
Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações

Giovani Antonio Silva Brito
Flávio Donizete Batistella
Rubens Famá

RESUMO

O mercado de fusões e aquisições no Brasil tem-se mostrado bastante ativo nos últimos anos. Um dos segmentos responsáveis pelo expressivo número de aquisições é o setor financeiro, devido principalmente à busca das instituições por economias de escala e maior poder de mercado. Para a teoria de finanças, as decisões de investimento são consideradas economicamente atraentes quando proporcionam aumento na riqueza dos acionistas. Uma das formas de avaliar se as fusões e aquisições beneficiam os acionistas das empresas envolvidas é a resposta dada pelo mercado acionário no momento do anúncio da transação. No presente artigo, utilizando o modelo de estudo de eventos, analisa-se a existência de retornos anormais nas ações de três instituições financeiras que realizaram aquisições de outros bancos entre 1997 e 2003. Os testes aplicados a 17 aquisições revelaram que os retornos anormais positivos não foram significativamente superiores aos retornos anormais negativos, indicando não ter ocorrido aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes.

Palavras-chave: fusões e aquisições, instituições financeiras, valor das ações, estudo de eventos.

1. INTRODUÇÃO

O Brasil tem observado um movimento intenso de fusões e aquisições nos últimos anos. Pesquisa realizada pela Thomson Financial (2003) mostra que, em 2002, essas transações movimentaram US\$ 11,3 bilhões, equivalentes a aproximadamente metade dos negócios realizados na América Latina.

Um segmento econômico no qual o mercado de fusões e aquisições se mostra bastante ativo é o setor financeiro, cujos negócios, no ano de 2002, atingiram US\$ 2 bilhões. Segundo dados da KPMG (2003), esse setor foi responsável pelo segundo maior número de fusões nos últimos dez anos, atrás apenas do segmento de alimentos, bebidas e fumo.

Recebido em 21/março/2004
Aprovado em 17/setembro/2004

Giovani Antonio Silva Brito é Mestre em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).
E-mail: giovanibrito@yahoo.com.br
Endereço:
Universidade de São Paulo
FEA — Departamento de Contabilidade e Atuária
Avenida Prof. Luciano Gualberto, 908 —
Prédio FEA 3
Cidade Universitária
05508-010 — São Paulo — SP

Flávio Donizete Batistella é Mestre em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).
E-mail: batisfla@yahoo.com.br

Rubens Famá é Professor Doutor do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).
E-mail: rfama@usp.br

Para a teoria de finanças, o objetivo fundamental da empresa é a maximização da riqueza dos seus acionistas. Nesse contexto, as decisões financeiras só são consideradas economicamente atraentes quando geram valor presente líquido positivo. As decisões de investimento que envolvem combinação de empresas, como as fusões e aquisições, revelam-se de difícil avaliação quanto à criação de riqueza, gerando muitos questionamentos no que diz respeito a se essas transações beneficiam efetivamente os acionistas das empresas envolvidas.

Uma das maneiras de avaliar os resultados gerados pelas fusões e aquisições é a resposta dada pelo mercado acionário quando se divulga a transação. Como a informação constitui o principal insumo para os investidores tomarem suas decisões, o anúncio de uma fusão implica a reavaliação do valor intrínseco da empresa, devido à alteração em seus fluxos de caixa esperados e em seu nível de risco.

Jensen e Ruback (1983) sumarizaram uma série de pesquisas empíricas realizadas nos Estados Unidos nas últimas décadas sobre o efeito de fusões e aquisições no valor das empresas. Essas pesquisas compreendem estudos de eventos que procuraram estimar as variações anormais ocorridas nos preços das ações das empresas envolvidas em processos de fusão. Esses 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 (*tender offers*)⁽¹⁾ e zero nas fusões (*mergers*), enquanto os retornos anormais positivos percebidos pelos acionistas das empresas adquiridas são de 30% e 20%, respectivamente.

O objetivo no presente trabalho é analisar se as aquisições de bancos ocorridas no mercado brasileiro no período posterior a 1997 proporcionaram alteração na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes. Por meio da pesquisa, em que se utilizou o estudo de eventos para estimar as alterações anormais ocorridas nos preços das ações, pretende-se examinar como os investidores do mercado acionário reagem ao anúncio de aquisições no setor bancário.

A hipótese formulada é que as aquisições ocorridas no setor bancário após 1997 proporcionaram elevação no valor de mercado das ações das empresas adquirentes, havendo, portanto, aumento na riqueza dos acionistas. Espera-se que o trabalho contribua para maior conhecimento do comportamento do mercado acionário brasileiro quanto às decisões de investimento tomadas pelas empresas.

2. FUSÃO DE EMPRESAS

Existem diversas formas de combinação de empresas, dependendo principalmente da configuração das sociedades resultantes. No âmbito legal, há clara distinção entre fusão, incorporação e aquisição. Para a teoria de finanças, entretanto, essa distinção não é tratada com o mesmo rigor. Segundo

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p.945), as fusões significam quaisquer combinações que formem uma unidade econômica com base em duas ou mais entidades prévias⁽²⁾.

Diversos são os fatores que motivam as fusões entre empresas, como a busca por economia de escala, a ausência de oportunidades internas de crescimento, a entrada em novos mercados, a diversificação das linhas de negócios, a garantia de fornecimento de matéria-prima, a compensação de prejuízos fiscais e o aumento da capacidade de endividamento.

No entanto, assim como um projeto de investimento interno, o propósito principal de uma fusão é a criação de riqueza para os acionistas. Rappaport (2001, p.161) destaca que o objetivo básico das aquisições é adicionar valor, um fim idêntico ao de qualquer outro investimento associado à estratégia global da empresa.

As fusões geram aumento de riqueza quando o valor das empresas combinadas supera o somatório de seus valores tomados individualmente antes da fusão. Nesse caso, o benefício econômico produzido pelo negócio, chamado de sinergia, representa o incremento no fluxo de caixa esperado das empresas, proporcionado pela fusão.

A avaliação dos benefícios econômicos produzidos por uma fusão caracteriza-se por ser um processo mais difícil e impreciso do que projetos convencionais de investimento. Dois fatores contribuem para essa limitação: em primeiro lugar, o caráter sigiloso de grande parte das fusões, que envolvem aspectos estratégicos das empresas; em segundo lugar, os resultados gerados pela transação dependem diretamente do sucesso da integração das companhias após a fusão. Como a integração completa pode demorar vários anos, outros fatores internos e externos influenciam os resultados, tornando complexo isolar os efeitos da fusão.

As pesquisas empíricas normalmente avaliam os benefícios econômicos proporcionados pelas fusões com base na resposta dada pelo mercado acionário. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p.966) comentam que as mudanças nos preços das ações das empresas adquirentes e alvo representam a crença dos participantes de mercado no valor criado pela fusão. Para Rappaport (2001, p.168), o julgamento coletivo de investidores competitivos pode ser visto como uma avaliação objetiva do valor da fusão para os acionistas da adquirente e da adquirida. Conforme o autor, a reação imediata do preço é o melhor palpite do mercado quanto às implicações de longo prazo da transação.

Segundo Schipper e Thompson (1983), o valor presente dos benefícios de um programa de aquisição é incorporado ao preço da ação quando a aquisição é anunciada ou se torna aparente para o mercado. Assim, o ganho para a empresa adquirente é corretamente mensurado pela mudança no valor associado à informação inicial sobre o programa de aquisição e o seu efeito incremental.

De acordo com Schipper e Thompson (1983), o mercado acionário é considerado o melhor avaliador dos benefícios gerados por uma fusão. A essência desse raciocínio está baseada

na hipótese de eficiência de mercado, pesquisada principalmente por Fama (1970). Em um mercado eficiente, ao surgirem novas informações a respeito de uma empresa, os investidores analisam e tomam decisões sobre 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.

Copeland e Weston (1988, p.331) afirmam que, em um mercado eficiente, 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.

O mercado de fusões no Brasil tem apresentado elevado número de operações nos últimos anos. Na década de 1990, as operações ocorreram em meio a um contexto bastante particular da economia, destacando-se a abertura do mercado, a busca da estabilidade, a desregulamentação de diversos setores e o programa de privatizações. Esses fatores implicaram um movimento de ajuste no mercado e de adequação na estrutura de controle das empresas, favorecendo a ocorrência de fusões.

Segundo estudo realizado pela KPMG (2003), entre 1993 e 2002 ocorreram aproximadamente 2,8 mil fusões no Brasil, e o setor financeiro foi um dos mais importantes nesse movimento. Essas fusões contribuíram para a redução do número de instituições que atuam no mercado. Conforme informações do Banco Central do Brasil (2003), a quantidade de bancos do sistema financeiro passou de 246, em 1994, para 167, em 2002, representando uma redução de 32% no número de instituições. Na tabela 1 pode ser observada a quantidade de bancos no Brasil no período de 1988 a 2002.

Tabela 1

Quantidade de Bancos no Brasil

Ano	Quantidade	Ano	Quantidade
1988	106	1997	217
1989	179	1998	203
1990	216	1999	193
1992	234	2000	192
1994	246	2001	182
1996	231	2002	167

Fonte: Banco Central do Brasil (2003).

A redução na quantidade de instituições em atividade no mercado é reflexo do processo de readequação da estrutura do sistema financeiro brasileiro iniciado em 1994. Segundo estudo elaborado pelo Banco Central do Brasil (2001), o quadro inflacionário presente na economia brasileira desde a década de 1960 foi extremamente favorável ao sistema bancário, uma vez que as instituições financeiras se adaptaram a tal ambiente e conseguiram absorver parte considerável do chamado imposto inflacionário.

Esse processo favoreceu a elevação do número de bancos no sistema, em especial a partir de 1988, quando houve a eliminação das barreiras à entrada de novas instituições no mercado. A partir de 1994, a redução dos níveis de inflação mudou o cenário do sistema bancário no País. O desaparecimento dos ganhos inflacionários revelou a existência de ineficiências operacionais nas instituições, principalmente as controladas pelo poder público, levando o setor a um movimento de consolidação.

Troster (2003, p.10) destaca diversos fatores que contribuíram para a transformação do setor bancário após 1994, como o saneamento do sistema financeiro, a abertura do mercado aos bancos estrangeiros, a privatização de bancos estatais, o impacto das crises externas e as novas exigências regulatórias.

Os grandes bancos em operação no Brasil, além de participarem ativamente do processo de privatização, vêm adquirindo diversas instituições privadas de menor porte nos últimos anos. Os principais motivadores para as aquisições são os ganhos de escala e de poder de mercado, pois elas possibilitam a ampliação da base de clientes e do volume de negócios e uma maior diluição dos custos e despesas fixos, principalmente os gastos com pessoal e administrativos. Rocha (2001, p.9) comenta que a busca de escala e de poder de mercado está na origem da atual tendência mundial de fusões e aquisições na área bancária.

3. MÉTODO DE PESQUISA

Para avaliar o efeito das aquisições ocorridas no setor financeiro no valor das ações dos bancos, foi utilizado o modelo de estudo de eventos (MACKINLAY, 1997), cuja preocupação central é medir o retorno anormal verificado no preço das ações em razão da ocorrência de um determinado evento.

O retorno anormal compreende a parcela da alteração do valor da ação gerada por fatores alheios às variações do mercado acionário em geral, sendo calculado pela diferença entre o retorno da ação efetivamente verificado e o retorno esperado, caso o evento não tivesse ocorrido. O retorno anormal é dado por:

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - E(R_{i\tau} | X_{\tau}) \quad [1]$$

em que:

$AR_{i\tau}$ é o retorno anormal do ativo i na data t ;

$R_{i\tau}$ é o retorno efetivo do ativo i na data t ;

$E(R_{i\tau} | X_{\tau})$ é o retorno esperado do ativo i na data t , dado X_{τ} ;

X_{τ} é o retorno da carteira de mercado.

O retorno esperado do ativo é calculado com base no modelo de mercado, que relaciona o retorno dos ativos ao retorno da carteira do mercado como um todo. A equação do modelo de mercado é:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

em que:

- R_{it} é o retorno do ativo i na data t ;
- α_i é o intercepto alfa para o ativo i ;
- β_i é o coeficiente de declividade beta para o ativo i ;
- R_{mt} é o retorno da carteira de mercado na data t ;
- ε_{it} é o erro para o ativo i .

No presente trabalho, utiliza-se o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) para representar a carteira de mercado. De acordo com sugestão de Sanvicente e Leite (1994, p.90), o cálculo do coeficiente beta é ajustado para eliminar o problema da falta de sincronização entre o retorno da carteira de mercado e o retorno da ação, proveniente do fato de o índice de mercado ser cotado a todo instante, enquanto a ação pode ter sido negociada antes do final do pregão, gerando problemas de viés e inconsistência nas variáveis. O beta ajustado é assim calculado:

$$\beta = \sum_{k=-1}^1 \frac{\beta_k}{(1 + 2\rho)} \quad [3]$$

em que:

- β é o coeficiente beta ajustado por falta de sincronização;
- β_k é o coeficiente beta estimado por mínimos quadrados;
- ρ é o coeficiente de correlação entre os índices de retorno do mercado na data t e na data $t - 1$.

Efetua-se o cálculo do retorno anormal a partir de três parâmetros: a data do evento, a janela de estimação e a janela do evento. A data do evento compreende o dia em que o mercado toma conhecimento dele; a janela de estimação é o período anterior à data do evento, utilizado para cálculo do intercepto alfa e do coeficiente beta; e a janela do evento é o período no qual se calcula a diferença entre o retorno efetivo e o retorno esperado, correspondente ao retorno anormal.

Para possibilitar a análise global do efeito do evento no valor das ações, os retornos anormais são acumulados entre o primeiro e o último dia da janela do evento, formando o *Cumulative Abnormal Return (CAR)*, que é dado por:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i\tau} \quad [4]$$

em que:

- CAR_i é o retorno anormal acumulado do ativo i ;
- τ_1 é o primeiro dia da janela do evento;
- τ_2 é o último dia da janela do evento.

O modelo de estudo de eventos tem como premissa central a hipótese de mercado eficiente, a qual considera os investidores agentes racionais e os preços dos ativos representantes de todas as informações relevantes disponíveis. Mackinlay (1997, p.13) ressalta que a utilidade dos estudos de eventos decorre do fato de, dada a racionalidade do mercado, o efeito de um determinado evento econômico refletirá imediatamente no preço das ações.

Outro pressuposto assumido pelo modelo é a independência dos eventos. Admite-se que o evento estudado é, portanto, independente de outros que também possam ter afetado o preço das ações da empresa, além das variações normais do mercado como um todo.

4. ESTUDO EMPÍRICO

Os eventos analisados no trabalho são as aquisições de bancos ocorridas no mercado financeiro brasileiro entre janeiro de 1997 e dezembro de 2003. A escolha desse segmento para aplicação dos testes deve-se ao elevado número de aquisições ocorridas no período, bem como por tratar-se de setor econômico no qual os processos de aquisição são normalmente conduzidos de forma sigilosa, pois envolvem aspectos estratégicos das empresas, reduzindo-se a possibilidade de o mercado ter tomado conhecimento da compra antes de seu anúncio oficial.

As instituições financeiras que integraram o teste foram definidas com base no tamanho dos seus ativos. A partir de dados do Banco Central do Brasil (2003), selecionaram-se as três instituições financeiras de controle privado com maiores ativos em 30 de setembro de 2003 e com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Assim, as instituições componentes do estudo são o Banco Bradesco S.A., o Banco Itaú S.A. e o União de Bancos Brasileiros S.A., doravante Bradesco, Itaú e Unibanco. Na tabela 2 constam os dez maiores bancos por ativo em 30 de setembro de 2003.

Tabela 2

Maiores Bancos por Ativo

Posição	Instituição Financeira	Ativos Em R\$ Bilhões
1º	Banco do Brasil	215,1
2º	Caixa Econômica Federal	141,1
3º	Bradesco	139,0
4º	Itaú	113,2
5º	Unibanco	62,6
6º	Santander	57,3
7º	ABN AMRO	39,6
8º	Safra	30,5
9º	Nossa Caixa	24,0
10º	HSBC	22,1

Fonte: Banco Central do Brasil (2003).

Posteriormente, por meio do relatório de Composição e Evolução do Sistema Financeiro Nacional, elaborado pelo Banco Central do Brasil (2003), identificam-se as aquisições realizadas pelas três instituições entre 1997 e 2003. Consideram-se apenas as aquisições de bancos comerciais e múltiplos, não sendo incluídos outros tipos de instituições, como bancos de investimento, sociedades de arrendamento mercantil

e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. São identificadas 19 aquisições no período: oito do Bradesco, seis do Itaú e cinco do Unibanco.

Utilizando o modelo de mercado, é calculado o coeficiente beta das ações das instituições adquirentes para cada evento. Considera-se que os resultados significativos para explicar as variações das ações deveriam apresentar *valor-p* inferior ao nível de significância α de 5%, caso contrário, o evento deixaria de fazer parte do estudo. Com base nesse critério, são excluídos dois eventos, a aquisição do Banco do Estado do Rio de Janeiro (Banerj) pelo Itaú em 1997 e a do Banco Fininvest pelo Unibanco em 2000. Dessa forma, o trabalho inclui 17 eventos, conforme detalhado na tabela 3.

O relatório de Composição e Evolução do Sistema Financeiro Nacional contém a data em que a aquisição foi publicada no Diário Oficial da União, após ela ter sido aprovada pelo Banco Central do Brasil. A partir dessa data, tomada como referência, obteve-se na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o dia em que a instituição adquirente comunicou oficialmente ao mercado a aquisição realizada, por meio de um Fato Relevante.

Nas aquisições de instituições privadas, é considerado como data do evento o dia da publicação do Fato Relevante, pois, trata-se do anúncio oficial por parte da instituição adquirente. Para as aquisições de bancos públicos, é considerada, como data do evento, a data efetiva do negócio, já que essas ocorreram por meio de leilão público, de amplo conhecimento pelo mercado. Cabe destacar que, nesses casos, a publicação do Fato Relevante foi feita no dia posterior ao leilão.

Tabela 3
Eventos Analisados

Número	Instituição Adquirente	Instituição Adquirida	Ano
1	Bradesco	Banco de Crédito Nacional S.A. — BCN	1997
2	Bradesco	Banco de Crédito Real S.A. — BCR	1998
3	Bradesco	Banco do Estado da Bahia S.A. — Baneb	1999
4	Bradesco	Banco Boavista Interatlântico S.A.	2000
5	Bradesco	Banco do Estado do Amazonas S.A. — BEA	2002
6	Bradesco	Banco Mercantil de São Paulo S.A.	2002
7	Bradesco	Banco Cidade S.A.	2002
8	Bradesco	Banco Bilbao Viscaya Argentaria Brasil S.A. — BBV	2003
9	Itaú*	Banco do Estado de Minas Gerais S.A. — Bemge	1998
10	Itaú	Banco do Estado do Paraná S.A. — Banestado	2000
11	Itaú	Banco do Estado de Goiás S.A. — BEG	2001
12	Itaú	Banco BBA Creditanstalt S.A. — BBA	2002
13	Itaú	Banco Fiat S.A.	2002
14	Unibanco	Banco Dibens S.A.	1998
15	Unibanco	Banco Credibanco S.A.	2000
16	Unibanco	Banco Bandeirantes S.A.	2000
17	Unibanco	Banco Investcred S.A.	2001

Nota: * Não foi considerada a aquisição divulgada pelo Itaú em 2002 referente ao Banco Sudameris, em razão de ela ter sido cancelada no mesmo ano.

A janela de estimação usada para o cálculo do coeficiente beta é definida como o período compreendido entre o 59º e o 10º pregão anterior à data de cada evento, de maneira que todas as janelas de estimação contêm 50 pregões. Conforme recomenda Mackinlay (1997, p.15), não há sobreposição entre a janela de estimação e a janela do evento em nenhuma das aquisições analisadas, para não ocorrer influência do evento no cálculo do coeficiente beta. Na figura a seguir pode ser observada a linha do tempo do estudo de eventos.

Linha do Tempo do Estudo de Eventos

Para ampliar o universo de análise, são definidas sete janelas de evento contendo, além da própria data do evento, dias anteriores e posteriores. A inclusão de dias posteriores à data do evento justifica-se pelo fato de que o mercado pode demorar para ajustar-se à informação e atingir o novo ponto de equilíbrio. Por outro lado, a inclusão de dias anteriores à data do evento é interessante, pois o mercado pode antecipar-se ao anúncio do evento, o que se refletiria previamente no preço das ações.

Não são consideradas janelas de evento com mais de cinco pregões, já que janelas grandes tendem a aumentar a probabilidade de os preços das ações serem afetados por outros eventos alheios às aquisições em estudo. As janelas de evento consideradas são as que constam na tabela 4 ao lado.

Com a definição da janela de estimação, da data do evento e da janela do evento, procedeu-se à coleta das cotações das ações das instituições e do Índice Bovespa. Como as empresas possuem mais de um tipo de ação negociada na Bovespa, selecionaram-se os papéis de maior liquidez: Bradesco PN (BBDC4), Itaú PN (ITAU4) e Unibanco PN (UBBR4). Os dados foram coletados na Economática, tendo sido consideradas as cotações de fechamento, ajustadas aos proventos.

Os testes estatísticos são efetuados com a utilização do *software* Microsoft Excel 97, em especial com o uso das ferramentas análise de dados – regressão e análise de dados – correlação. A tabela 5 mostra os retornos anormais acumulados (CAR) calculados para cada janela de evento.

Tabela 4
Janelas de Evento

Janela	Período Incluído
Janela (0;0)	Dia do evento
Janela (0;1)	Dia do evento e um pregão posterior
Janela (0;2)	Dia do evento e dois pregões posteriores
Janela (1;0)	Dia do evento e um pregão anterior
Janela (2;0)	Dia do evento e dois pregões anteriores
Janela (1;1)	Dia do evento, um pregão anterior e um posterior
Janela (2;2)	Dia do evento, dois pregões anteriores e dois posteriores

Com base no teste de Kolmogorov-Smirnov, verificou-se que os retornos anormais acumulados não seguem uma distribuição normal de probabilidades. Assim, para analisar se a proporção dos retornos anormais positivos é estatisticamente superior à dos retornos anormais negativos, foi aplicado o teste de sinais (não-paramétrico), o qual envolve a hipótese nula de que há igual probabilidade de os retornos anormais acumulados serem positivos ou negativos. A estatística teste é dada por:

$$\theta = \left[\frac{N^+}{N} - 0,5 \right] \frac{\sqrt{N}}{0,5} \sim N(0,1) \quad [5]$$

Tabela 5
Retornos Anormais Acumulados

Número	Evento Banco Adquirido	Retorno Anormal Acumulado (CAR) por Janela						
		(0;0)	(0;1)	(0;2)	(1;0)	(2;0)	(1;1)	(2;2)
1	BCN	-0,04757	-0,00429	0,00161	-0,06202	-0,09726	-0,01874	-0,04808
2	BCR	-0,01200	-0,04556	-0,08611	-0,00915	-0,02236	-0,04271	-0,09647
3	Baneb	0,04585	0,03689	0,03378	0,01285	0,00259	0,00390	-0,00946
4	Boa Vista	0,07154	0,04338	0,04067	0,09441	0,09810	0,06626	0,06723
5	BEA	-0,01339	0,00581	0,02462	-0,03009	-0,00863	-0,01088	0,02939
6	Mercantil	0,03365	0,04441	0,03336	0,05947	0,06275	0,07023	0,06245
7	Cidade	0,01219	-0,00752	0,00042	-0,04661	-0,06015	-0,06633	-0,07192
8	BBV	0,00901	0,00238	0,00292	0,00645	-0,01035	-0,00017	-0,01645
9	Bemge	0,04698	-0,00760	0,04771	-0,01431	0,01816	-0,06891	0,01889
10	Banestado	-0,00580	-0,02830	-0,06152	-0,00588	-0,00736	-0,02839	-0,06309
11	BEG	-0,02307	-0,03345	-0,05015	-0,01284	-0,02417	-0,02322	-0,05125
12	BBA	-0,04398	-0,03581	-0,05566	-0,07248	-0,05070	-0,06430	-0,06237
13	Fiat	-0,01802	-0,01690	-0,01817	-0,01210	-0,01147	-0,01099	-0,01162
14	Dibens	0,01099	0,00410	-0,01138	0,02834	-0,04101	0,02145	-0,06340
15	Credibanco	-0,01435	-0,04180	-0,05633	0,00946	-0,01342	-0,01798	-0,05540
16	Bandeirantes	0,00022	-0,00844	-0,00028	-0,01514	0,01151	-0,02380	0,01100
17	Investcred	-0,00119	-0,01363	-0,01768	-0,01400	-0,00532	-0,02644	-0,02181

em que:

N^+ é o número de retornos anormais acumulados (CAR) positivos;

N é o número total de retornos anormais acumulados (CAR).

Os resultados da aplicação do teste de sinais são apresentados na tabela 6.

Ao nível de significância de 5%, os valores críticos de θ são $-1,96$ e $+1,96$. Considerando esses parâmetros, os resultados da estatística teste indicam que, para todas as janelas de evento, exceto a Janela (1;1), a proporção de retornos anormais positivos é estatisticamente semelhante à de retornos anormais negativos, isto é, os retornos anormais positivos não são significativamente superiores aos negativos. Para a janela (1;1), o resultado do teste mostra que a proporção de retornos anormais negativos é estatisticamente superior à dos retornos anormais positivos.

Conclui-se, com base nos resultados dos testes efetuados, que as aquisições de bancos realizadas pelas instituições

Bradesco, Itaú e Unibanco, entre janeiro de 1997 e dezembro de 2003, não proporcionaram, de forma geral, retornos anormais positivos para seus acionistas. Em consequência, rejeita-se a hipótese de pesquisa, traçada no delineamento do trabalho, de as aquisições ocorridas no setor bancário terem proporcionado aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Fundamentando-se no conceito de que o mercado é o melhor avaliador dos benefícios econômicos gerados por uma fusão, os resultados dos testes indicam que as aquisições analisadas não proporcionaram aumento na riqueza dos acionistas das instituições adquirentes.

A pesquisa restringe-se à 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, impossibilitando a avaliação dos retornos anormais observados pelos acionistas das empresas compradas.

Apesar dessa limitação, os resultados encontrados parecem ajustar-se às evidências dos estudos sumarizados por Jensen e Ruback em 1983, os quais indicam que os ganhos anormais auferidos pelos acionistas das empresas adquirentes nas fusões são bastante reduzidos.

Por fim, apesar de os resultados dos testes indicarem que os acionistas das empresas adquirentes não se beneficiaram das fusões, tal fato não implica que os negócios não geraram benefícios econômicos, pois, conforme aponta a literatura, esses benefícios provêm principalmente dos ganhos de escala e do aumento do poder de mercado proporcionados pela fusão. ♦

Tabela 6
Teste dos Sinais

Eventos	Janela						
	(0;0)	(0;1)	(0;2)	(1;0)	(2;0)	(1;1)	(2;2)
CAR positivo	8	6	8	6	5	4	5
CAR negativo	9	11	9	11	12	13	12
Total	17	17	17	17	17	17	17
Estatística Teste θ	-0,2425	-1,2127	-0,2425	-1,2127	-1,6977	-2,1828	-1,6977

NOTAS

- (1) Os autores conceituam oferta de compra (*tender offer*) como aquela em que a oferta de compra das ações é feita diretamente aos acionistas da empresa-alvo, os quais decidem individualmente se a aceitam ou não, enquanto a fusão (*merger*) é negociada com os administradores da empresa-alvo e por eles apro-

vada, antes de seguir para a deliberação dos acionistas.

- (2) Para os propósitos deste estudo, o termo **fusão** é utilizado referindo-se indistintamente às três formas de combinação de empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Composição e evolução do sistema financeiro nacional*. Brasília, 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 12 fev. 2004.

_____. *Sistema financeiro nacional: 1989 a 2000*. Brasília, 2001. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 12 fev. 2004.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT,

Michael C. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2001.

COPELAND, Tom E.; WESTON, John F. *Financial theory and corporate policy*. 3rd. ed. Massachusetts: Addison-Wesley, 1988.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, USA, v.25, n.2, p.383-417, May 1970.

JENSEN, Michael C.; RUBACK, Richard S. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, USA, v.11, n.1, p.5-50, Apr. 1983.

KPMG Corporate Finance. *Relatório de fusões e aquisições*. São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.kpmg.br>>. Acesso em: 09 out. 2003.

MACKINLAY, A. Craig. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, USA, v.35, n.1, p.13-39, Mar. 1997.

RAPPAPORT, Alfred. *Gerando valor para o acionista*. São Paulo: Atlas, 2001.

ROCHA, Fernando A.S. *Evolução da concentração bancária no Brasil (1994-2000)*. Notas Técnicas do Banco Central do

Brasil n.11. Brasília: BCB, nov. 2001.

SANVICENTE, Antonio Z.; LEITE, Hélio de Paula. *Índice Bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros*. São Paulo: Atlas, 1994.

SCHIPPER, Katharine; THOMPSON, Rex. Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, USA, v.11, n.1, p.85-119, Apr. 1983.

THOMSON FINANCIAL. *Selected market sector analysis and commentary*. 2003. Disponível em: <<http://www.thomsonfinancial.com>>. Acesso em: 12 out. 2003.

TROSTER, Roberto L. *Concentração bancária*. São Paulo: Febraban, 2003. Mimeografia.

Mergers and acquisitions in banking industry: empirical assessment of the effect on stocks value

The market of mergers and acquisitions in Brazil have been active in the last years. One of the industries responsible for the expressive number of acquisitions is the financial industry, due mainly to the search of the economies of scale by institutions. To the financial theory, the investment decisions are considered economically attractive only if they provide increase in the shareholders' wealth. A way of assessing if the mergers and acquisitions benefit the shareholders of the involved companies is through the answer given by the stock market to the transaction announcement. This article analyzes the existence of abnormal returns in the stocks of three financial institutions that made acquisitions of other banks between 1997 and 2003, using the eventy studies model. The tests applied to 17 acquisitions revealed that the positive abnormal returns were not significantly superior to the negative abnormal returns, indicating that hasn't been increase in the shareholders' wealth of the acquirer companies.

Uniterms: mergers and acquisitions, financial institutions, stocks value, event studies.

Fusiones y adquisiciones en el sector bancario: evaluación empírica del efecto sobre el valor de las acciones

El mercado de fusiones y adquisiciones en Brasil se ha mostrado bastante activo en los últimos años. Uno de los segmentos responsables del expresivo número de adquisiciones es el sector financiero, debido principalmente a la búsqueda, por parte de las instituciones, de economías de escala y mayor poder de mercado. Para la teoría de finanzas, las decisiones de inversiones son consideradas económicamente atractivas cuando proporcionan aumento en la riqueza de los accionistas. Una de las maneras de evaluar si las fusiones y adquisiciones benefician a los accionistas de las empresas involucradas es observar la respuesta dada por el mercado accionario cuando ocurre el anuncio de la transacción. En este artículo se analiza la existencia de retornos anormales en las acciones de tres instituciones financieras que realizaron adquisiciones de otros bancos entre 1997 y 2003, utilizando el modelo de estudio de eventos. Los testes aplicados a 17 adquisiciones revelaron que los retornos anormales positivos no fueron significativamente superiores a los retornos anormales negativos, lo que indica que no hubo aumento en la riqueza de los accionistas de las empresas adquirentes.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones, instituciones financieras, valor de las acciones, estudio de eventos.