



Resumo Expandido

Título da Pesquisa: Impactos das fusões e aquisições bancárias no retorno das ações: uma aplicação da metodologia de estudo de eventos no período de 1994 a 2009		
Palavras-chave: fusões e aquisições, retorno, bancos, estudo de eventos		
Campus: Ribeirão das Neves	Tipo de Bolsa: PIBITEC	Financiador: IFMG
Bolsista (as): Elaine Plathely e Erica Crizolgo		
Professor Orientador: Gabriel Rodrigo Gomes Pessanha		
Áreas de conhecimento: Administração e Economia.		

Resumo: Para as teorias econômicas e financeiras, o principal objetivo das organizações é a geração e a maximização da riqueza dos seus acionistas. Sendo assim, uma grande parte da literatura das áreas de economia, gestão estratégica e gestão financeira, dentre outras, procuraram investigar os resultados de tais transações, para as empresas envolvidas, os consumidores e para sociedade em geral. Este trabalho procurou analisar o efeito dos anúncios de fusões e aquisições bancárias, na riqueza de seus acionistas no período compreendido entre os anos de 1994 e 2009. Baseando-se na premissa de que o mercado é o melhor avaliador dos benefícios econômicos, gerados por um processo de fusão e aquisição, os resultados dos testes indicam que as F&A, analisadas não proporcionaram aumento na riqueza dos acionistas das instituições adquirentes.

INTRODUÇÃO

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

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

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

Por essa razão, o principal objetivo deste trabalho é analisar a rentabilidade das ações, dos bancos envolvidos em processos de fusão ou aquisição. E com isso, analisar as reações do mercado

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

METODOLOGIA

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

Kothari & Warner (2007) recomendam o trabalho MacKinlay como um padrão de referência para compreensão e realização de estudos de caso. Assim, a metodologia deste trabalho está pautada na metodologia descrita por MacKinlay (1997).

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

Inúmeras são as abordagens utilizadas para o cálculo do retorno normal de um dado ativo. A discussão de todas estas metodologias estatísticas ultrapassaria o âmbito deste trabalho. O modelo de mercado é um dos mais utilizados para estudo de eventos, sendo assim, decidiu-se pela utilização de tal modelo. O modelo geral de mercado é representado por uma regressão linear simples. Segundo Campbell et al. (1997), o modelo estatístico ajustado ao mercado é aquele que relaciona o retorno de um título com o retorno do portfólio de mercado, que neste trabalho é representado pelo índice Bovespa.

O modelo de mercado assume que na ausência do evento, a relação entre os retornos da empresa i e retornos do índice de mercado, permanece inalterado, além disso, o valor esperado do erro é igual a zero. Partindo deste pressuposto, os coeficientes de regressão estimados e o retorno real da empresa, foram utilizados para o cálculo do retorno anormal para cada empresa e cada dia da janela do evento. Este modelo pressupõe normalidade conjunta dos retornos dos ativos, linearidade, estacionaridade, independência dos resíduos em relação ao retorno de mercado e estabilidade da variância dos resíduos.

ANÁLISE E DISCUSSÃO

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

Por outro lado, observa-se uma situação diferente quando se analisa os coeficientes beta. A maioria dos coeficientes estimados apresentou um alto grau de significância (inferior a 1%). A mesma situação pode ser observada nos valores do R^2 , os testes F comprovaram a significância de quase todos os parâmetros estimados. De acordo com a Tabela 1, pode-se observar que os eventos Brad – MSP, Brad – Cid, Brad – BBV, Brad – Mor, Brad – AME e Itau – Int apresentam os maiores coeficientes de determinação (R^2) significativos, tal fato denota o poder de explicação do índice Bovespa para tais séries.

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

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

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

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

Tabela 2 Teste de normalidade para cada um dos bancos.

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

Legenda: *significativo a 1%

**significativo a 5%

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

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

Para a realização do Sign Test, inicialmente foram computados os retornos anormais positivos, para a mensuração da estatística do teste. Por se tratar de um teste não-paramétrico, não houve a necessidade de garantir a premissa de normalidade. A hipótese nula formulada para este teste é de que a quantidades de retornos anormais com sinais negativos e positivos em cada dia são

equiprováveis ($H_0: p = 0,5$) e a hipótese alternativa denota a existência de diferenças na proporção dessas quantidades ($H_1: p \neq 0,5$).

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

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

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

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho procurou analisar o efeito dos anúncios de fusões e aquisições bancárias, na riqueza de seus acionistas no período compreendido entre os anos de 1994 e 2009. Baseando-se na premissa de que o mercado é o melhor avaliador dos benefícios econômicos, gerados por um processo de fusão e aquisição, os resultados dos testes indicam que as F&A, analisadas não proporcionaram aumento na riqueza dos acionistas das instituições adquirentes.

Os resultados demonstraram que o primeiro dia após o anúncio das F&A apresenta um retorno anormal positivo, porém não significativo estatisticamente. O retorno acumulado começa a entrar em declínio após a data zero (ocorrência do evento), porém estes retornos também não apresentaram significância estatística.

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

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

GUJARATI, D. N. Econometria básica. 3. ed. São Paulo: Pearson, 2000.

KOTHARI, S. WARNER, J. B. Econometrics of event studies. In: ECKBO, B. E. Handbook of corporate finance. Hanover : Center for Corporate Governance Tuck School at Dartmouth, 2007. v. 1. p. 3-36.

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

NEARY, P. Cross-Border mergers as instruments of comparative advantage. Oxford: University College Dublin and CEPR, 2004.

WOOD JÚNIOR, T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil. Revista de Administração de Empresas Executivo, São Paulo, v. 2, n. 4, nov. 2003/ jan 2004.