

Fusões e Aquisições no Setor Bancário Brasileiro: Criação de Valor, Rentabilidade, Sinergias Operacionais e Grau de Concentração

Autoria: Patrícia Mendes Franco, Marcos Antônio de Camargos

Resumo:

A implantação do Plano Real e a conseqüente redução da inflação, os significativos avanços tecnológicos, a entrada de concorrentes estrangeiros, os ajustes na regulação do setor e, mais recentemente, a diminuição das taxas de juros levaram à redução das margens de ganho do mercado bancário nacional e ao aumento da competição, por meio da redução significativa do número de *players*, incentivando as instituições sobreviventes a adotarem estratégias capazes de aumentar o poder de mercado, de modo que alcançassem um volume de operações que proporcionasse retornos satisfatórios aos acionistas. Nesse cenário, as fusões e aquisições (F&A's) tiveram um papel decisivo na implantação dessas estratégias, garantindo vantagens comparativas por meio do poder de mercado, entrada em novos mercados, crescimento rápido e em muitos casos a sobrevivência. O objetivo deste trabalho é identificar se os processos de F&A's empreendidos por instituições financeiras bancárias de capital aberto brasileiras resultaram em sinergias operacionais, aumento da rentabilidade e criaram valor para os acionistas em processos ocorridos entre 1996 e 2007. Além disso, fez-se uma análise do setor bancário brasileiro, medindo sua concentração por meio do *HHI – Herfindahl-Hirschman Index*. Em termos metodológicos, trata-se de uma pesquisa descritiva e quantitativa, baseada em dados secundários do tipo *cross-section* de 19 processos de F&A's empreendidos por sete instituições diferentes. Para analisar o impacto das F&A's, optou-se pela comparação agregada (todas as instituições financeiras da amostra) das médias de cada métrica nos quatro e nos oito trimestres anteriores e posteriores à F&A, por meio *Wilcoxon Signed Rank Test*. Em síntese, as conclusões a que se chegou neste estudo sinalizam que as instituições financeiras bancárias brasileiras que adotaram a estratégia de F&A conseguiram gerar valor ao acionista, aumentar sua rentabilidade e obter sinergias operacionais, uma vez que todas as variáveis estimadas apresentaram melhora após o evento, salientando-se que as de criação de valor forneceram evidências em todas as variáveis e janelas de estimação; das três variáveis de sinergias operacionais, uma forneceu evidências de melhora nas duas janelas de estimação, enquanto que as outras duas foram apenas indícios. O mesmo ocorrendo com as três variáveis de rentabilidade, que também forneceram apenas indícios, mostrando que tais processos beneficiaram as instituições envolvidas e seus acionistas. Entretanto, o mesmo não pode ser dito em relação aos consumidores, pois o *HHI* apontou forte tendência de concentração do setor, apesar de que, atualmente, em nenhum dos três aspectos analisados (ativos totais, depósitos bancários e operações de crédito), o mercado bancário esteja operando em uma situação de monopólio, mas sim em uma situação de competição monopolística. O aumento do poder de monopólio das instituições que restaram operando no mercado, se por um lado, fortalece e caminha na direção da consolidação do setor, por outro, pode resultar em abusos, no que se refere a aspectos concorrenciais.

1. INTRODUÇÃO

O equilíbrio pelo mercado, a acumulação permanente de capital, geração de riqueza, o papel exercido pelo dinheiro e pelos mercados financeiros e a crescente concorrência e inovação tecnológica são características marcantes do sistema capitalista, que proporcionam um ambiente propício para a ocorrência dos processos de fusões e aquisições (F&A's) empresariais. Trata-se de uma atividade que influencia diretamente a concorrência e que pode alterar o arranjo produtivo de um país ou de diversas economias, além de poder ser vista como uma forma de adaptação das empresas para garantir sustentabilidade e competitividade diante dos vários obstáculos impostos pelo mercado.

Os processos de F&A's constituem uma estratégia corporativa, por um lado, útil para que uma empresa consiga atualizar-se tecnologicamente, ter acesso a recursos financeiros ociosos ou produtivos escassos, além de representar uma forma de crescimento rápido ou de entrar em novos mercados. Mas por outro lado, elevada complexidade de operacionalização e de gerenciamento exige por parte dos seus condutores, conhecimento e experiência para conseguir minimizar as dificuldades características desta atividade.

Em uma perspectiva eminentemente econômico-financeira, a criação de valor ao acionista tem figurado como um dos principais motivos para empresas se envolverem em processos de F&A's, na expectativa de que o valor da nova empresa supere o valor da soma das duas empresas independentes, como resultado da incorporação dos benefícios e ganhos (sinergias) projetados com a união. Entretanto, a implantação desses processos é trabalhosa e cercada de riscos, e o seu sucesso está relacionado à similaridade e complementaridade das empresas envolvidas, bem como a observância e o controle do processo como um todo.

A partir de 1994, as mudanças ocorridas na economia brasileira, devido à implementação do Plano Real, deram margem ao aumento do número de transações de F&A's envolvendo instituições financeiras, reconfigurando esse setor. A diminuição do nível inflacionário, a vinda de instituições estrangeiras e, mais recentemente, a diminuição das taxas de juros tornaram o mercado bancário nacional menos lucrativo e mais competitivo, incentivando as instituições sobreviventes a adotarem estratégias capazes de aumentar o poder de mercado e obter receitas e ganhos de escala, de modo que alcançassem um volume de operações que proporcionasse retornos satisfatórios aos acionistas. Nesse cenário as F&A's tem ocupado papel de destaque, enquanto estratégia de crescimento e sobrevivência. Tal fator, juntamente com a liquidação de algumas instituições que não sobreviveram ao novo cenário econômico, tem feito com que o segmento caminhe em direção à sua consolidação.

Segundo Nakane e Alencar (2004), entre 1994 e 2003, o número de instituições financeiras bancárias no Brasil sofreu uma redução de 33%, envolvendo liquidação, aquisição e privatização de bancos estatais. Segundo Kupfer e Hasenclever (2002), de 1990 a 1999, o setor financeiro representou 12,4% do valor e 18,3% do número das transações de F&A's no Brasil. Segundo a consultoria KPMG (2010) de 1996 a 2007 foram realizadas 260 operações, representando 6% do total, figurando o setor em quarto lugar no *ranking* por setor em número de transações. Na evolução dos processos de F&A's do setor, inicialmente, ocorreram compras de bancos com problemas por bancos saudáveis (Banco Excell pelo BCN). Posteriormente a atividade de F&A's passou a ter outra dinâmica, com compradores mais fortes ou maiores, comprando bancos menores, mas não em situação de insolvência, como, por exemplo, o BCN pelo Bradesco, o Noroeste e o Real pelo ABN-Amro (PAULA, 2004).

A análise empírica empreendida nesta pesquisa contempla três aspectos: 1. obtenção de sinergias operacionais pelas instituições após os processos de F&A's por meio da Margem Bruta (MB), Margem Operacional (MO) e a Margem Líquida (ML); 2. melhora da rentabilidade, por meio do Retorno Sobre o Ativo Total (ROA) e Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE); 3. criação de valor por meio do *q* de Tobin e do índice *Market-to-Book* (M/B).

Sendo assim, o objetivo deste trabalho é identificar se os processos de F&A's empreendidos por instituições financeiras bancárias de capital aberto brasileiras resultaram em sinergias operacionais, aumento da rentabilidade e criaram valor para os acionistas em processos ocorridos entre 1996 e 2007. Além disso, fez-se uma análise do setor bancário brasileiro, medindo sua concentração por meio do *HHI – Herfindahl-Hirschman Index*.

Na sequência, após esta introdução, a seção 2 apresenta o quadro teórico de referência. Na seção 3, é descrita metodologia da pesquisa empírica. Na seção 4, são apresentados e discutidos os resultados. Por fim, na seção 5 são tecidas as considerações finais e a conclusão, seguidas das referências utilizadas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 F&A's: Aspectos Teóricos

As aquisições podem ser entendidas como operações que determinam modificação permanente na estrutura societária de uma ou mais empresas, podendo ser estruturada como: 1. *stock purchase* – compra ou venda de parte ou o total das ações de uma companhia (controle societário); 2. *asset purchase* - realizada por meio da venda dos ativos ou passivos do complexo empresarial. As fusões são operações em que duas ou mais empresas se fundem por meio da troca de ações (união financeira), podendo resultar, na união operacional das empresas envolvidas, com apenas uma delas mantendo a identidade jurídica; ou na criação de uma nova empresa, denominada de consolidação (ROSS, WESTERFIELD e ROSS, 2002).

A literatura internacional registra quatro ondas de F&A's: *The Great Merger Wave* (1887-1904); *The Merger Movement* (1916-1929); *The 1960's Conglomerate Merger Wave* e *The Wave of the 1980's*. Mais recentemente, alguns autores dividem a última em duas ondas de F&A's distintas: a onda dos anos 80 e dos anos 90 (SCHERER e ROSS, 1990). A onda dos anos 90 (na qual se insere esta pesquisa) tem como principais características: acesso a novos mercados, tecnologias e competências; diminuição do risco operacional e financeiro; maior poder econômico e de competição além da proteção de mercado contra a entrada de concorrentes estrangeiros ou de aquisições indesejadas (GRINBLATT e TITMAN, 2005). Acrescente-se a isso, o foco no *core business* – conglomerados se desfazendo negócios fora de sua atividade principal, devido à necessidade de obtenção de sinergia imposta pelo aumento da competição.

Segundo Kloeckner (1994) e Camargos e Barbosa (2003), os motivos teóricos para as F&A's estão fundamentados tanto na perspectiva neoclássica da maximização da riqueza (forças do mercado induzem os gestores a tomarem decisões que maximizem a riqueza dos acionistas), quanto na perspectiva da maximização da utilidade gerencial (F&A's como instrumentos que servem aos interesses dos gestores).

Desses dois motivos podem ser derivados outros, conforme salientam Scherer e Ross (1990) e Kloeckner (1994): 1. *expansão ou internacionalização empresarial*, as F&A's podem ser mais vantajosas estratégica, temporal e financeiramente por eliminar várias etapas do investimento próprio; 2. *expectativas assimétricas*, diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma empresa, ocasionando propostas de aquisição; 3. *racionalidade limitada nas decisões de dirigentes*, pois sob condições de incerteza, os gestores nem sempre tomam decisões racionais (ROLL, 1986); 4. *utilização de fluxo de caixa excedente*, em processos de F&As, ao invés de distribuí-los na forma de dividendos (JENSEN, 1986); 5. *motivos fiscais*, uso de créditos tributários (oriundos de prejuízos no passado) em exercícios subseqüentes; 6. *oportunidade de investimento*, quando o valor de mercado da empresa-alvo está abaixo do seu valor patrimonial; 7. *busca do poder de monopólio*, pelo aumento da concentração de mercado e da conseqüente redução do poder de competição das outras empresas, reduzindo a concorrência; 8. *razões gerenciais*,

quando as F&A's são utilizadas para satisfazer interesse de gestores; 9. *razões financeiras*, aproveitar capacidade ociosa de endividamento, bem como redução do custo de capital, advindos da redução dos custos de captação.

2.2 Sinergias, Rentabilidade e Criação de Valor em Fusões e Aquisições

Para Capron e Pistre (2002) e Healy, Palepu e Ruback (1992) as principais fontes de sinergias em F&A's são: 1. *economias de escalas operacionais*: advindas da redução de custos e despesas corporativas; 2. *economias financeiras*: advindas de uma melhor estrutura de capital, maior capacidade de alavancagem e menor custo de endividamento; 3. *eficiência gerencial*: substituição de gestores ineficientes (nas empresas adquiridas); 4. *poder de mercado*: maior poder de negociação junto a fornecedores, concorrentes, governo; 5. *avanço tecnológico*: pelo uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e de recursos complementares, transferência de tecnologia e conhecimento (*know-how*); 6. *economias fiscais*: advindas do uso de créditos tributários de prejuízos no passado por uma das firmas envolvidas, que podem ser compensados em exercícios futuros. Os motivos e as sinergias esperadas das F&A's, muitas vezes, se sobrepõem o que torna ainda mais difícil identificar qual foi a motivação para que a empresa empreendesse a F&A, destacando-se que essas últimas são oriundas da execução e integração eficiente das empresas envolvidas, obtidas pela redução de gastos com atividades e funções similares que se sobrepõem.

2.3 Panorama Financeiro e a Influência dos Processos de F&A's no Brasil

Segundo Almeida (1999), quatro grandes eventos marcaram o sistema financeiro nacional desde o início da década de 1980 e levaram ao crescimento do número de F&A's a partir de 1994: 1. choque heterodoxo causado pelo Plano Cruzado em 1986 (foi um marco para a reestruturação do segmento, levando os bancos a se informatizarem, além de reduzirem o número de agências e funcionários); 2. reforma bancária de 1988 (possibilitou a formação de bancos múltiplos); 3. Plano Collor em 1990 (afetou o segmento ao bloquear a liquidez do sistema, por meio do confisco de recursos em contas correntes, investimentos, poupança, fundo de garantia do tempo de serviço, entre outras); 4. Plano Real em 1994 (proporcionou o controle da inflação, alterando o ambiente de atuação, exigindo maior eficiência dos bancos).

Nesse novo cenário, os bancos que não apresentaram economias de escala ou não conseguiram sobreviver sem o imposto inflacionário foram comprados ou simplesmente extintos e, dependendo da estratégia de cada instituição compradora, absorvidos, fundidos ou simplesmente fechados pelos bancos nacionais maiores e bancos estrangeiros que decidiram fixar-se no Brasil (SILVA e MORAES, 2006).

O Plano Real proporcionou estabilidade à economia brasileira, permitindo uma ampla abertura ao comércio exterior. Em um mercado financeiro estável e com taxas de inflação mantidas a patamares considerados moderados, houve um estímulo aos processos de F&A's em vários. Sobre isso, Carneiro *et al.* (1993) assinalam que os processos de F&A's do setor bancário não foram incentivados pela existência de economias de escala, mas sim pela permissão governamental de operarem sob o mesmo espaço físico (bancos múltiplos). Essas economias de escala atuaram como catalisadoras das alterações na estrutura do setor bancário, especialmente por parte do governo, visando sua maior eficiência. Impulso este, que afetou também o processo de concentração (SILVA e MORAES, 2006).

2.3.1 Perspectiva Histórica da Regulação do Setor Financeiro no Brasil

A Lei da Reforma Bancária (4.595/64) modificou o setor financeiro, ao permitir a proliferação das instituições financeiras, mas na prática, o setor não se segmentou da forma que o governo esperava. A estrutura então montada perdurou até 1988 e, ao longo desse

período houve uma grande concentração no setor, quando o CMN permitiu a criação dos bancos múltiplos, possibilitando proliferação dos conglomerados financeiros. De acordo com Chimara (2009) o número de instituições financeiras que era de 498 em 1964 (dos quais 336 eram bancos) passou para 1.485 em 1969, sendo que apenas 157 eram bancos. Entretanto, enquanto o número de instituições aumentou 198%, o número de bancos diminuiu 53%.

Nos anos 80 e início dos anos 90, o sistema financeiro, atado às necessidades crescentes de recursos para lastrear a dívida pública interna governamental, vivenciou um processo de sofisticação e, ao mesmo tempo, de descaracterização de suas principais funções. Deixou de ter como foco principal a intermediação de recursos para a esfera produtiva e passou a atuar como principal instrumento de rolagem da dívida mobiliária estatal. Na competição pelos fundos disponíveis na economia, as instituições lançaram-se em pesados programas de informatização de seus serviços, visando diversificar atividades e prestar melhores serviços.

Conforme assinala Puga (1999), após o Plano Real, o governo buscou fortalecer o sistema financeiro nacional por meio de várias estratégias, tais como a criação de incentivos fiscais para as incorporações de instituições, alteração dos limites de capital com o intuito de dificultar a formação de novos bancos e incentivar as F&A's e a criação do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER). Além disso, visando aumentar a competitividade e reduzir o preço de serviços, o governo brasileiro incentivou a entrada de novas instituições estrangeiras a partir de 1995.

Além dos efeitos sobre a eficiência mencionados acima, acreditava-se que os bancos internacionais ajudariam na questão da escassez de capital nacional, permitindo assim que bancos com problemas em seu patrimônio conseguissem se capitalizar mais facilmente. A partir de 1995 a concentração bancária aumentou continuamente – os 20 maiores bancos possuíam 76% dos ativos em 1994 e 88% em 2000 (CHIMARA, 2009).

A significativa redução do número de instituições bancárias a partir de 1995, assim como as mudanças na composição do controle acionário e no tamanho dos bancos, chamam a atenção para as possíveis perdas de bem estar geradas pela concentração de mercado neste setor da economia. Segundo Carletti e Hartmann (2002), os bancos são considerados como um caso especial em questões concorrenciais por serem os responsáveis por grande parte do patrimônio de muitos indivíduos e por serem mais vulneráveis já que estão sujeitos a riscos sistêmicos, crises de liquidez e corrida aos bancos (retiradas súbitas). Outro fator que contribui para que os bancos sejam um caso especial de concorrência é que uma falência bancária tem custos sociais bastante elevados. Sendo assim, para o setor bancário existem diversas medidas regulatórias inexistentes em outros setores da economia.

2.4 Antecedentes Empíricos de F&A's no Setor Bancário Brasileiro

Analisando 17 aquisições realizadas por três bancos entre 1997 e 2003, Brito, Batistella e Famá (2005), constataram que os retornos anormais positivos não foram significativamente superiores aos retornos anormais negativos, não levando, portanto, ao aumento da riqueza dos acionistas das instituições adquirentes pesquisadas.

Guzmán (2002) analisando 33 processos de F&A's ocorridos entre 1996 e 2000, não encontrou evidência de que resultaram em ganhos significativos no desempenho operacional de bancos comerciais e múltiplos do mercado brasileiro.

Bastos e Britto (2004) destacam que a entrada do capital estrangeiro no setor bancário brasileiro via processos de F&A's mudou o perfil do setor, modernizando-o, com maior variedade de produtos e serviços, mas, tornando-o mais concentrado e desnacionalizado.

Araújo *et al.* (2007) analisaram o impacto das F&A's na rentabilidade de instituições bancárias privadas adquirentes (nacionais e estrangeiras), ocorridos entre 1995 e 2004, constatando que elas não impactaram nos retornos (ROA e ROE) dos bancos adquirentes.

3. METODOLOGIA

3.1 Delineamento da Pesquisa

Esta pesquisa é descritiva por ter como objetivo principal identificar e interpretar o impacto de um evento corporativo sobre a rentabilidade, geração de sinergias operacionais e a criação de valor em processos de F&A's do setor bancário brasileiro. Trata-se também, de uma pesquisa quantitativa, baseada em dados secundários. Foi utilizada a técnica de pesquisa *ex-post-facto*, pois foram analisados fatos ocorridos no passado, após as variáveis terem interferido sobre o objeto de pesquisa, não sendo possível a interferência do pesquisador sobre as variáveis analisadas (COOPER e SCHINDLER, 2003).

A pesquisa é também do tipo *cross-section*, por ter um mesmo conjunto de instituições bancárias brasileiras de capital aberto analisadas em um período específico de tempo de onze anos. Foram analisados processos de F&A's ocorridos após a implantação do plano de estabilização monetária (Plano Real) devido às significativas mudanças do setor, resultante de avanços tecnológicos, a entrada de concorrentes estrangeiros e os ajustes na regulação.

3.2 Dados e Amostra

Foram objetos da pesquisa somente as instituições financeiras bancárias de capital aberto que passaram por processos de F&A's entre janeiro (primeiro trimestre) de 1996 e dezembro (último trimestre) de 2007, cujas ações estavam listadas na BM&FBovespa. Os dados contábeis e as cotações das ações foram obtidos do banco de dados Economática. No cálculo das variáveis foram utilizados dados trimestrais, obtidos de demonstrações financeiras não consolidadas, pois se buscou analisar o impacto da F&A sobre variáveis de determinada empresa e não do conglomerado empresarial a que ela pertence.

Das 252 F&A's ocorridas nesse período no setor bancário brasileiro, foram obtidos dados de 19, realizadas por sete instituições diferentes, obedecendo a duas restrições: 1. ser de capital aberto, com ações listadas na BM&FBovespa; e 2. ser um banco comercial, de investimento ou múltiplo. A primeira restrição se dá devido à necessidade do acesso aos dados financeiros das empresas assim como ao valor de suas ações no período analisado. A segunda restrição se dá na tentativa de homogeneizar a amostra incluindo apenas instituições que exercem função bancária excluindo, as demais. A amostra final é apresentada na tabela 1.

Tabela 1: Amostra Utilizada na Pesquisa

Nº	Adquirente	Adquirida	Data	Nº	Adquirente	Adquirida	Data
1	Bradesco	BCN Credireal - MG	20/01/98 20/01/98	9	Unibanco	B. Bandeirantes B. Fin. Português	22/01/02
2	Itaú S.A.	Banco Francês Brasileiro	20/02/98	10	Sudameris	B. América do Sul	22/01/02
3	Unibanco	Digibens	13/08/98	11	Santander	Bozano Simonsen	08/02/02
4	Santander	B. Noroeste	28/02/99	12	Bradesco	B. Mercantil - SP	26/07/04
5	Unibanco	Banco Uno-Net	16/10/00	13	Itaú S.A.	Bemge	23/03/05
6	Bradesco	Banco Nações	12/12/00	14	ABN Real	Sudameris	13/03/06
7	Itaú S.A.	Banerj	20/07/01	15	Itaú S.A.	Banestado Bank Boston BKB	08/06/07 13/04/07 28/04/07
8	Banco Brasil	BB Financeira	07/10/01	16	Santander	Banespa	20/06/07

Fonte - Elaborada pelos autores.

3.3 Operacionalização da Pesquisa e Hipóteses Testadas

Para analisar o impacto das F&A's, optou-se pela comparação de médias das métricas, a partir da definição do trimestre em que a F&A foi ocorreu, denominado “trimestre 0”. Realizou-se uma comparação agregada (todas as empresas da amostra) das médias de cada métrica nos oito trimestres anteriores com os oito posteriores por meio do teste não paramétrico *Wilcoxon Signed Rank Test*, uma vez que foi constatada a ausência de normalidade das métricas. Os dados do trimestre “0” não foram considerados, servindo de corte temporal. Essa metodologia é similar à adotada nos estudos de Megginson, Nash e Randenborgh (1994) e Pinto Jr. e Iooty (2005). A justificativa para a utilização de dados trimestrais, em um período anterior e posterior de oito trimestres, foi por se acreditar que esse período seria suficiente para a ocorrência de possíveis benefícios ou efeitos negativos provocados pelos novos investimentos. Além disso, foram comparadas também as médias de cada métrica nos quatro trimestres anteriores com os quatro posteriores, na perspectiva de que uma operação de um banco não exerceu influência em outras operações desse mesmo banco, evitando assim, a presença de viés.

Foram testadas três hipóteses relacionadas às variáveis de sinergias operacionais, rentabilidade e criação de valor. Na análise da concentração do setor bancário brasileiro não foi utilizada hipótese.

H₁ - a média das variáveis de criação de valor das empresas financeiras que passaram por processos de F&A's não sofreu mudanças significativas após união.

H₂ - a média das variáveis de rentabilidade das empresas financeiras que passaram por processos de F&A's não sofreu mudanças significativas após união.

H₃ - a média das variáveis de sinergias operacionais das empresas financeiras que passaram por processos de F&A's não sofreu mudanças significativas após união.

3.4 Variáveis

O Quadro 2 apresenta a forma de cálculo e os pressupostos teóricos, bem como a fonte teórica e operacional de cada variável. No cálculo do valor de mercado das ações ON e PN, foram utilizadas cotações não ajustadas a proventos, multiplicadas pelo total de cada ação, excluindo-se as ações em tesouraria. Os dados contábeis foram referentes ao respectivo trimestre e a cotação das ações corresponde ao preço de fechamento do último dia de negociação de cada trimestre. Em caso de ausência de informação para as ações ordinárias, foi utilizada uma aproximação pela cotação das ações preferenciais, que apresentam maior liquidez em relação àquelas no mercado brasileiro.

O *q de Tobin* é considerado uma *proxy* do valor da empresa, sendo baseado no valor de mercado das ações. Se o esse valor for maior que o custo de reposição ($q > 1$), indica que o investimento está gerando retorno; se ($q < 1$), ocorre o contrário. Dessa forma, o investimento fixo seria uma função crescente da relação “*q*”. Neste artigo foi utilizada a fórmula de cálculo proposta por Chung e Pruitt (1994) que, na pior das hipóteses explica 96,6% dos valores do *q de Tobin* original, proposto originalmente por Lindenberger e Ross (1981), apresentada por Famá e Barros (2000).

A variável *Market-to-book ratio (M/B)* relaciona o valor de mercado corrente da ação com o valor contábil do capital próprio constante do Balanço Patrimonial, sendo o primeiro valor constituído pela multiplicação do preço de mercado das ações (ON e PN) pelas suas quantidades detidas pelos acionistas em um determinado dia. Quanto maior o valor de mercado relativo ao valor patrimonial, maior será a criação de valor.

Além dessas duas variáveis, foram utilizadas medidas tradicionais para se identificar o impacto das F&A's sobre a rentabilidade: Retorno sobre o Ativo (ROA) e Retorno sobre o

Patrimônio Líquido (ROE) e de criação de sinergias operacionais, a Margem Bruta (MB), Margem Operacional (MO) e Margem Líquida (ML).

As métricas utilizadas para mensuração das sinergias operacionais, da melhora na rentabilidade e a criação de valor nas F&A's analisadas, são resumidas no quadro 2.

	Métrica	Sigla	Fórmula*	Interpretação Teórica	Fonte Teórica
Criação Valor	<i>Q de Tobin</i>	<i>QT</i>	$QT = \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{AT}$	Proporciona uma medida do valor criado pela gestão da empresa. Quanto maior, maior o valor criado.	Famá e Barros (2000)
	<i>Market-to-book ratio</i>	<i>M/B</i>	$M/B = \frac{\text{Valor de Mercado da Ação}}{\text{Valor Contábil do PL}}$	Fornece uma medida de avaliação da perspectiva e do desempenho em longo prazo da empresa.	Kayo (2002)
Rentabilidade	Retorno sobre o Ativo	ROA	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Expressa a eficiência global da empresa na geração de lucros por meio de sua estrutura de ativos.	Assaf Neto (2010)
	Retorno sobre o PL	ROE	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{(\text{PL} - \text{Lucro Líquido})}$	Reflete o retorno gerado pela empresa relativo ao capital investido pelos acionistas.	
Sinergias Operacionais	Margem Bruta	MB	$MB = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}}$	Indica se as empresas tiveram economias de escala com a F&A. Proporciona uma medida do controle da estrutura de custos.	
	Margem Operacional	MO	$MO = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Receita Líquida}}$	Sinaliza se as empresas apresentaram economias de escala com o maior porte e poder de mercado que passaram a ter.	
	Margem Líquida	ML	$ML = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$	Sinaliza se as empresas melhoraram sua eficiência operacional, gerencial e financeira, aumentando o % do lucro líquido em relação à receita.	

VMAO: valor de mercado de ações ordinárias; VMAP: valor de mercado de ações preferenciais; DIVT: valor contábil da dívida total, sendo = passivo circulante + exigível a longo prazo + estoques - ativo circulante; AT: ativo total da empresa; PL: Patrimônio Líquido.

QUADRO 2: Síntese das métricas de criação de valor, rentabilidade e sinergias operacionais da pesquisa.

Fonte: Compilado pelos autores.

O *Herfindahl-Hirschman Index (HHI)* é um indicador frequentemente utilizado para medir o nível de concentração de um mercado, sendo definido, no caso do setor bancário, por:

$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2 \quad \text{[Equação 1]}$$

Sendo, s_i^2 = quadrado da participação de mercado de determinada variável (no caso bancário, depósitos a vista, ativos totais ou operações de crédito).

Segundo Silva e Moraes (2006), o *HHI* avalia o grau de concentração do mercado, sendo calculado por meio da soma dos quadrados dos *market shares* individuais das firmas participantes desse mercado, tendo a vantagem de refletir a distribuição do tamanho das firmas, posto que o peso conferido àquelas com elevado *market share* é maior do que aquele relativo àquelas com baixo *market share*. Portanto, o *HHI* baseia-se na participação de cada firma no total do mercado. O índice varia entre 0 e 1, sendo que quanto mais próximo de zero, maior é o grau de participação das firmas no mercado e quanto mais próximo de 1, maior a concentração. O *HHI* menor do que 0,1 indica um mercado não concentrado, enquanto, se *HHI* estiver entre 0,1 e 0,18 é indício de que o mercado opera em concorrência monopolística e, por fim, se *HHI* maior do que 0,18 existe a presença de monopólio.

Nesta pesquisa, o *HHI* foi calculado com base em três variáveis: tamanho do ativo (AT), montante de depósitos à vista (D) e operações de crédito (C). A análise foi feita

anualmente entre 1996 e 2010 (julho). Trabalhou-se com um período maior para esta variável por ser ela distinta das demais e porque sua análise não prescindia de um período posterior ao evento, como nas demais.

3.5 Procedimentos Estatísticos

Visando identificar o impacto das F&As estudadas no que se refere à criação de valor, sinergias operacionais e rentabilidade nas empresas da amostra foram feitos testes de diferença de médias de cada uma das variáveis descritas na seção anterior, utilizando-se o *Wilcoxon Signed Rank Test*, que analisa a hipótese:

$$H_0 = \mu_1 - \mu_2 = 0 / H_0 = \mu_1 = \mu_2 \text{ [Equação 2] } \text{ ou } H_1 = \mu_1 - \mu_2 > 0 / H_0 = \mu_1 \neq \mu_2 \text{ [Equação 3]}$$

Trata-se de um teste aplicável a estudos de pares equiparados, quando a distribuição não é normal, mas exige que seja contínua. Trabalha-se com as diferenças (com sinal) dos pares, testando se podem ser encaradas como uma amostra aleatória de uma população com $\mu = 0$ (MOORE, 2005).

As etapas para aplicação do teste de *Wilcoxon* são: a) calcular a diferença entre os pares das amostras; b) colocar as observações em ordem crescente; c) atribuir postos às mesmas, ordenando-as da menor para a maior, em que o posto referente a cada qual é a sua posição na ordem criada, iniciando-se do posto 1 para a menor. Aos valores iguais, é dada a média de seus postos e as diferenças nulas são eliminadas antes desse ordenamento; d) calcular a soma dos postos (W^+) das diferenças positivas ou negativas, pois esta é a estatística

de teste. Assim, a estatística de W^+ , é o somatório dos postos das diferenças: $W^+ = \sum_{j=1}^s T_j$, em

que os $T_j = \text{sinal do } valor_j \times \text{número de ordem do } valor_j$, e ele rejeita a hipótese nula de não haver diferenças sistemáticas nos pares, se o W^+ apresentar-se distante de sua média. O W^+

possui média: $\mu_{W^+} = \frac{n(n+1)}{4}$, e desvio padrão: $\sigma_{W^+} = \sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}$. Dessa forma,

calcula-se o W^+ e compara-o a sua média, restando verificar se é estatisticamente significativa. Caso H_0 seja verdadeira, a distribuição de W^+ tende a ser próxima da normal para grandes amostras, e o cálculo do *p-value* é baseado na distribuição normal padrão. Para isso, emprega-se

o resultado de $Z^* = \frac{W^+ - \mu_{W^+}}{\sigma_{W^+}}$ a fim de comparar o Z da normal padrão, ao nível de

significância pré-definido, para aceitar ou rejeitar H_0 .

No teste de significância das médias, rejeitou-se a hipótese nula (equação 2 ou 3), com um nível de significância de 5% ($\alpha = 0,05$). Também foram tecidos comentários quando $0,05 < p\text{-value} < 0,10$, considerando-se indícios da existência de diferenças entre as médias. A preparação da base de dados foi efetuada no *software* Microsoft Excel[®] versão 2007. Os testes estatísticos de significância das diferenças de médias foram realizados com o *Eviews*[®] 6.

4. RESULTADOS

4.1 Resultados para as Variáveis de Criação de Valor

Para as variáveis de criação de valor, *q de Tobin* e *B/M*, os resultados apresentados na tabela 2 sinalizam uma melhora no valor das empresas, pois o *p-value* menor do que 0,01 em todos os testes, leva à rejeição da hipótese de que não existe diferença com significância estatística entre as médias dessas variáveis antes e após a F&A (H_2).

Considerando a diferença de horizonte temporal já mencionada anteriormente, a variável *B/M* apresentou uma diferença significativa entre as médias antes e após o evento nas

duas janelas analisadas: tanto para a de oito, quanto para a de quatro trimestres anteriores e posteriores à F&A. Considerando a janela de oito trimestres (dois anos), a média da variável *B/M* aumentou aproximadamente 66%, passando de 1,34 antes da operação para 2,23 depois da operação; e, um aumento de quase 71%, passando de 1,31 antes do evento para 2,23 depois do evento quando considerada a janela de quatro trimestres (um ano) para mensuração dos efeitos da F&A.

Da mesma forma, a variável *q de Tobin* também se mostrou significativa, ao nível de 1%, para a análise considerando oito e quatro trimestres antes e após a F&A, passando de 0,88 para 1,06; variando quase 21% no primeiro caso, e passando de 0,8 para 1,05 e variando quase 32% no segundo caso.

Esses resultados permitem concluir que as F&A's analisadas, empreendidas por instituições financeiras bancárias, resultaram na criação de valor aos seus acionistas. Cabe salientar que as duas variáveis utilizadas para mensurar a criação de valor aos acionistas refletem o desempenho do mercado de capitais brasileiro sendo possível que parte do efeito positivo apurado pelos testes realizados tenha ocorrido não apenas em decorrência das F&A's empreendidas, mas sim, impulsionados pela forte valorização dos papéis das empresas brasileiras em geral, incluindo aquelas do setor bancário. Pois, é de se esperar que o estágio de crescimento da economia brasileira, ensejado pelo elevado volume de negociação na BM&FBovespa nos últimos anos, bem como a redução da taxa de juros podem ter causado efeitos positivos para essa valorização e, não necessariamente, esta teria acontecido devido ao impacto direto da F&A.

Tabela 2: Resumo dos resultados da comparação de médias das variáveis de criação de valor

Oito Trimestres (2 anos)						
Variável	Média Antes	Média Depois	Variação na Média	Sinal	Resultado	<i>p-value</i>
<i>B/M</i>	1,345614	2,237896	66,31%	+	melhorou	0,001*
<i>q de Tobin</i>	0,876512	1,057894	20,69%	+	melhorou	0,01*
Quatro Trimestres (1 ano)						
Variável	Média Antes	Média Depois	Variação na Média	Sinal	Resultado	<i>p-value</i>
<i>B/M</i>	1,309545	2,239055	70,98%	+	melhorou	0,002*
<i>q de Tobin</i>	0,7998964	1,051875	31,50%	+	melhorou	0,01*

*, **, *** Significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelos autores.

4.2 Resultados para as Variáveis de Rentabilidade

Dentre as variáveis de rentabilidades analisadas, a única que forneceu indícios de melhora (significância a 10%), foi a variável ROE, que passou de 11,42% para 13,46% após o evento (variação de 17,84%), quando considerados oito trimestres antes e após a F&A e, de 12,94% para 13,60% (variação de 5,08%) quando considerados quatro trimestres antes e após a F&A. O ROE é o retorno obtido no investimento do capital dos acionistas da empresa, ou seja, mede o quanto a empresa gerou de lucro líquido proporcionalmente ao seu patrimônio líquido. Sendo assim, um aumento na média dessa variável é positivo para a empresa, e sinaliza sucesso na operação. Dessa forma, os resultados obtidos forneceram apenas indícios de melhora na rentabilidade dos acionistas das instituições financeiras bancárias pesquisadas, em decorrência dos processos de F&A's que empreenderam. Rejeitou H_2 com ressalvas.

Tabela 3: Resumo dos resultados da comparação de médias das variáveis de rentabilidade

Oito Trimestres (2 anos)						
Variável	Média Antes	Média Depois	Variação na Média	Sinal	Resultado	<i>p-value</i>
ROA	0,043283486 (4,32%)	0,048603062 (4,86%)	12,29%	+	melhorou	0,11
ROE	0,1142584 (11,42%)	0,134640841 (13,46%)	17,84%	+	melhorou	0,07***
Quatro Trimestres (1 ano)						
Variável	Média Antes	Média Depois	Variação na Média	Sinal	Resultado	<i>p-value</i>
ROA	0,048797224 (4,87%)	0,050153674 (5,01%)	2,80%	+	melhorou	0,1***
ROE	0,1294569 (12,94%)	0,136035775 (13,60%)	5,08%	+	melhorou	0,09***

*, **, *** Significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelos autores.

4.3 Resultados para as Variáveis de Sinergias Operacionais

Os resultados da análise da comparação de médias das variáveis de sinergias operacionais nos períodos anteriores e posteriores às F&A's estão apresentados na tabela 4. Como pode ser observado, todas as variáveis melhoraram (aumentaram) após o evento em ambas as estimações, tanto para oito, quanto para quatro trimestres anteriores e posteriores ao evento, rejeitando-se, portanto, a hipótese de que a média das variáveis de sinergias operacionais não sofreu mudanças significativas após a F&A (H_3). Tal fato sinaliza a ocorrência de sinergias operacionais entre as instituições financeiras bancárias que empreenderam F&A's, no mercado brasileiro, entre 1996 a 2007. Ponderando-se, entretanto, que somente a variável Margem Bruta (MB) apresentou evidência de aumento na média ($p-value < 0,05$), enquanto que as outras duas variáveis, Margem Operacional (MO) e Margem Líquida (ML), apresentaram apenas indícios de melhora na média após a F&A ($p-value < 0,10$).

A variável MB teve sua média aumentada tanto quando considerados os oito, quanto os quatro trimestres anteriores e posteriores à F&A. No primeiro caso, a MB passou de 20,39% para 33,56% (variação de 64,57%), enquanto no segundo caso, passou de 19,4% para 32,16% (variação de 65,76%), sinalizando que a adoção das F&A's levou, possivelmente, a uma redução dos custos e despesas operacionais (economias de escala), pela eliminação de setores, processos e rotinas redundantes; ou a um aumento na intermediação financeira e, conseqüentemente, das receitas, sem um aumento proporcional dos gastos operacionais (eficiência operacional).

Apesar dos aumentos expressivos nas médias, superiores a 100% em três das quatro estimações, tanto os oito, quanto os quatro trimestres anteriores e posteriores à F&A, as variáveis MO e ML forneceram apenas indícios de que ao empreenderem F&A's, as instituições financeiras bancárias obtiveram sinergias operacionais, sinalizando um aumento nos lucros das instituições após consolidação da F&A, depois de descontadas os gastos operacionais, financeiros e tributários.

As variáveis de sinergias operacionais, por apresentarem variações positivas na média em todas as estimações e significantes estatisticamente a 5% e a 10%, sinalizam uma tendência de melhora e de obtenção de sinergias operacionais nas empresas envolvidas nos processos de F&A's, mas de maneira mais contundente para a Margem Bruta, mostrando a melhora e a preocupação das instituições financeiras em reduzir custos nas suas operações (eficiência operacional), diante de um cenário de aumento da competição, expressivos

avanços tecnológicos, aumento da participação de instituições estrangeiras, e principalmente da redução da margem de ganho com a redução da inflação e das taxas de juros da economia.

Tabela 4: Resumo dos resultados da comparação de médias das variáveis de sinergias operacionais

Oito Trimestres (2 anos)						
Variável	Média Antes	Média Depois	Variação na Média	Sinal	Resultado	<i>p-value</i>
MB	0,20396543 (20,39%)	0,33567499 (33,56%)	64,57%	+	melhorou	0,04**
MO	0,08542785 (8,54%)	0,16833376 (16,83%)	97,05%	+	melhorou	0,06***
ML	0,06533865 (6,53%)	0,13965432 (13,96%)	113,74%	+	melhorou	0,08***
Quatro Trimestres (1 ano)						
Variável	Média Antes	Média Depois	Variação na Média	Sinal	Resultado	<i>p-value</i>
MB	0,194068672 (19,40%)	0,321691918 (32,16%)	65,76%	+	melhorou	0,02**
MO	0,060227794 (6,02%)	0,164628594 (16,46%)	173,34%	+	melhorou	0,05***
ML	0,065373415 (6,53%)	0,132932501 (13,29%)	103,34%	+	melhorou	0,07***

*, **, *** Significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelos autores.

4.4 Resultados para a Análise da Concentração do Mercado

Com a implantação do Plano Real em 1994, foram adotadas pelo governo brasileiro, medidas de incentivos às F&A's no setor bancário visando fortalecer as instituições e evitar a eclosão de uma possível crise sistêmica, que seria motivada devido à insegurança da população em relação à solidez do setor uma vez que medidas macroeconômicas restritivas sobre juros e crédito, somadas à falta de um sistema de avaliação de riscos, começava a provocar efeitos sobre a inadimplência, afetando a contabilidade dos bancos.

No período analisado houve uma substancial diminuição no número de instituições devido às novas condições do mercado no qual se fazia presente um cenário de inflação controlada, o incentivo governamental às operações de F&A's e à reestruturação do setor, com a transferência de bancos públicos para a iniciativa privada. Essa evolução da concentração bancária pós Plano Real evidencia a tendência desse mercado à competição imperfeita (presença de monopólio) no longo prazo, situação que poderá ser atingida pelo setor em um futuro próximo, quando se considera os ativos totais das instituições, conforme se observa no gráfico 1. Na tabela a seguir são apresentados os Índices de *Herfindahl-Hirschman* anuais, a partir de 1994, relativos aos ativos totais (AT), aos depósitos totais (D) e às operações de crédito (C), calculados com base nos dados retirados do site do Banco Central (Bacen).

Tabela 5: Evolução do *HHI* do setor bancário brasileiro – 1994 a 2010*

Ano	HHI Ativos Totais	HHI Depósitos	HHI Crédito
dez/94	0,0743	0,0754	0,0990
dez/95	0,0764	0,0843	0,1000
dez/96	0,0623	0,0964	0,0960
dez/97	0,0823	0,0821	0,1127
dez/98	0,0810	0,0938	0,1351
dez/99	0,0912	0,0995	0,1138
dez/00	0,0830	0,1010	0,0891
dez/01	0,0901	0,1140	0,0844
dez/02	0,1120	0,1334	0,0985
dez/03	0,1280	0,1417	0,1110
dez/04	0,1299	0,1351	0,1060
dez/05	0,1354	0,1383	0,1135
dez/06	0,1234	0,1322	0,1185
dez/07	0,1487	0,1394	0,1138
dez/08	0,1633	0,1455	0,1376
dez/09	0,1734	0,1589	0,1448
jul/10	0,1791	0,1422	0,1499

Fonte - elaborada pelos autores com dados do Sisbacen.

(*) até o mês de julho.

Observa-se pelo gráfico 1, que até 2009, as trajetórias das curvas relativas ao *HHI* ativos totais e *HHI* depósitos à vista são semelhantes e, divergindo a partir de então, quando a primeira indicou uma acentuação do nível de concentração do mercado, caminhando em direção ao monopólio, enquanto que a segunda indicou desconcentração do setor, permanecendo na concorrência monopolística (devido à essa semelhança, as essas duas curvas serão analisadas em conjunto). Já a trajetória da curva *HHI* operações de crédito, apesar da divergência em relação às outras duas entre 1996 e 2000, comportou-se de maneira similar a elas a partir de então.

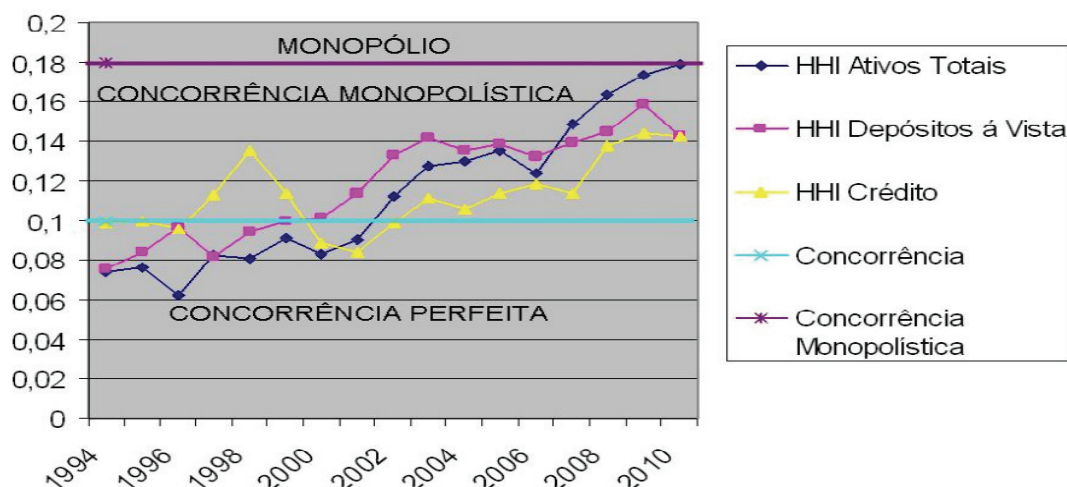


Gráfico 1 - Evolução do *HHI* do setor bancário brasileiro – 1994 a 2010*

Fonte - Elaborado pelos autores com dados do Bacen.

(*) até o mês de julho.

4.4.1 Ativos Totais e Depósitos à Vista

De 1994 a 2001, percebe-se um cenário de concorrência perfeita do setor bancário brasileiro, quando se trata do montante de depósitos à vista e dos ativos totais das instituições, pois, como se pode observar no gráfico 1, o *HHI* se mantém abaixo de 0,1. Nesses termos, o mercado competitivo é caracterizado por um grande número de instituições financeiras no qual nenhuma delas tem vantagem sobre os demais concorrentes. Há certa homogeneidade dos serviços de intermediação financeira, existe livre entrada – barreiras para novos entrantes insignificantes - e um agente, separadamente, não exerce qualquer influência sobre o nível de preços. A partir de 2001 até 2010, o *HHI* varia entre 0,1 até quase 0,18 e consolida sua tendência rumo à competição imperfeita (monopólio), principalmente a curva dos ativos totais, enquanto que a de depósitos à vista continua a operar em concorrência monopolística. Segundo Nakane e Rocha (2010), apesar do nome (monopolística) sugerir baixa competição, essa estrutura de mercado é altamente competitiva. O nome deriva da busca pelas empresas por uma diferenciação de seus produtos e serviços, que permita a elas competirem com produtos únicos e exclusivos, que não podem ser exatamente iguais ao das demais empresas do setor. Nas economias modernas Varian (2003) ressalta que “*a competição monopolística é provavelmente a forma que mais prevalece na estrutura industrial*”. O setor não chega a atuar em uma estrutura monopolística ($HHI < 0,18$ em todo horizonte temporal), caracterizada pela atuação singular de uma única empresa que produz determinado bem e, não existindo nenhum outro bem substituto próximo. No entanto, a trajetória da curva evidencia que essa é a tendência para os próximos anos caso as autoridades de defesa da concorrência, a se citar Cade e Bacen, não imponham limites às possíveis integrações horizontais do setor.

4.4.2 Operações de Crédito

A partir de 1995 a estabilidade inflacionária criou condições favoráveis à expansão do crédito bancário, devido à diminuição do grau de incerteza e riscos. Nos primeiros anos após estabilização econômica, os dois maiores bancos públicos (BB e CEF) representaram 40% do total de crédito concedido refletindo no *HHI* médio de 0,115, maior do que o apresentado nos anos seguintes, e que acusava a presença de competição imperfeita, mais especificamente concorrência monopolística. De 1999 a 2001, houve uma queda significativa na concentração do mercado creditício, relacionada à desvalorização cambial que impulsionou os empréstimos privados diminuindo o elevado *market share* dos bancos públicos em questão: BB e CEF. No final de 2001, o índice de concentração relativo às operações de crédito atingiu o seu menor patamar, em torno de 0,08, indicando que o mercado voltava a atuar em concorrência perfeita. A partir de 1999 a tendência do indicador de concentração *HHI* para operações de crédito foi crescente, mas nunca chegando a caracterizar o mercado como um monopólio. Apesar disso, assim como no caso anterior, destaca-se a importância da ação restritiva das autoridades de defesa da concorrência em se tratando da aprovação de possíveis novas operações de F&A's bancárias, visando sempre a eficiência do setor.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

Na perspectiva financeira, a decisão de uma empresa de se engajar em uma operação de F&A é tida como uma estratégia de investimento que visa expandir, diversificar ou aproveitar oportunidades de investimento, além de representar, uma opção de crescimento empresarial externa, que pode vir acompanhada da obtenção de ganhos de escala, maior eficiência produtiva e de sinergias. Neste trabalho buscou-se identificar se os processos de F&A's empreendidos por instituições financeiras bancárias de capital aberto brasileiras

resultaram em sinergias operacionais, aumento da rentabilidade e criaram valor para os acionistas entre os anos de 1996 e 2007. Foram analisadas 19 operações de F&A's, empreendidas por sete instituições adquirentes. Além disso, empreendeu-se uma análise da concentração do setor por meio do *HHI – Herfindahl-Hirschman Index*.

Os resultados obtidos permitem concluir que as instituições financeiras bancárias brasileiras que adotaram a estratégia de F&A conseguiram gerar valor ao acionista, aumentar sua rentabilidade e obtiveram sinergias operacionais, uma vez que todas as variáveis estimadas apresentaram melhora após consolidação do evento, salientando-se que as de criação de valor forneceram evidências em todas as variáveis e janelas de estimação; das três variáveis de sinergias operacionais, uma forneceu evidências de melhora nas duas janelas de estimação, enquanto que as outras duas foram apenas indícios. O mesmo ocorrendo com as três variáveis de rentabilidade, que também forneceram apenas indícios, mostrando que tais processos beneficiaram as instituições envolvidas e seus acionistas.

É importante salientar que as variáveis *B/M* e *q de Tobin*, que forneceram os resultados mais contundentes dos benefícios das F&A's empreendidas, refletem o valor de mercado das instituições, podem sinalizar não apenas os resultados provenientes dos processos de F&A's, mas também de outros fatores externos às empresas como o desempenho do mercado de capitais brasileiro, que passou por forte valorização no período analisado, levando a um aumento da diferença entre o valor de mercado e os investimentos realizados pelas instituições.

De modo complementar, este trabalho buscou identificar a tendência de concentração de mercado advinda, em partes, das frequentes operações de F&A's. Sabe-se que um mercado operando com a presença de monopólio é menos eficiente (do ponto de vista do consumidor) do que um mercado operando em concorrência perfeita. Portanto, cabe às autoridades responsáveis pela defesa da concorrência decidir sobre a aprovação ou não de novos processos de F&A's. Nesse contexto, este trabalho serve como subsídio às entidades reguladoras, uma vez que constatou tendência à concentração bancária, medida pelo *Herfindahl-Hirschman Index*. No início do período analisado (dezembro de 1996) os *HHI's* relativo aos ativos totais, depósitos bancários e operações de crédito eram de 0,0743, 0,0754 e 0,099, respectivamente e, ao final do período (julho de 2010), tais indicadores passaram para 0,1791, 0,1422 e 0,1499. Tal situação reflete a forte tendência à concentração apesar de que, atualmente, em nenhum dos três aspectos analisados, o mercado bancário esteja operando em uma situação de monopólio, mas sim em uma situação de competição monopolística. Destaca-se, entretanto, que a permanecer essa tendência de concentração do setor, em um futuro próximo talvez o mercado bancário brasileiro passe de concorrência monopolística para um monopólio, segundo esse índice, levando-se em consideração, principalmente os ativos totais das instituições que operam no mercado brasileiro.

Em síntese, as conclusões a que se chegou este estudo apontam resultados positivos para as instituições do setor bancário brasileiro que passaram por processos de F&A's nas três perspectivas analisadas: criação de valor ao acionista, rentabilidade e sinergias operacionais, mostrando que tais processos beneficiam a empresa e seus acionistas. Entretanto, o mesmo não pode ser dito em relação aos consumidores, pois o aumento do poder de monopólio das instituições que restaram operando no mercado, se por um lado, fortalece e caminha na direção da consolidação do setor, por outro, pode resultar em abusos no que se refere a aspectos concorrenciais. Nesse contexto, considerando aspectos macroeconômicos, os resultados relativos à concentração de mercado, aparentemente, apontam perda de eficiência do setor bancário, que saiu do estado de concorrência perfeita em que se encontrava em 1996, ano inicial da pesquisa, e passou a operar em concorrência monopolística e, com forte tendência ao monopólio em 2010. Fica nítido, portanto, o *trade-off* para as autoridades de defesa da concorrência, a se citar o Cade, como controlador, e o Bacen, como fiscalizador, na

análise e aprovação de novas F&A's do setor quando se pondera se a melhoria dos resultados relativos à criação de valor, rentabilidade e sinergias operacionais das empresas supera a perda de eficiência para a sociedade e, a não aprovação de novas operações quando a perda de eficiência no mercado como um todo supera os ganhos institucionais. Notavelmente, tais variáveis são medidas em unidades diferentes e, portanto, impossíveis de serem comparadas de forma direta, via, exclusivamente, ferramentas matemáticas sendo imprescindível então, uma análise econômica mais profunda na decisão de se aprovar ou reprovar novas eventuais operações de F&A's no setor bancário brasileiro.

Enfim, acredita-se que esta pesquisa possa contribuir para uma melhor compreensão, por parte de acionistas, gestores e consumidores, sobre os efeitos das F&A's para o mercado bancário brasileiro, proporcionando argumentos que auxiliem no processo decisório de se utilizar tal estratégia, bem como na análise e aprovação de novos processos por parte das entidades competentes.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, A. F. Análise das estratégias competitivas de quatro bancos sobre diferentes enfoques teóricos. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 1999, Foz do Iguaçu, PR. *Anais...*Rio de Janeiro: ANPAD, 1999.
- ARAÚJO, C. A. G.; GOLDNER, F.; BRANDÃO, M. M.; OLIVEIRA, F. R.; Estratégia de fusão e aquisição no Brasil: evidências empíricas sobre retornos. **Contextus Revista Contemporânea de Economia e Gestão**. v. 5, n. 2, p.7–20, jul/dez/2007.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2010, 726 p.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em maio de 2010.
- BASTOS, F. A. S.; BRITTO, D. P., O processo e fusão e aquisição realizado com capital estrangeiro e seus efeitos sobre o setor bancário brasileiro nos anos recentes. In: SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO, 2004, São Paulo, SP. *Anais...*São Paulo: FEA-USP, 2004.
- BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; FAMÁ, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba (PR). *Anais...*Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração – CPA-USP**, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 17-38, abr./ jun. 2003.
- CAPRON, L.; PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 9, p. 781-94, Sept. 2002.
- CARLETTI, E.; HARTMANN, P. Competition and stability: *what's special about banking?* European Central Bank, **Working Paper**, n. 146, 2002.
- CARNEIRO, D. D.; WERNECK, R. L. F.; GARCIA, M. G. P.; BONOMO, M. A. Strengthening Brazil's financial economy. **Working Paper**, n. 142. Inter-American Development Bank, June, 1993.
- CHIMARA, D. H. **Defesa da concorrência: defesa da concorrência e risco sistêmico no setor bancário**. (2009). IV PRÊMIO SEAE, Brasília, 2009.
- CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v.23, n. 3, p. 70-4, Autumn 1994.
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003. 640 p.

- FAMÁ, R.; BARROS, L. A. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração USP**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. Porto Alegre: Bookman, 2005. 724 p.
- GUZMÁN, X. Z. **Impacto das aquisições e fusões na performance operacional bancária no Brasil**. 2002. 68 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.
- HEALY, P.; PALEPU, K.; RUBACK, R. Does corporate performance improve after mergers? **Journal of Financial Economics**, v. 31, n. 2, p. 135-76, 1992.
- JENSEN, M. Agency costs off free cash flow, corporate finance and take-over. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, May 1986.
- KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco de empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas**. 2002. 110p. Tese (Doutorado em Administração). FEA, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2002.
- KPMG, **Pesquisa de fusões e aquisições: espelho das transações realizadas no Brasil, 2007**. 4º trimestre e acumulado. São Paulo: KPMG. Disponível em http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2007.pdf Acesso 20 fev. 2010.
- KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan. / mar. 1994.
- KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. (org.) **Economia industrial: fundamentos teóricos e práticos no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- LINDENBERGER, E. B.; ROSS, S. A. Tobin's q ratio and industrial organization. **Journal of Business**, v. 54, n. 1, Jan. 1981.
- MEGGINSON, W. L.; NASH, R. C.; RANDENBORGH, M. The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis. **The Journal of Finance**, v. 49, n. 2, p. 391-9, Nov. 1994.
- MOORE, D. S. **A estatística básica e sua prática**. 3. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2005.
- NAKANE, N.; ROCHA, B. Concentração, concorrência e rentabilidade no setor bancário brasileiro: uma visão atualizada, 2010. Disponível em: <http://www.febraban.org.br/> Acesso em: 15/10/2010.
- PAULA, L. F. Determinantes e impactos da recente entrada de bancos europeus no Brasil. **Economia**. Curitiba: UFPR. v. 30, n. 2, p. 35-77, jul./dez., 2004.
- PINTO JR., H. Q.; IOOTTY, M. Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 4, p. 439-53, out./nov./dez 2005.
- PUGA, F. P. Sistema financeiro brasileiro: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade à crise cambial. BNDES. **Textos para Discussão**, n. 68. Rio de Janeiro.
- ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**, v. 59, n. 2, part 1, p. 197-216, Apr. 1986.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. 2. ed., **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.
- SCHERER, F. M; ROSS, D. **Industrial market structure and economic performance**. 3rd ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990. 713 p.
- SILVA, C. A. T.; MORAES, M. C. Concentração do setor financeiro brasileiro após o Plano Real. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo (SP). **Anais...** São Paulo: USP, 2006.
- VARIAN, H. R. **Microeconomia: princípios básicos – uma abordagem moderna**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.