função de autocorrelação do retorno e (4) função de autocorrelação parcial do retorno.

É importante ressaltar que alguns pressupostos são assumidos por este modelo: os retornos dos ativos não estão autocorrelacionados; os retornos dos ativos estão correlacionados com uma carteira representativa do mercado; os coeficientes α_1 e β_1 são constantes durante o período analisado; pressupostos básicos exigidos pela análise de regressão.

3.4 Cálculo do Retorno Anormal

Para atingir o objetivo de observar e analisar o impacto da ocorrência das fusões e aquisições, no valor das ações das empresas foi necessário a medição dos retornos anormais, que segundo Campbell et al. (1997), tratam-se do retorno *expost*, realmente observado pela ação subtraído de seu “retorno normal” para a mesma data. Conforme mencionado anteriormente, o retorno normal é o esperado para a ação caso o evento em questão não tivesse ocorrido. Assim, temos:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - E[R_i | X_t]$$

onde:

- $A_{i,t}$ é o retorno em excesso ou retorno anormal para determinada ação no período t;
- $R_{i,t}$ é o retorno real ou retorno observado para determinada ação no período t;
- $E[R_i | X_t]$ é o retorno normal ou retorno estimado para determinada ação no período t.

O modelo de mercado assume que na ausência do evento, a relação entre os retornos da empresa i e retornos do índice de mercado, permanece inalterado, além disso, o valor esperado do erro é igual a zero. Partindo deste pressuposto, os coeficientes de regressão estimados e o retorno real da empresa, foram utilizados para o cálculo do retorno anormal para cada empresa e cada dia da janela do evento. Assim, temos:

$$AR_{it} = R_{it} - \left(\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \right)$$

Onde as variáveis $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ são os parâmetros de uma regressão simples, calculados para o período da janela de estimação. Este modelo pressupõe normalidade conjunta dos retornos dos ativos, linearidade, estacionaridade, independência dos resíduos em relação ao retorno de mercado e estabilidade da variância dos resíduos.

O retorno anormal acumulado (CAR) representa a agregação dos retornos anormais da janela do evento e é calculado da seguinte forma:

$$CAR_{t_1 t_2} = \frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} \left(\sum_{i=1}^N \frac{AR_{it}}{N} \right)}{t_2 - t_1 + 1}$$

onde: AR_{it} é o retorno anormal da ação i na data t ; N é o número de ações na amostra; t_1 é a data inicial da janela; t_2 é a data final da janela.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO

4.1 Resultados da Regressão

Após a definição da amostra, dos eventos, das janelas, da técnica de mensuração dos retornos anormais e das estatísticas de testes a serem utilizadas, procedeu-se com o tratamento dos dados, utilizando-se as ferramentas necessárias à realização do estudo de eventos.

A partir da Tabela 1 é possível observar que a grande maioria dos coeficientes alfa, não apresentou significância estatística. Dos 36 eventos estudados, apenas 6 foram significativos.

Por outro lado, observa-se uma situação diferente quando se analisa os coeficientes beta. A maioria dos coeficientes estimados apresentou um alto grau de significância (inferior a 1%). A mesma situação pode ser observada nos valores do R^2 , os testes F comprovaram a significância de quase todos os parâmetros estimados.

De acordo com a Tabela 1, pode-se observar que os eventos Brad – MSP, Brad – Cid, Brad – BBV, Brad – Mor, Brad – AME e Itaú – Int apresentam os maiores coeficientes de determinação (R^2) significativos, tal fato denota o poder de explicação do índice Bovespa para tais séries.

Com relação ao coeficiente beta, pode-se afirmar que os eventos Brad – Pont, Brad – BCR, Brad – MSP, Brad – Cid, Brad – AME, Sant – Mer, Sant – Baa são os mais influenciados pelas variações do Ibovespa. Ressalta-se, porém, o resultado negativo apresentado pelos eventos Sant – Mer (-0,28) e Sant – Baa (-0,36). Ambos demonstraram uma relação inversa com o índice Bovespa.

O coeficiente de determinação (R^2) demonstrou, na maioria dos casos, um baixo poder de explicação. Tal constatação já era esperada, pois se trata de uma regressão linear simples, não qual tenta-se captar, por meio do *beta*, a sensibilidade da ação estudada em relação às variações de mercado. Em outras palavras, o coeficiente de determinação poderia ser melhorado se fosse acrescentado mais variáveis explicativas ao modelo, todavia tal ação não estaria coerente com a proposta e metodologia empregadas.

Para detectar a existência de autocorrelação de primeira ordem entre os resíduos, utilizou-se o teste de *Durbin-Watson*. Segundo Gujarati (2000), o valor “*d*” desse teste varia de zero a quatro. Considerando-se um número de observações de 90 ($n = 90$) e tendo uma variável explicativa ($k = 1$), os limites para a amostra da pesquisa foram: $dI = 1,635$ e $dS = 1,679$. Assim, o valor de “*d*” do teste de *Durbin-Watson* de todas as empresas apresentou valores superiores ao limite inferior ($dI=1,635$).

Eventos	Alfa	Beta ajustado	R^2	Durbin-Watson
BB – Vot	0,001	0,10*	0,2*	2,21
Brad - Pont	0,00001**	0,49*	0,15*	1,82
Brad - Nac	0,001	0,14*	0,04*	1,66
Brad - BCR	0,004	0,36*	0,01*	1,70
Brad - Ban	0,002	0,21*	0,17*	2,31
Brad - BVI	0,002***	0,18*	0,24*	2,55
Brad - MSP	0,000009**	0,48**	0,36**	2,06
Brad - BEA	0,01	0,15*	0,12*	1,68
Brad - Cid	0,003	0,36*	0,41*	2,06
Brad - BBV	0,001	0,24*	0,39*	1,76
Brad - Zog	0,000007	0,06*	0,03*	1,96
Brad - BEM	0,001	0,09*	0,18*	1,66
Brad - Mor	0,002	0,29*	0,37*	1,93
Brad - BEC	0,001	0,15*	0,11*	1,99
Brad - AME	0,003	0,37	0,45*	2,08
Brad - BMC	0,001	0,12*	0,06*	1,81
Itaú – Bem	0,001*	0,01*	0,01	1,85
Itaú – Ban	0,012	0,12	0,02	1,93
Itaú – BEG	-0,016	0,01*	0,02*	1,67
Itaú – BA	0,012	0,16**	0,13**	1,77
Itaú – Fia	0,011	0,06*	0,12*	2,29
Itaú – AGF	0,000001	0,03**	0,26**	1,85
Itaú – Int	0,009*	0,24	0,35	1,80
Itaú – Bos	0,004	0,21*	0,14*	2,02
Itaú – Uni	-0,012*	0,17*	0,15*	2,09
Sant – Mer	0,002	-0,28**	0,01**	2,14
Sant – Baa	0,002	-0,36**	0,01**	2,12
Sud – Bas	0,00009	-0,03	0,01	1,82
Uni – Dib	0,001	0,01*	0,01*	1,93
Uni – Cre	0,002	-0,02	0,01	1,68
Uni – Bes	0,001	0,21**	0,01**	1,66
Uni – Fin	0,003	0,11*	0,09*	1,73
Uni – Inv	0,001	0,09	0,06	1,75
Uni – CreF	0,000002	0,06	0,07	1,99
Uni – BNL	0,001	0,01*	0,03*	1,85
Uni – Dib2	0,001	0,02*	0,10*	1,83

Tabela 1. Resultado da regressão linear das ações com o Ibovespa na janela de cada evento.

Nota.Legenda: *significativo a 1%, **significativo a 5%.

4.2 Teste de Normalidade de Jarque-Bera

Para todas as séries de retornos anormais foi realizado o teste de normalidade de Jarque-Bera, para os níveis de significância de 5% e 10%. As estatísticas do teste calculadas foram comparadas com os valores críticos tabelados, de uma distribuição *qui-quadrada*, com dois graus de liberdade. Assim, se a estatística calculada for maior que a tabelada, a hipótese nula de normalidade seria rejeitada e os testes paramétricos não considerados.

Ações	Jarque-Bera
Banco do Brasil	3,789
Bradesco	3,098
BCN	1,789
Banco Itaú	0,712
Santander	0,778
Sudameris	3,098
Unibanco	8,976

Tabela 2. Teste de normalidade para cada um dos bancos.

Após a realização do teste de normalidade (Tabela 2) constatou-se que a maioria das ações não apresenta distribuição normal. Essa constatação reforça a idéia de que a distribuição dos retornos das ações é leptocúrtica. Segundo Santos (1999) esta situação ocorre devido à existência de “*fattails*” típicas de séries financeiras. Em outras palavras, a distribuição de retornos das ações apresenta uma maior massa de probabilidade, nas caudas quando comparada a uma distribuição gaussiana. De todas as séries que compunham a amostra, nenhuma apresentou distribuição normal no período de estimação e assim, a análise dos resultados empíricos foi feita apenas para os testes não-paramétricos.

4.3 Generalized SIGN TEST

Para a realização do Sign Test, inicialmente foram computados os retornos anormais positivos, para a mensuração da estatística do teste. Por se tratar de um teste não-paramétrico, não houve a necessidade de garantir a premissa de normalidade. A hipótese nula formulada para este teste é de que a quantidades de retornos anormais com sinais negativos e positivos em cada dia são equiprováveis ($H_0: p = 0,5$) e a hipótese alternativa denota a existência de diferenças na proporção dessas quantidades ($H_1: p \neq 0,5$).

A partir da realização do teste, constatou-se que a hipótese nula foi adotada em todos os casos. Assim, pode-se afirmar que a proporção de retornos anormais positivos, não é estatisticamente diferente dos retornos anormais com sinal negativo. Em geral, pode-se afirmar que há um retorno acumulado positivo, no dia da fusão e aquisição e imediatamente depois. No entanto, o retorno demonstrado não foi estatisticamente significativo para nenhum dos bancos. Ressalta-se ainda que o Banco Santander apresentou uma queda de 1,89% no dia seguinte ao anúncio e este declínio persistiu por toda a janela do evento. De modo geral, afirma-se que houve um aumento absoluto nos preços das ações, antes do anúncio e no período posterior, o retorno entra em declínio. Em termos absolutos, a série de retorno do Banco do Brasil não demonstrou muita sensibilidade ao anúncio de fusão ou aquisição. Sendo assim, os anúncios de fusões e aquisições pelo setor bancário não parecem provocar nenhum efeito significativo no valor de suas ações.

O resultado encontrado pelo trabalho está coerente com outros trabalhos realizados. Estudos realizados nos Estados Unidos afirmam que não há diferença significativa, entre os retornos positivos e negativos em torno da data do anúncio do evento (Houston & Ryngaert, 1994; De Long, 2001).

Assim, com base nos resultados dos testes realizados, afirma-se que as fusões e aquisições de bancos realizadas pelas instituições Banco do Brasil, BCN, Bradesco, Banco Itaú, Santander, Sudameris e Unibanco entre os anos de 1994 e 2009 não proporcionaram, de forma geral, retornos anormais positivos, para os seus acionistas. Assim sendo, a hipótese inicialmente formulada, segundo a qual o anúncio de fusões e aquisições ocorridas no setor bancário proporcionou aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes, foi estatisticamente rejeitada.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho procurou analisar o efeito dos anúncios de fusões e aquisições bancárias, na riqueza de seus acionistas no período compreendido entre os anos de 1994 e 2009. Foram analisados os impactos dos processos das F&A em sete bancos, entre os anos de 1994 e 2009 com um total de 36 eventos. Para tanto, aplicou-se a metodologia de estudo de eventos para avaliar a existência de retornos anormais mediante a adoção de estratégias de fusões e aquisições pelos bancos adquirentes. Neste estudo, a janela de estimação foi composta pelos 90 dias de negociação, anteriores ao início da janela de evento (de -101 até -11) e a janela de comparação foi composta pelos 70 dias posteriores à negociação (de +11 até +81).

Os resultados demonstraram que o primeiro dia após o anúncio das F&A apresenta um retorno anormal positivo, porém não significativo estatisticamente. O retorno acumulado começa a entrar em declínio após a data zero (ocorrência do evento), porém estes retornos também não apresentaram significância estatística. Baseando-se na premissa de que o mercado é o melhor avaliador dos benefícios econômicos, gerados por um processo de fusão e aquisição, os resultados dos testes indicam que as F&A analisadas não proporcionaram aumento na riqueza dos acionistas das instituições adquirentes.

De forma geral, estes resultados estão coerentes com a maioria dos estudos realizados neste segmento. Alguns estudos realizados nos Estados Unidos demonstraram a insignificante reação do mercado acionário, ao anúncio de fusão e aquisição por parte dos adquirentes. Segundo Jensen & Ruback (1983), os ganhos anormais proporcionados aos acionistas das empresas adquirentes são bastante reduzidos.

Por fim, algumas limitações desta parte do trabalho podem contribuir para pesquisas futuras. A pesquisa ficou restrita a análise do efeito das aquisições, no valor das ações das instituições adquirentes, uma vez que, nenhum dos bancos adquiridos possuía ações negociadas em Bolsa de Valores.

Além disso, a pesquisa ficou limitada no curto prazo, desta forma, para se ter uma noção completa da eficiência ou ineficiência de mercado, o estudo no longo prazo poderia ser recomendado. Sugere-se ainda que, utilizando a metodologia de estudo de evento se crie um grupo de controle composto por empresas que não passaram por fusões e aquisições, a fim de se comparar os resultados obtidos pelas organizações. E, por fim, que seja contemplado, além do retorno, o risco para os acionistas das empresas envolvidas em processos de fusão e aquisição.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisa em Administração*, 10(2), 17-38.
- Campbell, J.Y., Lo, A., & MacKinlay, A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University.
- Carlton, B., & Perlof, J. (1994). *Modern industrial organization*. New York: Harper Collins College Publishers.
- Clemente, N. M., & Greenpan, S. D. (1998). *Winning at mergers and acquisitions*. Hoboken: J. Wiley.
- Copelan, T. E., & Weston, J. F. (1988). *Financial theory and corporate policy*. Massachusetts: Addison Wesley.
- De Long, G. L. (2001). Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers. *Journal of Financial Economics*, 59(2), 221-252.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2).
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long term returns and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306.
- Greenspan, A. (1998). The role of capital in optimal banking supervision and regulation. *FRBNY Economic Policy Review*, 4(3).
- Gujarati, D. N. (2000). *Econometria básica*. São Paulo: Pearson.
- Houston, J. F., & Ryngaert, M. D. (1994). The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking and Finance*, 18(6), 1155-1176.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Kothari, S., & Warner, J. B. (2007). *Econometrics of event studies*. In: Eckbo, B. E. Handbook of corporate finance. Hanover: Center for Corporate Governance Tuck School at Dartmouth, 1, 3-36.
- Mackinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Nakamura, A. A. (2005). Desempenho de processos de fusões e aquisições: um estudo sobre a indústria petrolífera mundial a partir da década de 90. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do Rio de Janeiro.

- Neary, P. (2004). *Cross-Border mergers as instruments of comparative advantage*. Oxford: University College Dublin and CEPR.
- Porter, M. (1986). *Estratégia competitiva*. Rio de Janeiro: Campus.
- Rasmussen, U. W. (1989). *Aquisições, fusões & incorporações empresariais*. São Paulo: Aduaneiras.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). *Mergers, sell-offs, ad economic efficiency*. Washington: Brookings Institution.
- Rock, M. L., Rock, R. H., & Sikora, M. (1994). *The mergers & acquisitions handbook*. New York: McGraw-Hill.
- Santos, J. E. (1999). Volatilidade no mercado acionário brasileiro: negociação ou passagem do tempo? Um estudo empírico. *Resenha BM&F*, 148, 45-54.
- Schipper, K., & Thompson, R. (1983). Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 11, 85-120.
- Steiner, G.A. (1969). *Top management planning*. New York: Macmillan Publishing.
- Wood, T. Jr., Vasconcelos, F. C., & Caldas, M. P. (2004). Fusões e aquisições no Brasil. *Revista de Administração de Empresas Executivo*, 2(4).
- Wright, P., Kroll, M. J., & Parnell, J. (2000). *Administração estratégica*. São Paulo: Atlas.