

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS – FACE
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

Atividade de Fusão e Aquisição Bancária e a Vulnerabilidade na Crise Financeira
do *Subprime*

Rafael Manoel de Oliveira

GOIÂNIA - 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS - FACE
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

Atividade de Fusão e Aquisição Bancária e a Vulnerabilidade na Crise Financeira
do *Subprime*

Rafael Manoel de Oliveira

Prof. Ms. Daiana Paula Pimenta

Trabalho de Conclusão de Curso,
apresentado à Universidade Federal de
Goiás, no curso de graduação em
Administração, sob orientação da
Professora Ms. Daiana Paula Pimenta.

GOIÂNIA - 2013

Ficha Catalográfica

Oliveira, R. M.

Atividade de Fusão e Aquisição Bancária e a Vulnerabilidade na Crise Financeira do *Subprime*/

Rafael Manoel de Oliveira, -- Goiânia: UFG, 2013.

Trabalho de Conclusão de Curso – Universidade Federal de Goiás 2013

1. Fusão e Aquisição. 2. Crise do Subprime. 3. Risco de Falência.

Universidade Federal de Goiás
Pró-Reitoria de Pesquisa e Pós-Graduação
Sistema de Bibliotecas - Biblioteca Central
Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia
Campus Samambaia – Caixa Postal 411 74001-970 Goiânia-GO
Fone (62) 3521-1183. Fax (62) 3521-1396

TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR AS MONOGRAFIAS ELETRÔNICAS NO REPOSITÓRIO INSTITUCIONAL DE MONOGRAFIAS DA UFG – RIUFG

1. Identificação do material bibliográfico monografia:

Graduação Especialização

2. Identificação do Trabalho de Conclusão de Curso

Autor (a):	Rafael Manoel de Oliveira
E-mail:	mdeoliveira.rafael@gmail.com
Seu e-mail pode ser disponibilizado na página? <input checked="" type="checkbox"/> Sim <input type="checkbox"/> Não	
Título:	Atividade de Fusão e Aquisição Bancária e a Vulnerabilidade na Crise Financeira do <i>Subprime</i>
Palavras-chave:	Bancos; Fusões e Aquisições; Crise do <i>Subprime</i> ; Risco de Falência.
Título em outra língua:	M&A Activity and the Vulnerability in Subprime Crises
Palavras-chave em outra língua:	Bank; Merger and Acquisition; Subprime Crises; Failure risk.
Data defesa: (19/12/2013)	
Graduação/Curso Especialização:	Administração
Orientador (a):	Professora Ms. Daiana Paula Pimenta

DECLARAÇÃO DE DISTRIBUIÇÃO NÃO-EXCLUSIVA

O referido autor:

- a) Declara que o documento em questão é seu trabalho original, e que detém prerrogativa de conceder os direitos contidos nesta licença. Declara também que a entrega do documento não infringe, tanto quanto lhe é possível saber, os direitos de qualquer outra pessoa ou entidade.
- b) Se o documento em questão contém material do qual não detém os direitos de autor, declara que obteve autorização do detentor dos direitos de autor para conceder à Universidade Federal de Goiás os direitos requeridos por esta licença, e que esse material cujos direitos são de terceiros está claramente identificado e reconhecido no texto ou conteúdo do documento em questão.

TERMO DE AUTORIZAÇÃO

Na qualidade de titular dos direitos do autor do conteúdo supracitado, autorizo a Biblioteca Central da Universidade Federal de Goiás a disponibilizar a obra, gratuitamente, por meio do Repositório Institucional de Monografias da UFG (RIUFG), sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei nº 9610/98, o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou *download*, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data, sob as seguintes condições:

Permitir uso comercial de sua obra? () Sim (X) Não

Permitir modificações em sua obra?

() Sim

() Sim, contando que outros compartilhem pela mesma licença .

(X) Não

A obra continua protegida por Direito Autoral e/ou por outras leis aplicáveis. Qualquer uso da obra que não o autorizado sob esta licença ou pela legislação autoral é proibido.

Local e data Goiânia, 19 de janeiro de 2014

Rafael Manoel de Oliveira

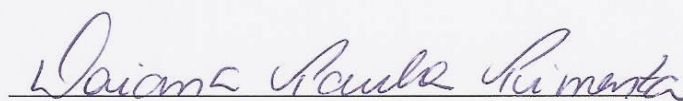
Assinatura do Autor e/ou Detentor dos Direitos Autorais

Termo de Aprovação

Rafael Manoel de Oliveira

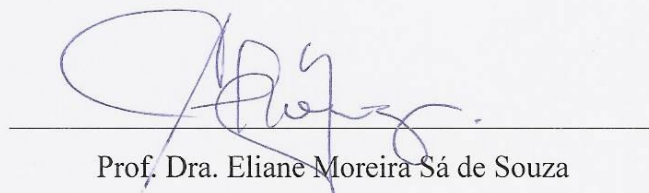
Atividade de Fusão e Aquisição Bancária e a Vulnerabilidade na Crise Financeira do
Subprime.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como exigência para obtenção do título de Bacharel em Administração pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas – FACE da Universidade Federal de Goiás – UFG, sob a orientação do(a) Prof(a). MSc. Daiana Paula Pimenta



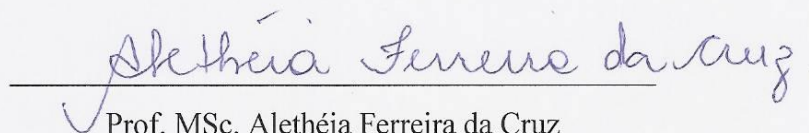
Prof(a). MSc. Daiana Puala Pimenta

Professor(a) Orientador(a)



Prof. Dra. Eliane Moreira Sá de Souza

Membro da Banca



Prof. MSc. Alethéia Ferreira da Cruz

Membro da Banca

À Deus,
Família, Amigos e
Professores.

RESUMO

O objetivo deste estudo foi analisar a influência das fusões e aquisições e da Crise Financeira de 2008 no risco de falência dos bancos, durante o período de 2000 a 2012. O referencial teórico considerou a literatura relacionada ao tema, em especial o estudo de Saqib, Bodt e Lobe (2013), a partir do qual foram propostas hipóteses envolvendo F&A, risco de falência e a Crise Financeira de 2008. Foram utilizadas informações sobre 24 bancos e 82 processos de fusões e aquisições obtidas nas bases de dados do BACEN e da base de dados *Económica*. Para análise, empregou-se o modelo de regressão dos mínimos quadrados ordinários e constatou-se aderência parcial ao modelo teórico utilizado. Não foi possível encontrar nenhuma evidência de qualquer relação estatisticamente significativa entre a atividade de fusão e aquisição e o risco de falência e solvência dos bancos. Porém, foram encontradas evidências em relação à Crise de 2008 e o risco de falências dos bancos.

Palavras-chave: Bancos; Fusões e Aquisições; Crise do *Subprime*; Risco de Falência.

ABSTRACT

The aim of this study was to identify the influence of mergers and acquisitions and the Subprime Crisis in the risk of bank failure, during the period 2000-2012. The theoretical construct considered literature related to the topic, in particular the study Saqib, Bodt e Lobez (2013), from which hypotheses were proposed involving aspects related to the merger and acquisitions, bank failure and, Subprime Crises. We used about 24 banks and 82 mergers and acquisitions obtained in the databases of the Central Bank and the service Económica. For analysis, we used ordinary least squares regression model and found to partial adherence to the theoretical model used. The results did not show any relation between M&A and banking failure. But, evidence regarding the Subprime Crises and the risk of bank failures was found.

Keywords: Bank; Merger and Acquisition; Subprime Crises; Failure risk.

Sumário

1. INTRODUÇÃO	1
1.1. Contextualização	1
1.2. Objetivos	2
1.2.1. Objetivo Geral	2
1.2.2. Objetivos Específicos.....	2
1.3. Justificativa	3
1.4. Estrutura da Pesquisa.....	4
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	5
2.1. Fusões e Aquisições como Estratégia Organizacional.....	5
2.2. Os Processo de F&A	6
2.3. Teorias Motivacionais para as F&A.....	8
2.4. Determinantes das F&A Bancárias.....	11
2.5. Breve perspectiva sobre a pesquisa em fusões e aquisições no Brasil.....	12
2.5. Risco	14
2.6. Crise Financeira do Subprime ou Crise Financeira de 2008.....	16
2.7. Modelo Teórico	18
3. METODOLOGIA.....	21
3.1. Caracterização da Pesquisa	21
3.2. População e Amostra	22
3.3. Método de Coleta de Dados	24
3.4. Variáveis em Estudo e Respectivas Formulações.....	24
3.4.1. Variáveis Dependentes.....	24
3.4.2. Variáveis Independentes.....	25
3.4.3. Variáveis de Controle	26
3.5. Tratamento de Dados.....	26
3.5.1. Testes Preliminares	27

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS.....	30
4.1. Estatísticas Descritivas	30
4.2. Análise das Hipóteses da Pesquisa.....	33
5. CONCLUSÃO	36
6. REFERÊNCIAS.....	37

Lista de Tabelas

Tabela 1: Nome e quantidade de F&A	22
Tabela 2: Sumarização dos dados	30
Tabela 3: Variável dependente - DD.....	33
Tabela 4: Variável dependente – <i>Z-score</i>	34

Lista de Quadro

Quadro 1: Motivos para Fusões e F&A	10
Quadro 2: Hipóteses da Pesquisa	20

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Comportamento do Z-score	30
Gráfico 2: Comportamento do Z-score	31
Gráfico 3: Quantidade de F&A	32

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização

Descobrir informações sobre os efeitos e motivos que levam as organizações a realizarem fusões e aquisições (F&A) constitui-se em um dos temas mais analisados em finanças, de forma que diversas abordagens teóricas têm sido propostas na literatura, desde trabalhos clássicos como Manne (1965), Jensen (1986), Roll (1986) e Berkovitch, e Narayanan (1965), a estudos mais recentes, tais como, McCann (2004), Fung, Jo e Tsai (2009).

Embora reconheça-se a importância das F&A para todos os setores da economia, neste estudo, em particular, foram analisadas as F&A realizadas no setor bancário brasileiro, o qual, nos últimos anos, tem passado por transformações tanto em sua estrutura de mercado como em suas tecnologias, levando-o a se tornar um dos principais sistemas financeiros da América Latina.

Essas mudanças resultaram, em grande parte, do processo de reestruturação bancária, promovido pelo governo em resposta à ameaça de crise no setor ocorrida em 1995, que trouxe insegurança quanto à solidez dos sistemas bancários dos países emergentes. O governo brasileiro reagiu a esse contexto buscando enquadrar o setor bancário brasileiro às recomendações do Primeiro Acordo de Capital do Comitê da Basileia, reestruturando o sistema por meio de liquidações e privatizações de bancos públicos, incentivando a fusão, a incorporação e a transferência de controle acionário de bancos privados e mesmo liquidando alguns deles. Esse ajuste provocou um aumento de F&A bancárias, além da entrada de novas instituições estrangeiras no mercado bancário varejista brasileiro (IPEA, 2006).

Outro momento de importante ameaça ao setor ocorreu em 2008, com a Crise do Subprime (ou Crise Financeira de 2008). Essa crise representou, provavelmente, o caso mais dramático que o sistema financeiro sofreu desde a Grande Depressão de 1929. Os bancos de todo o mundo presenciaram uma descapitalização sem precedentes no mercado. As autoridades públicas foram forçadas a entrar maciçamente em jogo para salvar instituições financeiras e evitar um grande colapso do setor bancário mundial (SAQUIB; BODT; LOBEZ, 2013).

Uma análise das F&A reportada pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais) no período compreendido entre janeiro de 2000 e dezembro de 2006, anterior à Crise *Subprime*, indicou que negociou-se ao menos um valor de R\$ 343 bilhões em patrimônio líquido de empresas-alvo de capital fechado ou aberto no Brasil. Outra pesquisa da mesma instituição, considerando o período entre janeiro de 2006 e dezembro de 2011, durante e após a crise subprime, indicou que as F&A movimentaram, aproximadamente, um valor de R\$ 142,8 bilhões, valor relativamente menor quando comparado ao do período anterior.

Em um ambiente de crise, como em 2008, as autoridades governamentais intervêm no Sistema Financeiro para minimizar as consequências. Essa intervenção ocorre por meio de pressões do governo para que uma instituição em processo de falência seja adquirida por um banco saudável, com o objetivo de diminuir os risco de falência e gerar menos prejuízos à sociedade (RESENDE, 2010).

Pelo exposto, acredita-se que as crises financeiras e atividade de F&A influenciem, em maior ou menor grau, o risco de falências das instituições bancárias. No entanto, durante a revisão bibliográfica para elaboração desta pesquisa, nenhum trabalho que objetivasse identificar tais influências no mercado bancário brasileiro foi encontrado, o que confirma a relevância desta pesquisa.

Este trabalho utilizou como modelo teórico o estudo de Saqib, Bodt e Lobez (2013) que analisaram a atividade de F&A e a vulnerabilidade das instituições financeiras na crise financeira de 2008, por meio do *distance to default* (DD) e do Z-core. Nesta pesquisa utilizou-se como amostra os bancos múltiplos e comerciais de capital aberto classificados a partir da NAICS nível 3.

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo Geral

O objetivo principal desta pesquisa é verificar a influência das F&A e da Crise Financeira de 2008 no risco de falência e insolvência dos bancos. Para tanto, utilizar-se-á como modelo teórico a pesquisa de Saqib, Bodt e Lobez (2013).

1.2.2. Objetivos Específicos

A fim de atender ao objetivo geral, os seguintes objetivos específicos foram formulados:

- Descrever o processo de F&A;
- Descrever a Crise Financeira de 2008;
- Identificar o risco de falência de uma amostra de bancos brasileiros por meio do *distance to default* e o *Z-score*;
- Verificar se as F&A exercem impacto sobre o risco de falência dos bancos brasileiros;
- Verificar se a crise *subprime* exerceu impacto sobre o risco de falência dos bancos brasileiros.

1.3. Justificativa

As crises bancárias ocorridas mundialmente ao longo da história mostraram que a falta de credibilidade bancária e a instabilidade do sistema financeiro geram enormes custos financeiros e sociais. De fato, quando bancos se tornam insolventes seus impactos geram dificuldades financeiras em toda a população, visto que pessoas físicas e pessoas jurídicas confiam seus recursos a estas instituições (ALVES *et al.*, 2009).

Uma das medidas de caráter preventivo adotadas pelo Banco Central em 1995, para minimizar as consequências foi o Programa de Estímulo à Reestruturação, que tinha como finalidade fortalecer o sistema financeiro nacional por meio de F&A de bancos no Brasil.

Em 2008 com a Crise do *Subprime*, essa estratégia de F&A para fortalecer e estabilizar o sistema financeiro nacional foi posta a prova. A Crise do *Subprime*, uma crise bancária que ocorreu no centro do capitalismo, e atingiu o sistema financeiro de praticamente todas as regiões do mundo, colocando em risco a saúde financeira de várias instituições.

Diante disso, torna-se importante entender o comportamento e as estratégias das instituições quando se deparam com uma crise do porte da de 2008, bem como entender os riscos a que elas ficaram expostas.

Além disso, não foi encontrado nenhum trabalho que tenha um tema similar a este com foco no Brasil, fazendo com que este estudo seja importante para criar uma discussão de maior profundidade na academia.

1.4. Estrutura da Pesquisa

A primeira parte do trabalho é constituída pela introdução, que visa mostrar a contextualização da pesquisa, bem como o problema de pesquisa, os objetivos geral e específicos e a justificativa.

Após a introdução, o trabalho segue com o referencial teórico, que visa dar um suporte de conteúdo para a parte prática. Os principais tópicos do referencial são: Estratégia; Processo de aquisição; Teorias motivacionais para as F&A; Determinantes das F&A bancárias; Crise financeira de 2008; Risco; e também o modelo teórico e as hipóteses da pesquisa.

Por fim, são apresentados os aspectos metodológicos da pesquisa, bem como a análise e as conclusões.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Fusões e Aquisições como Estratégia Organizacional

O termo “estratégia” teve sua origem na Grécia Antiga, significando inicialmente “arte do geral”. Na evolução do termo, ele passou por diversas conotações militares até evoluir para o que é conhecido hoje no âmbito do conhecimento administrativo (CARMARGOS; DIAS, 2003)

Segundo Camargos e Dias (2003) não existe um conceito único e definitivo para estratégia. Com isso, para que não se fique preso a uma única versão, apresentar-se-á uma pequena compilação de conceitos.

Ansoff e McDonell (1993) definem estratégia como um conjunto de regras para a orientação e tomada de decisão de uma organização, as quais definirão os meios para se atingir os objetivos que a empresa pretende alcançar.

Serra (2004) diz que a estratégia empresarial é um conjunto de meios que uma organização utiliza para alcançar os objetivos. Tal processo envolve decisões que definem os produtos e os serviços para determinados clientes e mercados e a posição que a empresa se encontra frente a seus concorrentes.

Thompson JR. e Strickland III (2000) definem estratégia como sendo um conjunto de abordagens comerciais e mudanças competitivas que os gestores utilizam para melhorar o desempenho da empresa e para reforçar a posição da organização no mercado. Meirelles *et al.* (2001) definem estratégia como a disciplina da administração que se ocupa da adequação da organização ao seu ambiente.

Segundo Jauch e Glueck (1980), estratégia é um plano unificado, abrangente e integrado relacionando as vantagens estratégicas com os desafios do meio envolvente.

Atualmente, uma importante estratégia que está sendo utilizada pelas organizações para atingir seus objetivos é a combinação estratégica. Para Barros (2003), existem diferentes tipos de combinações estratégicas entre as empresas que variam de *network* relativamente informal até a aquisição, com desaparecimento completo de uma delas. Cada tipo de relacionamento exige investimentos de vários níveis, tem formato legal específico e, sobretudo, causa fortes impactos nas pessoas.

Para Barros (2003), as principais combinações estratégicas são:

- Licenciamento: venda de serviço com relacionamento entre empresas;
- Aliança estratégica: esforço entre duas ou mais empresas concorrentes, para chegar a um objetivo em comum;
- Parceria: esforço entre duas empresa, fornecedores ou clientes, para chegar a um objetivo em comum;
- *Joint venture*: duas ou mais empresas reúnem-se para criar uma nova empresa, com governança e cultura própria;
- Fusão: união de duas ou mais empresas, que deixam de existir para a formação de outra;
- Aquisição: aquisição das ações de uma empresa por outra.

Como o foco neste trabalho são apenas em F&A, somente estes conceitos serão aprofundados nos próximos tópicos. Ressalta-se que, embora reconheça as diferenças nos processos de F&A, para a área de finanças essa diferença não é tratada com o mesmo rigor que no âmbito legal. Então, neste trabalho, utilizando como respaldo a literatura (Akhigbe *et al.*, 2004; Díaz & Azofra, 2005; Pasiouras *et al.*, 2011), F&A referem-se às combinações estratégicas que resultam no controle acionário de outra empresa.

2.2. Os Processo de F&A

Para Carvalho (2007) as F&A visam a compra total ou parcial de outras empresas. Ainda segundo a autora, a principal caracterização das F&A é a versatilidade, visto que as empresas poderão aumentar seu portfólio, clientes e seguimentos, bem como melhorar sua suas plataformas operacionais e tecnológicas.

Nos processos F&A o patrimônio de uma empresa ou mais é transferido para a empresa incorporadora. Os acionistas da empresa incorporada deixam de fazer parte da nova empresa integrada (CARVALHO, 2007).

Para Camargos e Barbosa (2003) a F&A de uma empresa pode ocorrer por meio de compra de ações ou ativos. Esse pagamento pode ocorrer em dinheiro, títulos ou ações.

Pereira (2007) diz que para cada F&A há uma estratégia implícita ou explícita. O autor ainda argumenta que não é a aquisição que da certo ou errado, sim a estratégia utilizada. Para

Ketelaars (2012), em uma aquisição as duas companhias podem continuar existindo em conjunto, podendo, ou não, atuar em mercados diferentes.

Barros e Cançado (2003) consideram como F&A a compra do controle acionário de uma empresa por outra, sendo que a empresa comprada deve desaparecer legalmente. Os atores ainda argumentam que as etapas que caracterizam o processo de aquisição ocorrem de maneira contínua e interdependente, essas etapas são: *due diligence*, negociação e integração, os quais serão mais detalhados a seguir.

O processo de F&A inicia-se na intenção de compra, quando feitas as análises e levantamentos financeiros sobre a empresa alvo (BARROS; CANÇADO, 2003). Essa etapa é conhecida como *due diligence*. Segundo Perez e Famá (2004) os procedimentos de *due diligence* são efetuados como forma de obter informações que podem afetar o fluxo de caixa e o valor da empresa.

Raupp e Warken (2011) dizem que a *due diligence* consiste em fazer uma revisão de informações financeiras e até mesmo de recursos humanos, com o intuito de avaliar e confirmar as oportunidades e os riscos envolvidos no negócio. Os autores ainda argumentam que essa etapa permite ao comprador o acesso de informações sobre a empresa adquirida, colocando-a em uma posição de vantagem, pois ela terá a chance de conhecer o negócio com profundidade, antes de concluir a operação.

Essa etapa, não é importante apenas para a empresa compradora. A empresa vendedora ao contratar uma *due diligence* pode antecipar problemas e prever soluções; ter maior conhecimento sobre o funcionamento dela mesma, como entender a gestão administrativa e contábil; conhecer o ambiente de controles internos; auxiliar na formação do preço de venda; e fornecer dados para planos de pós-aquisição (RAUPP; WARKEN, 2009).

A segunda etapa do processo é a negociação, a qual se caracteriza pela elaboração de um plano de pré-fechamento da aquisição. Nesse momento há o esclarecimento dos motivos que tenham ficado ambíguos. Normalmente, é designada uma equipe para a elaboração de um plano de fechamento de negócio. Esse plano deve conter a estrutura organizacional e hierárquica, a composição do time de integração e o cronograma de ações, bem como críticas do processo de aquisição e o aprofundamento das questões (BARROS; CANÇADO 2003).

Nunes e Vieira (2008) dizem que a etapa de negociação é a mais duradoura e estressante. Segundo os autores ela pode ocorrer de forma profissionalizada, quando é dirigida por profissionais experientes; ou de forma personalizada, quando os próprios proprietários fazem a negociação. Para eles o principal desafio dessa etapa é imprimir velocidade ao processo.

Segundo Oliveira, Forte e Aragão (2007) a fase de integração é fundamental para garantir o sucesso das F&A. Tenure e Cançado (2005), dizem que essa etapa deve ser cuidadosamente planejada, devido às divergências de cultura. Baseado no estudo de Barros (2003), os autores retromencionados dizem que há três tipos de aculturação de integração. A primeira é assimilação, nela há uma cultura dominante, observa-se muita mudança na empresa adquirida e pouco na compradora; a segunda é a mescla, na qual há um grau de mudança em ambas as empresas, não havendo um grau de dominância de nenhuma delas; já a terceira forma é a pluralidade, que influencia poucas mudanças em ambas empresas, sendo que as culturas convivem em conjunto.

Málaga (2007) classifica as F&A em três principais tipos, são elas:

- Horizontal: quando a empresa compradora adquire uma empresa que opera no mesmo tipo de negócio, sendo competidoras uma da outra. Esse tipo de aquisição, geralmente é usada para obter ganhos de escala e um aumento no *market share* (KETELAARS, 2012). Assim, a F&A pode aumentar significativamente o poder do mercado de uma empresa, gerando efeitos nocivos para os outros participantes do mercado (governo, consumidores e concorrência) e pode ser contestada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica, CADE, por meio de leis antitruste (MÁLAGA, 2007).
- Vertical: quando a empresa compradora e a comprada estão na mesma cadeia produtiva de operações, relacionando-se como fornecedor-cliente, de forma direta ou indireta. O objetivo desse tipo de aquisição é diminuir os custos de transações externas (KETELAARS, 2012).
- Conglomerados: essas F&A ocorrem quando as empresas envolvidas não são concorrentes, nem tem uma relação de fornecedor – cliente (MÁLAGA, 2007).

Após a caracterização das F&A, entendendo seus conceitos e suas tipologias, apresentar-se-á no próximo tópico os principais motivos para que elas ocorram.

2.3. Teorias Motivacionais para as F&A

Segundo Barros e Cançado (2003) as F&A fundamentam-se na expectativa de que a empresa adquirente se torne significativamente melhor do que a soma das empresas envolvidas. Ainda segundo o autor, as principais razões para tal operação, são a criação de

valor, complementação estratégica para cobrir *gaps*, busca por crescimento de capacidade, ou para impedir que um concorrente faça a aquisição.

Para McCann (2004) a F&A pode ser motivada pela melhoria em eficiência, ou por motivos gerenciais. Motivada pela melhoria em eficiência, tanto os acionistas da empresa alvo quanto o da empresa adquirente, esperam um ganho em desempenho. Em uma F&A motivada por motivos gerenciais, a empresa compradora utiliza a empresa adquirida para extrair valores dos próprios acionistas da firma. Os valores extraídos são práticas gerenciais que são compartilhados entre a gestão da empresa alvo e a da empresa adquirente.

Carvalho (2007) aponta em seu trabalho diversos fatores que motivam as F&A, são eles:

- Hipótese da maximização do lucro: o lucro está diretamente ligado ao valor da empresa. Segundo a autora, a hipótese maximizadora do lucro, pode ser explicada por reações relacionadas com a criação ou incremento do poder de mercado, e com o incremento da eficiência;
- Poder de mercado: com o aumento da quota de mercado, a empresa poderá aumentar seu *market share*. Com o acréscimo do poder de mercado, as empresas envolvidas na aquisição, poderão ter capacidade de influenciar os preços, as quantidades e mesmo a natureza dos produtos ou serviços;
- Eficiência operativa: um dos motivos do processo de aquisição, passa pela melhoria da eficiência. Considerando-se que uma das empresas envolvidas na aquisição é mais eficiente que a outra, haverá uma sinergia e compartilhamento de competências, influenciando positivamente as empresas;
- Eficiência na gestão: a autora salienta que por convicção da parte da empresa adquirente numa gestão mais eficiente dos recursos, a empresa alvo constituiu uma motivação para as F&A;
- Inabilidade dos gestores: quando a gestão da empresa alvo revela-se incapacidade para gerir a empresa, a empresa compradora acredita que pode gerir a empresa de forma mais eficiente, caracterizando, assim, uma motivação para a compra;
- Minimização do risco: com a diversificação de empresas, haverá uma diminuição do risco;
- Crescimento de dimensão: com as F&A, pode ocorrer uma extensão na linha de produtos e uma expansão geográfica.

Outras motivações para ocorrência de F&A são dadas por Camargos e Coutinho (2008) para os quais os motivos para as F&A encontram suporte teórico nos diversos enfoques da teoria da firma, como a Economia dos Custos de Transação de Coase (1937), que explica o surgimento e a existência da firma, a Economia dos Custos de Administração de Alchian e Demsetz (1972) que apresentam os fatores determinantes e limitadores do crescimento da firma e pela teoria de Monopólio que representa as imperfeições do mercado. Além disso, o suporte teórico pode ser obtido nas linhas de pensamento que tratam da separação entre propriedade e controle. Os autores apresentaram algumas das principais razões que levam as organizações a se fundirem ou adquirem outras organizações, conforme observa-se no Quadro 1.

Quadro 1: Motivos para Fusões e F&A

<i>Expectativas Assimétricas</i>	Diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra.
<i>Irracionalidade Individual nas Decisões de Dirigentes</i>	Justificativa hipotética para as fusões, segundo a qual, sob condições de incerteza, os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais.
<i>F&As como uma Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações</i>	Situação presente em firmas com fluxos de caixa livres.
<i>Compensações e Incentivos Tributários</i>	Advindos de créditos tributários, relativos a prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas podem ser compensados em exercícios futuros pela outra firma que venha apresentando lucros.
<i>Custos de Reposição e Valores de Mercado</i>	Situação existente quando os custos de reposição dos ativos de uma firma forem maiores que o seu valor de mercado.
<i>Sinergias Operacionais e Gerenciais</i>	Advindas de possíveis reduções nos custos em função do aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (<i>know-how</i>).
<i>Efeitos Anticompetitivos e Busca do Poder de Monopólio</i>	Advindos de ganhos com o aumento da concentração de mercado e da consequente redução da competição.
<i>Redução do Risco de Insolvência</i>	Advindo da fusão entre duas ou mais firmas com fluxos de caixa sem correlação perfeita (F&As conglomerado e co-seguro).
	Busca a redução da incerteza ambiental por

<i>Controle da Interdependência</i>	meio da fusão com organizações que a empresa é interdependente.
<i>Razões Gerenciais</i>	As F&As podem ocorrer visando o aumento do bem-estar dos diretores das firmas, mesmo que a operação cause impacto negativo no valor de mercado de suas ações, como a substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas firmas.

FONTE: Elaborado a partir de Camargos e Coutinho (2008); Pfeffer e Salancik (2003).

Segundo Pereira (2007), a decisão por F&A pode ser motivada pela necessidade ou vontade da organização realizar novos negócios ou alavancar os já existentes. Apresentado os motivos para as F&A de forma geral, apresenta-se as determinantes que justificam as F&A no setor bancário.

2.4. Determinantes das F&A Bancárias

Considerando as F&A de instituições bancárias e seus determinantes, distintas abordagens teóricas têm sido propostas na literatura, desde trabalhos clássicos como Hannan e Rhoades (1987), Moore (1997), Hadlock, Houston e Ryngaert (1999) a estudos mais recentes, tais como Akhigbe *et al.* (2004), Díaz e Azofra (2005), Correa (2009), Pasiouras *et al.* (2011) e Beccalli e Frantz (2012).

Beccalli e Frantz (2012) afirmam que a maioria dos estudos de determinantes de F&A são baseadas em regressões logísticas e nas investigações das características bancárias específicas.

Moore (1997) relatou que de 1993 a 1996, a participação de mercado do banco, lucratividade e o capital ativo da empresa, eram inversamente proporcionais à probabilidade do banco ser adquirido.

Segundo Beccalli e Frantz (2012) a grande parte dos estudos em determinantes de F&A bancárias usam características como tamanho, lucratividade, liquidez e crescimento do banco. Dando menos ênfase a características que envolvem fatores externos, como regulação e características institucionais.

Em sua pesquisa, Beccalli e Frantz (2012) comprovaram por meio de testes estatísticos que bancos com gestores habilidosos estão aptos a terem mais lucros, e com isso ter mais recursos para fazer F&A. Os bancos que geralmente são alvos das investidas tem como

características: serem menos capitalizados, pois são mais baratos; bancos com menores taxas de liquidez; bancos que tem prejuízos e custos ineficientes também atraem compradores, bem como aqueles que tem um baixo nível de fluxo de caixa. Em contraste, bancos que tem um crescimento rápido, também são prováveis de serem adquiridos. Os compradores acreditam que adquirindo bancos com características negativas, podem criar valor a eles, pelo compartilhamento de suas características, e transformá-los em lucrativos.

Em uma linha alternativa, Evanoff e Molyneux (2009) propõem que existem duas principais determinantes para F&A não relacionadas a uma melhora de lucros bancários. Essas razões são a maximização da própria utilidade dos CEOs em detrimento dos acionistas, incluindo objetivos voltados para a maximização de sua remuneração. A outra razão é a construção de um status “*too-big-to-fall*” que passa mais credibilidade para seus clientes e para o governo.

Em uma visão mais voltada para o mercado brasileiro, Troster (2003, p.10) afirma que as determinantes que contribuíram para as F&A de bancos no período após 1994 no Brasil, foram 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.

Brito *et al.* (2005) dizem que os principais motivadores para as aquisições de bancos são os ganhos de escala e de poder do mercado, pois elas possibilitam a ampliação da base de clientes e do volume de negócios e uma maior diluição dos custos e despesas fixas, principalmente os gastos com pessoal e administrativos.

No Brasil diferentes pesquisadores tem se dedicado a analisar as atividades de F&A utilizando para isso diferentes abordagens. Assim, apresenta-se no tópico a seguir uma breve revisão sobre estas pesquisas.

2.5. Breve perspectiva sobre a pesquisa em fusões e aquisições no Brasil

No início da década passada, Miranda e Martins (2000) conduziram um importante estudo no qual procuraram identificar as principais características dos processos de F&A realizados no país. Na análise de 1162 casos, os autores diagnosticaram que, no final de década de 1990, as transações realizadas concentravam-se principalmente nos setores financeiros (bancos e seguradoras), de alimentação, de bebidas e fumo. Nessas transações

predominavam empresas estrangeiras no papel de adquirentes de países como Estados Unidos, Reino Unido, Holanda e Espanha. Em outra pesquisa, Tanure e Cançado (2005) operacionalizaram um levantamento com executivos envolvidos em operações dessa natureza e identificaram que as aquisições são realizadas por motivos diversos, entre eles aumento de participação de mercado, penetração em novos mercados e ganhos de escala.

Rocha, Iooty e Ferraz (2001) examinaram o desempenho de fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 1990. Os autores recorreram a um painel de 120 empresas adquiridas entre 1990 e 1997 e escolheram rentabilidade do patrimônio líquido e variação da participação de mercado como indicadores do desempenho econômico-financeiro das empresas. As conclusões mais importantes do trabalho referem-se ao comportamento dessas variáveis, uma vez que não foi encontrada evidência de aumento nas parcelas de mercado e na rentabilidade das empresas até dois anos após sua aquisição.

Camargos e Barbosa (2005) analisaram o desempenho econômico-financeiro e a criação de sinergias de 24 empresas brasileiras que passaram por processos de fusão e aquisição entre 1995 e 1999. A análise, operacionalizada em nível agregado, considerou a evolução média de um conjunto de 11 indicadores ao longo de sete anos. Os principais resultados revelaram que as empresas geraram sinergias e apresentaram queda de liquidez no período posterior à união, melhora no perfil de endividamento e na rentabilidade e aumento na dependência de capital de terceiros.

Camargos e Barbosa (2009) estenderam ainda sua pesquisa para o estudo de sinergias operacionais e criação de valor proporcionado por processos de F&A. Os autores examinaram 72 processos de empresas brasileiras realizados entre 1996 e 2004 e encontraram existência de sinergias operacionais nas F&A estudadas após a combinação. Adicionalmente, identificaram mudanças significativas e positivas na média de três variáveis utilizadas como sinalizadoras de criação de valor, o que permitiu concluir que os processos resultaram na maximização do valor de mercado e da riqueza dos acionistas. Em outro trabalho utilizando a mesma base de dados, Camargos e Barbosa (2010) testaram o efeito sobre o valor dos ativos e sobre a rentabilidade. Os autores concluíram que processos de F&A resultaram em sinergias operacionais e gerenciais e levaram a um aumento estatisticamente significativo no valor dos ativos das empresas, embora não tenham se refletido no aumento da rentabilidade.

Pamplona e Rotela Junior (2013) investigaram os ganhos de sinergia em F&A em 29 processos realizados no Brasil entre 2000 e 2007. A pesquisa limitou-se a empresas de capital aberto no país, presentes no mercado de ações, e avaliou os ganhos de sinergia por meio de três técnicas metodológicas. O estudo identificou melhora na situação econômica das

empresas e geração de sinergias gerenciais e financeiras, embora tenha destacado resultados divergentes, que variaram em função da técnica utilizada, e ganhos sinérgicos refletidos em apenas alguns poucos indicadores.

Segundo Tanure e Cançado (2005), o quantitativo de operações de F&A no Brasil é representativo, principalmente quando se considera o contexto econômico de redução de barreiras de entrada ao capital externo, ingresso do país no mercado global e o fim dos monopólios públicos. Nesse sentido, é importante compreender o funcionamento dessas operações, embora o volume de pesquisas empíricas ainda seja reduzido. Camargos e Barbosa (2010), por exemplo, revelam que investigações sobre criação de valor, desempenho financeiro e sinergias nos processos de F&A ainda são escassos e não conseguiram constatar aumento da riqueza de acionistas, nem melhora da rentabilidade em decorrência de F&A.

Pelo exposto, percebe-se que a relação entre as atividades de F&A e o risco das empresas que se envolvem nestes processos ainda são pouco ou quase nada considerados. Deixando uma lacuna que se pretende preencher com esta pesquisa. Assim, antes de se tratar desta relação, especificamente, considera-se relevante apresentar aspectos relacionados à assunção de risco pelas organizações.

2.5. Risco

A noção de risco traduz um estado de incerteza em relação à ocorrência de eventos futuros. Como não se pode prever eventos futuros de forma exata, apenas se pode pensar em termos de probabilidades de ocorrência. Neste sentido, associado a probabilidade de ocorrência de um evento futuro existe um risco de perda ou de ganho futuro (SANTOS, 2000).

Porém, atualmente, a palavra risco é quase sempre concebida de uma forma negativa, acabando com o seu significado neutro (MENDES, 2002). Tendo como bancos o objeto de pesquisa deste trabalho, a literatura financeira sempre utiliza a expressão “risco bancário” para dar a ideia de uma situação de falência ou insolvência de instituições financeiras.

No caso específico de bancos, pode ser considerado risco de falência, a intervenção ou liquidação extrajudicial da instituição financeira por parte do Banco Central (MATIAS, 1999). Janot (2001) aborda em seu estudo que, como qualquer outra empresa, um banco se torna insolvente a partir do momento em que seu patrimônio líquido se torna negativo.

Barros (2008) diz que embora a ideia de falência esteja normalmente associada ao desaparecimento da empresa, antes que isso se suceda, a empresa passa por duas grandes etapas: falência econômica e falência financeira. A falência econômica começa quando a rentabilidade do capital investido está abaixo seu custo de oportunidade. A medida que a falência econômica avança, as receitas começam a ser menores que as despesas, aparecendo saldos negativos. Com a deterioração da falência econômica, a empresa é levada a uma situação de insolvência técnica, entrando na falência financeira. Nesta etapa, a empresa não tem capital disponível para fazer face às suas responsabilidades, conduzindo ao desaparecimento da empresa (BARROS, 2008)

Um dos autores que se dedicaram ao estudo de falência, Hausmann (1996) afirma que quando se busca compreender uma compreender o risco de falência de uma instituição, o foco nas características contábeis é incompleta. O autor afirma que os choques nas instituições bancárias dependerá não só das características dos bancos, mas também do regime macroeconômico e da taxa de câmbio do período.

Por outro lado, Alexandre, Canuto e Silveira (2003), argumentam que características estruturais de um determinado banco é o ponto chave para o estudo do processo de falências. Segundo eles, os fatores macroeconômicos que fragilizam o sistema bancário, afetam todas as instituições de forma indiscriminada, por isso é importante conhecer os microfundamentos de cada instituição.

Nos estudos para a previsão de insolvência de bancos, Corrêa *et al.* (2006) explicam que o conjunto de variáveis que tratam a insolvência é composto pelos indicadores de captação de longo prazo ajustado, captação por *floating*, aplicações em operações de crédito, aplicações em tesouraria, custo de pessoal, rentabilidade do ativo, participação de resultado de tesouraria, *spread*, liquidez geral, e inadimplência. Eles utilizaram uma regressão logística para chegar a esses resultados.

Barros (2008) considera tantos os fatores internos como importantes causas que contribuem para a falência. As causas externas são compostas pelas influências do mercado (procura e concorrência) e por causas políticas como a depressão do ciclo econômico; Crises Financeiras e Sociais; e políticas econômicas do governo. As causas com origem interna, são as estratégias inadequadas; o sistema produtivo ineficiente; endividamento; e o final do ciclo de vida do produto.

Após a caracterização do risco de falência, será apresentado no tópico a seguir a Crise Financeira do *Subprime*, um fator externo, segundo a classificação de Barros (2008) que pode ter sido responsável pela elevação do risco de falência de muitos bancos.

2.6. Crise Financeira do Subprime ou Crise Financeira de 2008

Antes de se abordar de forma mais detalhada a Crise Financeira de 2008, será apresentado, primeiramente, o que vem a ser uma crise financeira.

Segundo Pinto *et al.*(2005), uma crise financeira pode ser definida como um ataque especulativo de uma moeda de um determinado país. Esse ataque especulativo pode resultar em uma grande desvalorização da moeda local e ao não pagamento das dívidas do país. Se os países que mantêm relações com este país, estiverem vulneráveis, haverá o contágio dessa crise.

Bresser-Pereira (2008) diz que uma crise financeira é por natureza uma má alocação de créditos e um aumento da alavancagem. O que faz com que as pessoas não tenham condições de honrar suas dívidas, e em um efeito cascata comprometa uma grande parte das instituições.

Uma crise financeira pode ser consequência de bolhas e exuberância irracional, ou seja, de uma falha dos agentes econômicos em se comportarem de uma maneira racional. Outra explicação para o processo de crise é apresentação de informações assimétricas sobre as situações econômicas, o que gera obstáculos para a eficiência do mercado (GORTON, 2008). Apresentado estes conceitos, segue uma explicação mais detalhada da Crise Financeira de 2008.

No ano de 2007, acompanhou-se na economia mundial um processo de crise cuja extensão não se via desde a Crise de 1929. A crise dos Estados Unidos (EUA) teve um caráter global, justificado pela sua extensão e profundidade com que atingiu outros países (LIMA; MATHIAS, 2009).

A crise de 2008 ocorreu no centro do capitalismo e por motivos diferentes dos apresentados em crises anteriores, como a Crise Asiática (1997) e Argentina (2007), motivada por fatores cambiais e a Crise Russa (1998), motivada pela deficiência de políticas fiscais. Ela foi motivada por concessão de empréstimos hipotecários de forma irresponsável, para credores que não teriam capacidade de arcar com suas dívidas em um dado momento, e por inovações financeiras (BRESSER-PEREIRA, 2009).

Segundo Lima e Mathias (2009), os preços dos imóveis americanos cresceram velozmente nas décadas que antecederam a crise. De 1997 a 2006, o aumento dos preços de imóveis foi de aproximadamente 140%, confirmando o *boom* imobiliário. A valorização, por si só, não representou um problema, mas sim a maneira com que ela ocorreu, impulsionada

pelo crescimento do crédito imobiliário, uma média de U\$\$ 3,01 trilhões em hipotecas emitidas e pelo relaxamento nas garantias desses créditos.

Fazendo um breve histórico de crédito de mercado imobiliário americano, tem-se que tradicionalmente, o banco que emprestava a hipoteca fazia uma análise detalhada da ficha de crédito do candidato a financiamento, examinando sua renda, perspectivas profissionais, etc, de modo com que a capacidade de não pagar um empréstimo fosse reduzida. As pessoas que não conseguiam preencher as condições do banco para uma concessão de crédito eram identificadas como *subprime* (CARVALHO, 2009).

Segundo Carvalho (2009) apesar de o setor *subprime* ter como característica uma população sem renda, sem emprego, sem ativos para dar como garantias, os bancos começaram a ver neles uma oportunidade de ganho. Assim, os bancos inseriram essas pessoas no mercado da seguinte maneira. Os bancos passaram a utilizar cada vez mais modelos estatísticos na análise de crédito, deixando um pouco de lado o juízo mais subjetivo. Esses modelos permitiam calcular a probabilidade de sucesso de um empréstimo por meio de informações quantitativas, tendo como base dados do presente. Com os resultados de emprego crescente ou estável na maior parte do tempo de 1980 à 2006, as pessoas que não tinham um emprego fixo, e que antes eram vistas como um alto risco, passaram a ser vistas por modelos estatísticos de análise de crédito como pessoas conseguiriam um emprego no futuro. Fazendo com que o banco subestimasse o risco de perda de empréstimo envolvido no processo (CARVALHO, 2009).

Porém, era sabido pelos bancos que aquele seguimento tinha sido deixado de fora do mercado por alguma razão. Então, o que os bancos e financeiras fizeram foi disfarçar as hipotecas *subprime*, utilizando um processo chamado de securitização (CARVALHO, 2009).

Com o advento do processo de securitização, as instituições de crédito passaram a transformar suas transações em títulos, e passaram a vendê-las nos mercados secundários. Livrando-se do risco, repassando-o ao comprador dos títulos. Como esses títulos podiam ser transacionais em mercados secundários, todo o sistema foi contaminado (FERREIRA, 2008).

Um grande valor de empréstimos foi feito em hipotecas *subprime*. Quando, em um primeiro momento, os juros dessas hipotecas chegaram ao ponto em que seriam reajustados, houve alguns calotes e os financiadores passaram a repensar a capacidade de pagamento do segmento, diminuindo a oferta de crédito (LIMA; MATHIAS 2009).

Quando grande parte dos tomadores de hipotecas ficaram inadimplentes e pararam de pagar os juros, os investidores que compraram os títulos baseados nas hipotecas perceberam que não teriam um retorno que esperavam. Quando tal percepção se espalhou os investidores

começaram a tentar vender os títulos, mas perceberam que não havia muitos compradores, ficando eles expostos a um risco de liquidez (LIMA; MATHIAS, 2009).

Com a tentativa dos investidores de venderem seus títulos ao mesmo tempo, ocorreu uma grande queda em seus valores, gerando assim, uma crise patrimonial. Os passivos das instituições financeiras começaram a superar seus ativos, gerando insolvência e falindo diversas empresas (LIMA; MATHIAS, 2009).

A crise *subprime*, por ter ocorrido no centro do capitalismo, trouxe consequências negativas para todo o mundo, em menor ou maior escala. A disponibilidade de crédito caiu, e as empresas se viram sem disponibilidade de capital de giro e os consumidores sem créditos para adquirir bens duráveis, deixando em dificuldades empresas de todo o mundo.

Um estudo do IPEA (2010) mostra que um dos instrumentos financeiros para o combate os efeitos da Crise, utilizado pelo Brasil, Estados Unidos, China, entre outros países, foi a indução de F&A das instituições financeiras.

Com a falência de diversas instituições, houve a necessidade de intervenções do governo e pressões para que tais instituições fossem adquiridas por outras. Com o medo e desconfiança das instituições financeiras sobreviventes, elas retraíram seus créditos, fazendo com que a economia parasse de crescer e o índice de desemprego aumentasse (LIMA; MATHIAS, 2009).

Com o intuito de se analisar essa relação entre a falência das instituições, o processo de F&A e a Crise do *Subprime*, apresenta-se no próximo tópico trabalho de Saqib, Bodt e Lobe (2013) que será utilizado como modelo teórico para esta pesquisa.

2.7. Modelo Teórico

A construção do modelo teórico desta pesquisa terá como base o estudo de Saqib, Bodt e Lobe (2013), que a partir de agora serão referenciados como (S, B&L). Estes autores analisaram a atividade de F&A e a vulnerabilidade das instituições financeiras na crise financeira de 2008, por meio do *distance to default* (DD) e do Z-core. A amostra dos autores foi composta por 41 dos maiores bancos europeus que passaram por F&A no espaço temporal de 1990 a 2006.

Serão apresentadas as diversas hipóteses e abordagens estudadas por (S, B&L) a serem aplicados neste estudo. Como o trabalho de (S, B&L) foi feito com bancos europeus, o modelo será adequado para que ele ser usado no contexto brasileiro.

Em sua revisão bibliográfica, (S, B&L) discutiram alguns fatores que podem determinar os riscos bancários, utilizando como variáveis as características das F&A.

A primeira hipótese discutida pelos autores é que as atividades de F&A diminuem o risco bancário. Essa hipótese é construída, a partir dos estudos de Berger *et al.* (1999), Amel *et al.* (2004) por exemplo, que dizem que F&A podem resultar em um sistema bancário mais sólido e estável, por meio de uma melhora de eficiência. Uma série de estudos realizados sobre o assunto mostram que as estratégias de F&A permitem que os bancos consigam os benefícios da diversificação e que impactam seus riscos de solvência e de liquidez.

Por exemplo, Emmons *et al.* (2004) defendem a redução do risco por meio da diversificação de produtos, em vez de expansões geográficas. Da mesma forma, Hughes *et al.* (1999) encontraram um risco de insolvência baixo e maior eficiência para os grandes bancos norte-americanos que se expandiram a nível interestadual. Chionsini *et al.* (2003) fornecem evidências sobre a diversificação do risco de crédito em bancos italianos, utilizando uma amostra de F&A de 1997-2001.

Outros fatores discutidos por (S, B&L) para a construção da primeira hipótese, concentram-se na economia de escala e de escopo. Estudos como os de Berger e Mester (2003) e Hughes *et al.* (2001) sugerem que eficientes economias de escalas e de escopo resultantes da atividade de F&A são encontradas em diversos países europeus. Eficientes economias de escopo bancárias, resultantes da aquisição de bancos ou outras instituições que atuam em diferentes atividades, também são encontradas. Portanto, estabelece-se a primeira hipótese desta pesquisa:

H1: A atividade de F&A diminui os riscos bancários.

Na segunda hipótese testada por (S, B&L) considera que a atividade de F&A aumenta os riscos bancários. Essa hipótese foi construída na perspectiva que as atividades F&A podem elevar o risco individual e sistêmico a outro nível. Além disso, a literatura sugere que a atividade de F&A pode gerar a perigos como o aumento do tamanho e da complexidade dos bancos.

John *et al.* (1991) afirmam que os bancos que adotam a estratégia de F&A meramente para se tornarem “*too-big-to-fail*” (grandes demais para falir), em presença de sistemas de seguro de depósito. A disponibilidade de apoio do governo na forma de seguro de depósito e as políticas de resgate invocam um problema de risco moral, pois a sobrevivência dos bancos torna-se menos dependente da escolha de risco.

De acordo com Stiglitz (2010), se um banco *"too-big-to-fail"* consegue um empreendimento arriscado, ele lucra. No entanto, em caso de falha, contribuinte tem o ônus de tais apostas de risco. Além disso, (S, B&L) argumentam que a aquisição de bancos de investimento por bancos de varejo, podem ampliar a exposição de um risco sistêmico. Surge assim, a segunda hipótese:

H2: A atividade de F&A aumenta o risco bancário.

(S, B&L) testaram uma hipótese complementar a essa que visava verificar se a aquisição de bancos de investimento aumenta o risco bancário. Todavia, esta hipótese não será considerada nesta pesquisa. Pois, para testá-la, os autores criaram duas variáveis que capturam a importância de F&A de bancos de investimento e de varejo, o que não foi possível em função da não consideração de bancos de investimento na composição da amostra deste estudo.

A última hipótese que será testada neste trabalho, tem como marco a Crise Financeira do Subprime. Tendo como modelo o trabalho de (S, B&L), que observaram a tendência das curvas do Z-score e do DD, no período de 2005 a 2008, será feito a mesma análise neste trabalho. Porém, além de ser observado o período anterior à Crise, o período posterior também será observado. Assim sendo, formula-se a seguinte hipótese:

H3: A Crise Financeira do Subprime influenciou positivamente no risco de falência dos bancos.

No Quadro 2 resume-se as hipóteses da pesquisa.

Quadro 2: Hipóteses da Pesquisa

Hipoteses	
Atividade de F&A	H1: A atividade de F&A diminui os riscos bancários.
	H2: A atividade de F&A aumenta o risco bancário.
Crise Financeira	H3: A Crise Financeira do Subprime influenciou positivamente no risco de falência bancária

FONTE: Dados da pesquisa

Na próxima seção será apresentada a metodologia do trabalho.

3. METODOLOGIA

3.1. Caracterização da Pesquisa

Há diferentes modos de explicar os fatos e fenômenos que envolvem o mundo, a ciência como forma de conhecimento, é uma delas. Sendo que a atividade básica da ciência é a pesquisa (ZANELLA, 2006).

A pesquisa é um procedimento racional e sistemático, que em conjunto com técnicas, métodos e outros procedimentos nos permitem encontrar respostas para problemas apresentados. Sendo, portanto, uma importante ferramenta para entender melhor aquilo que se estuda. São vários fatores que motivam uma pesquisa, podemos destacar os de ordem intelectual, e razões de ordem prática (GIL, 2006).

Para Marconi e Lakatos (2010) o desenvolvimento uma pesquisa, compreende seis passos, são eles: seleção do tópico ou problema para a investigação; definição e diferenciação do problema; levantamento de hipóteses de trabalho; coleta, sistematização e classificação dos dados; análise e interpretação dos dados; e relatório do resultado da pesquisa.

Das várias classificações que as pesquisas podem se enquadrar, o presente trabalho pode ser classificado como uma pesquisa básica, o qual busca gerar conhecimentos úteis para o avanço da ciência, sem aplicação prática prevista. (PRANDOV; FREITAS, 2013). Além disso, ele também pode ser classificado com base em seus objetivos gerais, os quais são divididos em três grupos: pesquisa exploratória; descritiva; e explicativa.

Na pesquisa exploratória a finalidade é de ampliar o conhecimento a respeito de um determinado problema. Esse tipo de pesquisa, aparentemente simples, explora a realidade buscando maior conhecimento, para depois planejar uma pesquisa descritiva (ZANELLA, 2006).

A pesquisa descritiva, segundo Prandov e Freitas (2013), é quando é realizada uma descrição dos fatos observados, sem que o pesquisador interfira neles. Essa pesquisa visa descrever as características de uma população ou fenômeno, ou estabelecer relações entre variáveis.

Por fim, a pesquisa explicativa visa explicar os porquês das coisas e suas causas, por meio do registro, da análise, da classificação e da interpretação dos fenômenos observados (PRANDOV; FREITAS, 2013).

Dada às explicações, identificou-se o estudo descritivo como o mais adequado para o desenvolvimento do presente trabalho. A abordagem predominante será estabelecida de

acordo com as premissas da pesquisa quantitativa, pois pretende-se medir relações entre variáveis, partindo de um plano preestabelecido, com hipóteses e variáveis claramente definidas. Procurando medir e quantificar os resultados da investigação, elaborando-os em dados estatísticos (ZANELLA, 2006).

3.2. População e Amostra

Na pesquisa de (S, B&L), o qual serve de modelo teórico, foi utilizada uma amostra composta pelas maiores instituições financeiras da Europa. Para tanto, eles utilizaram a lista fornecida pelo *Thomson Financial One Banker* para identificar as 50 maiores empresas europeias ativas no mercado. Em seguida, os autores juntaram as 17 listas (1990 a 2006), e eliminaram as instituições classificadas erroneamente. O segundo passo foi coletar os bancos que passaram por F&A, a partir dos seguintes critérios: o comprador estava na lista dos 53 bancos identificados na primeira etapa; o tamanho do negócio deveria ser comunicado; a operação deveria estar concluída; e ela deveria ser realizada por um único adquirente. Ao final desse processo, restaram 41 bancos.

Nesta pesquisa, a amostra é composta por todas as instituições financeiras múltiplas e comerciais de capital aberto classificadas a partir da NAICS nível 3, uma classificação setorial internacional estruturada em três níveis, disponível na base econômica, cujos dados trimestrais, de pelo menos três anos sequenciais, estiverem disponíveis, considerando o período de 2000 a 2012. Ao fim destes critérios, obtivemos uma amostra de 24 instituições.

As F&A foram identificadas a partir dos relatórios anuais de evolução do sistema financeiro disponíveis no site do BACEN, totalizando 82 observações. Dentre os 24 bancos analisados, dez realizaram F&A no período analisado, os demais (14) foram considerados como amostra de controle. Apresenta-se o a tabela 1 com o nome dos bancos e com a quantidade de F&A.

Tabela 1: Nome e quantidade de F&A

Instituição	Quantidade de F&A
Banco ABC Brasil S.A	0
Banco Bemge S.A.	0
Banco Benestes S.A.	1

Banco Bradesco S.A.	26
Banco Cruzeiro do Sul S.A.	3
Banco da Amazônia S.A.	0
Banco Daycoval S.A.	1
Banco de Brasília S.A.	0
Banco do Brasil S.A.	8
Banco do Estado de Santa Catarina S.A.	0
Banco do Estado de São Paulo S.A.	0
Banco do Estado de Sergipe S.A.	0
Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A	0
Banco Indusval S.A.	0
Banco Itaú S.A.	19
Banco Mercantil do Brasil S.A.	3
Banco Nordeste do Brasil S.A.	0
Banco Nossa Caixa S.A.	0
Banco Panamericano S.A.	0
Banco Pine S.A.	0
Banco Renner S.A.	0
Banco Santander Meridional S.A.	4
Banco Sudameris S.A.	4
Bando Industrial e Comercial S.A.	0
Paraná Banco S.A.	0
Unibanco S.A.	13

FONTE: Dados da pesquisa

3.3. Método de Coleta de Dados

Segundo Barros e Lehfel'd (2004) a coleta de dados é a fase da pesquisa em que se indaga e se obtém dados da realidade com a ajuda de aplicações de técnicas.

A escolha das técnicas para a coleta de dados decorre do problema e dos objetivos da pesquisa. Em cada pesquisa, há uma situação diferente, ora as informações estão na cabeça das pessoas, em documentos (externos ou internas) ou na observação do pesquisador. O pesquisador deve procurar as informações nos lugares em que elas se encontram (ZANELLA, 2006).

Nesta pesquisa, utilizar-se-á a coleta documental de dados. De acordo com Prandov e Frentas (2013) a coleta documental baseia-se em procurar dados em materiais que não receberam, ainda, um tratamento analítico ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa. Todo documento deve passar por uma avaliação crítica pelo pesquisador, que levará em consideração seus aspectos internos e externos. No caso da crítica externa, serão avaliadas suas garantias e o valor de seu conteúdo.

Serão utilizados para coleta de dados nesta pesquisa a base de dados *econômica*, os documentos que compõem as demonstrações contábeis das empresas estudadas e os relatórios anuais de evolução do sistema financeiro disponíveis no site do Banco Central do Brasil (BACEN), com o objetivo de saber quais empresas foram adquiridas no período.

Sendo assim, os dados serão de origem secundária, ou seja, dados que já foram coletados por outras pessoas, e quem sabe, até analisados, porém de uma forma diferente da que será feita neste trabalho (ZANELLA, 2006).

3.4. Variáveis em Estudo e Respectivas Formulações

3.4.1. Variáveis Dependentes

As duas variáveis dependentes aplicadas neste trabalho serão as mesmas utilizadas por Saqib, Bodt e Lobez (2013), *distance-to-default* (DD) e Z-score. A variável DD por utilizar o valor patrimonial da instituição, pode avaliar o efeito “*to-big-to-fail*”, enquanto o Z-score está livre desta análise.

A primeira variável é a *distance-to-default* (DD). Esta é uma medida do risco de falência dos bancos, criada por Merton em 1974.

$$DD_{i,t} = \frac{\ln\left(\frac{V_{A,i,t}}{X_{i,t}}\right) + \left(\left(\mu_{A,i} - \left(\frac{1}{2\sigma_{A,i}^2}\right)\right) \times T\right)}{\sigma_{A,i} \times \sqrt{T}} \quad (1)$$

Onde $V_{A,i,t}$ é o valor patrimonial da instituição financeira no momento, $X_{i,t}$ é o valor da dívida correspondente, $\mu_{A,i}$ é a taxa de retorno esperada da instituição financeira, a qual será representada pela taxa selic no momento i , $\sigma_{A,i}$ é a variância correspondente, e T é o horizonte de tempo.

Esta análise utilizará, para cada instituição financeira i , a média aritmética dos DD diária estimada durante o período analisado.

$$\overline{DD}_i = \frac{\sum_{t=1}^{254} DD_{i,t}}{255} \quad (2)$$

A segunda variável dependente utilizada será o Z-core, que é um modelo de previsão de falência, podendo ser utilizado para constatar problemas financeiros em empresas. Esta variável também foi utilizada no trabalho de Saqib, Bodt e Lobe (2013).

$$Z_{i,t} = \frac{E(ROA)_{i,t} + \frac{Equit_{i,t}}{Assets_{i,t}}}{\sigma(ROA)_{i,t}} \quad (3)$$

Onde $E(ROA)_{i,t}$ é a média aritmética do retorno sobre os ativos do banco ao longo dos anos t para $t-4$, $\sigma(ROA)_{i,t}$ é do desvio padrão correspondente, e $\frac{Equit_{i,t}}{Assets_{i,t}}$ é o índice de capital para ativos.

Um Z-core e DDi maior indica que o banco tem baixo risco de falência, e um Z-core e DDi menor indica um maior risco de falência.

3.4.2. Variáveis Independentes

Seguindo os passos de Saqib, Bodt e Lobe (2013), mensurar-se-á a intensidade da estratégia de F&A dos bancos pela soma do investimento, dividido pelo valor de mercado do banco. Essa variável servirá para relacionar a intensidade da estratégia de forma geral, com o risco de falência bancária.

$$AquiM\&A_i = \frac{\sum_{k=1}^N Deal\ Size_{i,k}}{MV_i} \quad (4)$$

Onde N é o número de F&A completadas no período de 2000 a 2012. *Deal Size_{i,k}* é o valor do negócio correspondente, e *MV_i* é o valor de mercado do banco.

3.4.3. Variáveis de Controle

Será utilizado neste trabalho um grande número de variáveis de controle. Apresenta-se uma explicação de cada uma delas. Será chamado de (qtd) a quantidade de F&A que ocorreram no período, e de (valor) o valor do investimento das fusões e aquisições.

Os empréstimos (emp) e ativo total (AT) das instituições financeiras estudadas durante o período de 2000 a 2012 servirão para testar a estabilidade dos resultados em relação a atividade de F&A.

O *Market to book* (mtb) é uma variável que medirá a relação entre o valor contábil da instituição e seu valor de mercado. Ela deve captar as diferentes dimensões dos perfis dos bancos que podem potencialmente afetar seu risco.

$$mtb_{i,i} = \frac{VM}{PL} \quad (6)$$

O tempo (t) também será utilizado, ele será medido de forma que o 1 represente o ano de 2000; 2 represente o ano de 2001; e assim sucessivamente, até o número 13 representar o ano de 2012 (último ano estudado). Essa variável servirá para observar o comportamento das variáveis dependentes ao longo dos anos.

A última variável utilizada será chamada de crise, é uma variável *dummy*, onde 1 representa o período posterior de 2007 e 0 o período anterior. Ela mostrará o comportamento das variáveis dependentes no período anterior à crise e no período posterior à crise.

3.5. Tratamento de Dados

Assim que coletados, os dados foram digitados em planilhas do software Microsoft, em formato de painel. Como o objetivo deste trabalho é identificar as determinantes da exposição ao risco de falência dos bancos, será utilizado modelo de regressão pelo método

dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), que segundo Saqib, Bodt e Lobez (2013) é o método que oferece as melhores ferramentas para a boa compreensão das hipóteses desta pesquisa. Esse método proporcionará a percepção dos efeitos *ceteris paribus* da variável independente e das variáveis de controle sobre as variáveis dependentes. Os modelos econométricos assim são definidos:

$$y_1 = \beta_0 + \beta_1 acqm_a + \beta_2 t + \beta_3 at + \beta_4 valor + \beta_5 mtb + \beta_6 crise + \beta_7 qta + \mu \quad (6)$$

$$y_2 = \beta_0 + \beta_1 acqm_a + \beta_2 t + \beta_3 at + \beta_4 valor + \beta_5 mtb + \beta_6 crise + \beta_7 qta + \mu \quad (7)$$

Onde y_1 representa a variável dependente DD, y_2 a variável dependente *Z-score*, β_0 representa o intercepto, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ e β_7 medem a variação em DD e no *Z-score* quando os fatores ligados a eles alteram, considerando que quando um se altera, os outros se mantêm fixos; *acqm_a* representa a de atividade de F&A; *t* representa o tempo; *at* é o valor dos ativos; *valor*, o valor do investimento das F&A; *mtb* representa o *market-to-book*; *crise*, representa o período anterior e posterior a crise e; *qta* a quantidade de F&A.

3.5.1. Testes Preliminares

O primeiro teste feito visou verificar a normalidade dos resíduos. Observa-se neste teste se um conjunto de dados é bem modelado por uma distribuição normal ou não (WOOLDRIDGE, 2006).

A hipótese nula de normalidade dos modelos do *distance-to-default* e do *Z-score* foi rejeitada e os dados foram normalizados, ou seja, os valores foram diminuídos pela média e multiplicados pelo desvio padrão.

O segundo teste realizado foi o teste RESET, proposto por Ramsey (1969). O Teste RESET é um teste geral para erros de especificação que podem ter diversas origens, como variáveis independentes omitidas, forma funcional incorreta, erros de medida em variáveis, erros de simultaneidade e inclusão de valores defasados da variável dependente quando os resíduos têm correlação serial.

A estatística F utilizada no teste RESET do modelo do *distance-to-default* teve como resultado 1,384, com o p-valor igual a 0,783. Portanto, não se pode rejeitar a hipótese nula, ou seja, a especificação é adequada.

Para o modelo do *Z-score* a estatística F utilizada para o teste RESET obteve como resultado 1,415, com p-valor igual a 0,28. Portanto, assim como ocorreu com o teste anterior, não se pode rejeitar a hipótese nula, ou seja, a especificação adequada.

O terceiro e quarto testes preliminares realizados na pesquisa, visaram verificar se havia homoscedasticidade nos modelos. A homoscedasticidade ocorre quando a variância do erro não observável μ é constante, caso contrário, caso contrário ocorre a heteroscedasticidade. Isso quer dizer que em um modelo heteroscedástico a variância dos fatores não-observados que afetam a variável dependente varia com uma variável independente (WOOLDRIDGE, 2006).

Para verificar a homoscedasticidade foram feitos os testes de *White* (detecta formas não lineares) e os teste de *Breush-Pagan* (detecta formas lineares) para a herescedasticidade, utilizando a estatística LM. Nestes testes a hipótese nula é “sem herescedasticidade”. No teste *White* para o *distance-to-default* a estatística LM obteve como resultado 17,84 e o p-valor de 0,27. Para o *Z-score* a estatística LM apresentou um valor de 13,45 e um p-valor de 0,24. Em ambos os casos rejeita-se a hipótese nula, ou seja, para este teste os modelos são homoscedásticos.

No teste de *Breush-Pagan*, a estatística LM para no *distance-to-default* apresentou um valor de 10,63 e um p-valor de 0,22. Para o *Z-score* a estatística LM foi de 13,45 e o p-valor de 0,97. O *distance-to-default* também apresentou-se homoscedástico para este teste, porém o *Z-score* apresentou o problema de heteroscedasticidade.

Apesar da presença de herescedasticidade no *Z-score*, Wooldridge, (2006) diz que isso não provoca viés ou inconsistência nos estimadores do MQO.

Outro teste realizado foi o Teste de Chow, que é um teste F para determinar se a estabilidade estrutural do modelo se mantém ao longo do tempo em que se obtém informações de suas variáveis. Nesta pesquisa, foram usados dois grupos, que referem-se à variável tempo que foi usada com uma *dummy*. A hipótese nula do Teste de *Chow* é “sem falha estrutural”.

Em relação ao *distance-to-default* a estatística F para o Teste de *Chow* apresentou um valor de 2,86 e um p-valor de 0,12, ou seja, não podemos rejeitar a hipótese, este modelo está adequado. Em relação ao *Z-score*, a estatística F obteve 3,91 de resultado, com um p-valor de 0,07, este modelo apresenta falha estrutural, ou seja, a estabilidade estrutural do modelo não se manteve ao longo do tempo.

O último teste realizado diz respeito aos fatores de inflacionamento da variância (VIF). Quando os valores apresentam-se maiores do que 10, isso pode indicar um problema

de colinearidade. Três das variáveis apresentaram-se como fatores para inflacionamento da variância, a variável tempo (t) obteve um valor de 13,01; o ativo total (at) apresentou um valor de 39,03; e a variável empréstimo (emp) um valor de 48,99. O problema de VIF, pode ser explicado pela existência de multicolinearidade das variáveis.

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1. Estatísticas Descritivas

Na Tabela 2 apresentam-se as estatísticas descritivas da pesquisa.

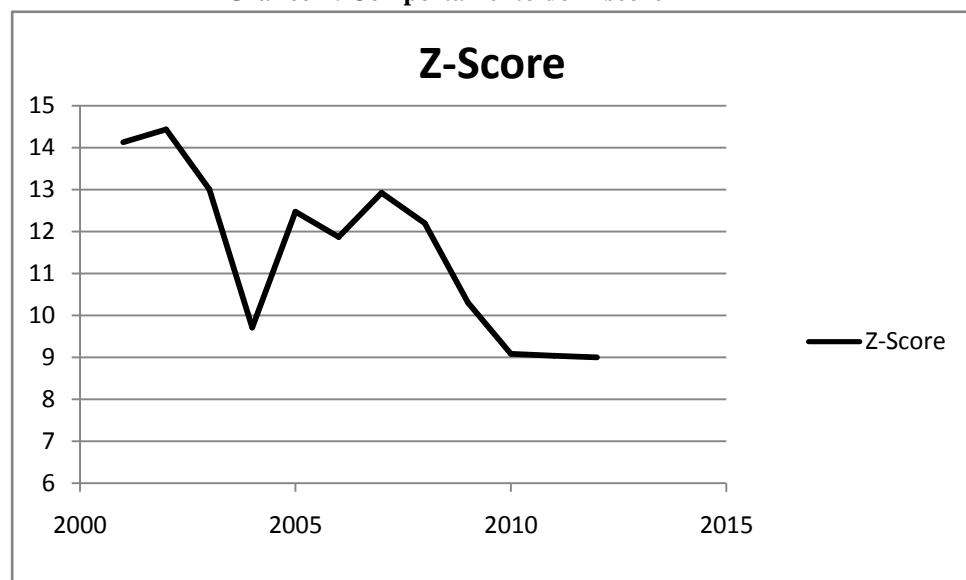
Tabela 2: Sumarização dos dados

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Mín.	Máx
<i>z-score</i>	829	-0,00313378	0,9995454	-1,494617	5,025417
ddi	829	-0,1161742	1,005074	-2,06901	2,722291
qta	829	0,989144	0,3331322	0	3
valor	829	66800000	8,04E+08	0	1,99E+10
mtb	829	-0,0037108	1,000086	-1,025405	14,35086
acqm_a	23	-4,35E-10	1	-0,466004	3,5241
emp	829	0,030532	0,9752662	-0,591266	6,289559

FONTE: Dados da pesquisa

Esta pesquisa obteve um total de 829 observações. O *z-score*, uma das variáveis dependentes que foi usada para medir o risco de falência, apresentou média de -0,0031378 e desvio padrão de 0,99954, seu máximo de foi 5,025 e seu mínimo de 1,49 aproximado. Para ilustrar o comportamento do *z-score*, apresenta-se o Gráfico 1:

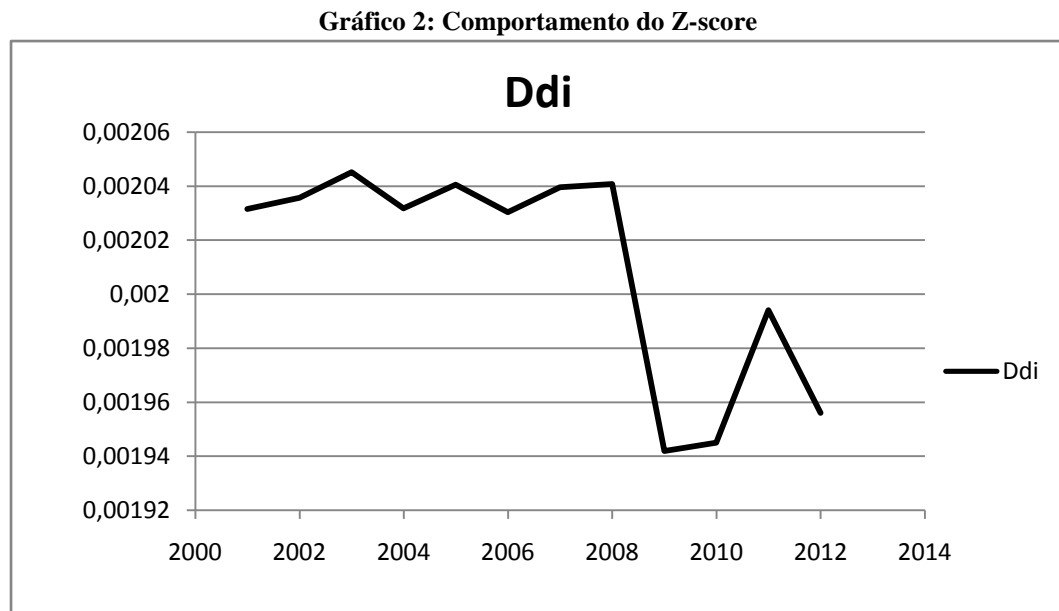
Gráfico 1: Comportamento do Z-score



FONTE: Dados da pesquisa

Observa-se no Gráfico 1 que há duas quedas significativas no comportamento do z -score, a primeira ocorreu no ano de 2002, ano que ocorreu a crise cambial brasileira, e atingiu seu ponto máximo com a eminente vitória do partido dos trabalhadores (PT) nas eleições presidenciais do Brasil (JANOT; MARCIO 2007). A segunda queda ocorreu no ano de 2008, ano da Crise do *Subprime*. Vale observar que até o ano de 2012, não houve uma recuperação visível desta variável.

A outra variável dependente, ddi (*distance-to-default*), a qual também é uma medida de risco falência dos bancos, apresentou como média -0,1161742, um desvio padrão de 1,005074, valor máximo de 2,722291 e um valor mínimo de -2,06901. Apresenta-se o gráfico 2 com a tendência do ddi.

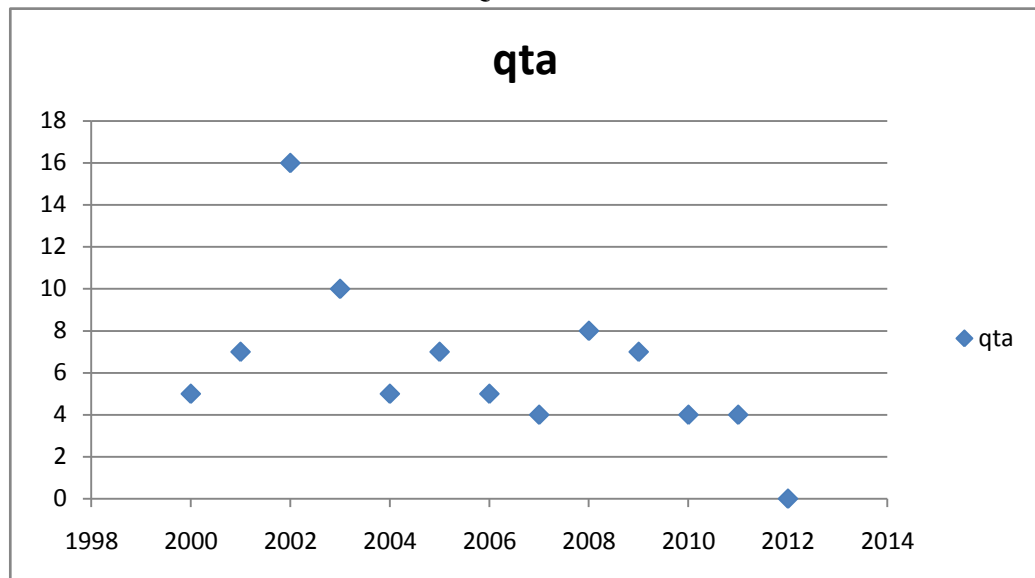


FONTE: Dados da pesquisa

Observa-se que de 2000 a 2008 a curva do ddi se manteve praticamente constante, porém assim como aconteceu com o z -score, a curva do ddi apresentou uma grande queda no ano de 2008.

A variável independente qta, que refere-se a quantidade de F&A realizadas no período de 2000 a 2012, apresentou média de 0,0989144, desvio padrão de 0,3331322, valor mínimo de 0 e valor máximo de 3. Para mostrar a dispersão da quantidade de F&A, apresenta-se o Gráfico 3.

Gráfico 3: Quantidade de F&A



FONTE: Dados da pesquisa

O ano que obteve um maior número de F&A foi o de 2002, com um total de 16. Já em 2012 não houve nenhum processo de F&A entre os bancos das amostra.

A variável que refere ao valor das transações de fusões e aquisições – valor - teve como média 66800000, desvio padrão de 804000000, o valor mínimo foi de 0 e o valor máximo foi de 1990000000.

O *mtb* – *Market-to-book*, que é uma variável composta pela relação entre o valor da empresa no mercado e o valor registrado nos livros da empresa, apresentou uma média de -0,037108, desvio padrão de 1,000086, um valor mínimo de -1,025405 e um valor máximo de 14,35086.

A variável *acqm_a*, obteve um total 23 observações, que representa a intensidade da atividade de F&A, tem $-4.35e-10$ como média, seu desvio padrão é 1, valor mínimo é de -0,4660038 e valor máximo de 3,5241.

A variável *emp*, que refere-se aos empréstimos das instituições, tem -0,030532 como média, seu desvio padrão é 0,9752662, valor mínimo de 0,5912763 e valor máximo de 6,289559.

4.2. Análise das Hipóteses da Pesquisa

Nas Tabelas 3 e 4 apresenta-se o sumário das regressões gerais pelo método de MQO e, em seguida, suas respectivas análises.

Tabela 3: Variável dependente - DD

	Coefficiente	Erro Padrão	Razão-t	p-valor
const	-0,337434	0,678643	-0,4972	0,62675
t	0,285758	0,147918	1,9319	0,07387
AT	0,170179	0,828243	0,2055	0,84016
Valor	3,42E-12	8,06E-11	0,0424	0,96676
MTB	-0,465563	0,387933	-1,2001	0,25001
CRISE	-1,92384	0,613688	-3,1349	0,00731
ACQM_A	-0,205975	0,308175	-0,6684	0,51477
QTA	0,107711	0,299396	0,3598	0,72439

Amostra = 806 R² = 0,6037262 R² ajustado = 0,377340

FONTE: Dados da pesquisa

Ao nível de 1% de significância, a variável crise apresentou-se significativa. Ou seja, a variável DD era maior (menor risco de falência) no período anterior à crise, de 2000 a 2007 do que no período posterior à crise, 2008 a 2012.

Corroborando com a variável crise, a variável tempo apresentou um nível de 10% de significância. Isso quer dizer que, com o passar dos anos o risco de falência dos bancos aumentou, considerando a medida DD de risco.

As demais variáveis não foram significativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, ou seja, não impactaram o risco de falência dos bancos.

Esses resultados corroboram com os de Saqib, Bodt e Lobez (2013), que também encontraram uma relação significativa da Crise do Subprime com o risco de falência (DD) e não encontraram resultados significantes em relação a atividade de F&A com o DD.

A relação em entre a atividade de F&A e o DD obtida nesta pesquisa, o resultado é similar ao trabalho de Vallasca e Hagendorff (2011) que utilizaram uma amostra de 136 processos de F&A na Europa, de 1992 a 2007, que também não encontraram relação evidente com o risco de falência (DD).

Apresenta-se a tabela 4 o sumário da regressão do *Z-score*.

Tabela 4: Variável dependente – *Z-score*

	Coeficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor
const	-0,22979	0,0661258	-3,475	0,00371
t	-0,0108772	0,0144128	-0,7547	0,46294
AT	-0,102526	0,0807026	-1,2704	0,22464
Valor	-1,06E-11	7,85E-12	-1,3498	0,1985
MTB	0,0630456	0,0377995	1,6679	0,11754
CRISE	0,042716	0,0597967	0,7144	0,48675
ACQM_A	0,029182	0,030028	0,9718	0,34763
EMP	0,0739421	0,0794369	0,9308	0,36772
QTA	-0,0298728	0,0291726	-1,024	0,3232
Amostra = 806		R ² = 0,492647		R ² ajustado = 0,202731

FONTE: Dados da pesquisa

Em relação à variável dependente *Z-score*, todas as outras variáveis dependentes e independentes não foram significativas nos níveis estudadas neste trabalho. O p-valor de todas as variáveis apresentou um nível de significância maior do que 10%.

A primeira hipótese do estudo visou verificar se a atividade de F&A diminui os riscos bancários. Apesar Amel *et al.* (2004) dizer que F&A podem resultar em um sistema bancário mais sólido e estável, por meio de uma melhora de eficiência e de Berger *et al.* (1999) defender que a atividade de F&A permite a redução do risco por meio dos benefícios da diversificação, os resultados desta pesquisa não são suficientes para evidenciar esta situação, pois as variáveis independentes *acqm_a*, quantidade e valor, as quais visavam testar esta hipóteses não tiveram um nível de significância relevante, tanto em relação ao *ddi*, quanto no *Z-score*.

O mesmo aconteceu com a segunda hipótese testada neste trabalho, que procurou verificar se a atividade de F&A aumenta o risco bancário. Os resultados também não foram suficientes para evidenciar esta situação. Esses resultados vão de encontro ao estudo de Saqib, Bodt e Lobe (2013) que não encontraram nenhuma evidência de qualquer relação estatisticamente significativa entre a intensidade geral de F&A e o risco de falência dos bancos.

A última hipótese desta pesquisa buscou verificar se a Crise Financeira do *Subprime* influenciou no risco de falência bancária. Considerando a Crise um choque macroeconômico, os resultados desta pesquisa confirmaram a literatura existente, que diz que choques macroeconômicos influenciam no risco de falência bancária. (HAUSMANN, 1996). As variáveis t (tempo) e crise mostraram-se influentes, aumentando os riscos de falência dos bancos da nossa amostra.

Os resultados desta pesquisa corroboram com os resultados Saqib, Bodt e Lobez (2013). Como nesta pesquisa, os autores concluem que, de forma geral, as atividades de F&A não influenciam o risco de falência dos bancos, e que a Crise do *Subprime* trouxe um aumento do risco de falência para os bancos.

5. CONCLUSÃO

Esta pesquisa procurou estudar o impacto das F&A e da Crise Financeira do Subprime sobre o risco de falência dos bancos múltiplos e comerciais classificados no NAICS 3, usando o *distance-to-default* e o *Z-score* como medida de risco do banco.

Não foi possível encontrar nenhuma evidência de qualquer relação estatisticamente significativa entre a atividade de F&A e o risco de falência e solvência dos bancos. As consequências negativas da atividade de F&A, como o risco moral associado com o “*too-big-to-fail*” apresentado no referencial teórico, parece compensar os efeitos positivos que emanam da melhora de eficiência das instituições e da sinergia entre as empresas adquirentes e as empresas alvo.

Os resultados apresentaram uma influência negativa em relação ao período anterior e também ao período posterior à Crise do *Subprime*. Isso quer dizer, que no momento anterior à Crise os bancos se encontravam com um risco de falência menor do que no período posterior. Esse resultado também ficou evidenciado com os Gráficos 1 e 2, que mostram o comportamento das curvas do ddi e do *Z-score*.

Os resultados desta pesquisa corroboram com os resultados de Saqib, Bodt e Lobe (2013). A diferença identificada foi que os autores testaram uma hipótese não testada nesta pesquisa, que capturava a importância de F&A de bancos de investimento e de varejo. É aconselhável, que as próximas pesquisas feitas, também utilizem esta hipótese, com o intuito de dar uma contribuição maior para os estudos sobre o tema.

Uma limitação desta pesquisa foi a dificuldade de encontrar estudos semelhantes feitos no mercado brasileiro ou mesmo no mercado internacional. Deste modo, este trabalho incentiva a realização de novos estudos acerca do assunto e a adoção de novas metodologias que possam ampliar e complementar o horizonte de análise.

6. REFERÊNCIAS

- AKHIGBE A.; MADURA J.; Whyte, A. M. Partial Anticipation and the Gains to Bank Merger Targets. **Journal of Finance Service**, v.26 n.1, p.55–71, 2004.
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **The American economic review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALEXANDRE, M., CANUTO O., SILVEIRA J. **Microfundamentos de Falência de Bancos Atacadistas: A Experiência Brasileira nos anos 90**. Estudos Econômicos, v.33, n.2, 2003.
- ALVES, K. L. F.; KALATZIS, A. E. G.; & MATIAS, A. B.. Análise de sobrevivência de bancos privados no Brasil. **In: Anais do Encontro Brasileiro de Finanças**, São Leopoldo, RS, Brasil, 2009.
- Amel, D., Barnes, C., Panetta, F., Salleo, C. Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence. **Journal of Banking and Finance**, 28, 2493-2519, 2004.
- ANSOFF, H.I.; MCDONELL, E.J. **Implantando a administração estratégica**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1993.
- Banco Central do Brasil. (2012). **Relatórios Anuais de Evolução do Sistema Financeiro**. Recuperado em 15 setembro, 2013, de <http://www.bcb.gov.br/?REVSFN>
- BARROS, A. J. S.; LEHFELD, N. A. S. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 2º Ed. São Paulo: Pearson Education, 2004. 121 p.
- BARROS, B. T. **Fusões e F&A no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BARROS, B. T.; CANÇADO, V. L. F&A: um perfil das operações no Brasil. **In: IBEROAMERICAN ACADEMY OF MANAGEMENT: INTERNATIONAL CONFERENCE**, 2003, São Paulo. Anais. São Paulo, 2003.
- BARROS, G. C. O. D. Modelos de Previsão da Falência de Empresas Aplicação Empírica ao Caso das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas, 2008.
- BECALLI, E.;FRANTZ, P. The Determinantes of Mergers and Acquisition in Banking. **Journal Of Services Research**. London, 2012.
- Berger, A. N., Mester, L. J. Explaining the Dramatic Changes in Performance of U.S. Banks: Technological Change, Deregulation, and Dynamic Changes in Competition, **Journal of Financial Intermediation** 12, 57–95, 2003.
- Berger, A.N., Demsetz, R., Strahan, P. The consolidation of the financial services industry: causes, consequences and implications for the future. **Journal of Banking and Finance**, 23(2-4), 135-194, 1999
- BERKOVITCH, E. NARAYANAN, M. P. Motives for Takeovers: an empirical investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.28, n. 3, p. 347-362, Sept. 1993.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A crise financeira de 2008. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 1, p. 133, 2009.

BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; FAMÁ, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 40, n. 4, 2005.

CAMARGOS, M. A. D.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, v.49, n.2, p. 206-220, 2009

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v.12, n.2, p. 99-115. 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. **Contabilidade Vista & Revista**, v.21, n.1, p. 69-99, 2010.

CAMARGOS, M. A.; COUTINHO, E. S. A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e F&A: uma Análise de suas Interfaces. **RAC-Eletronica**, Curitiba, v. 2, n.2, p. 273-295, mai/ago, 2008.

CAMARGOS, M. A; BARBOSA, F. V. Fusões, F&A e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisa em Administração**. São Paulo: PPGA/FEA/USP, v.10, n.2, p.17-38, abr/jun 2003.

CAMARGOS, M.A. de; DIAS, A. T.. Estratégia, administração estratégica e estratégia corporativa: uma síntese teórica. **Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo**, v. 10, n. 1, p. 27-39, 2003.

CARVALHO, F. C. **Entendendo a recente crise financeira global**. 2009.

CARVALHO, M. A. S. **Fusões e F&A no sector bancário**: homogeneização ou diferenciação dos produtos bancários? Dissertação de Mestrado em Economia. Universidade do Minho, Lisboa, Portugal, 2007.

CHIONSINI, G.; FOGLIA A.; MARULLO-REEDT, P. 2003. **Bank mergers, diversification and risk**. Banca d'Italia, 2003.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

CORREA, R. Cross-border Bank Acquisitions: is there a performance effect? **Journal of Finance Service**, v.36, n.1, p169–197, 2009.

DEYOUNG, R.; EVANOFF D.; MOLYNEUX, P. Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature, **Journal of Financial Services Research**, Springer, vol. 36(2), pages 87-110, December, 2009.

DEYOUNG, Robert; EVANOFF, Douglas D.; MOLYNEUX, Philip. Mergers and acquisitions of financial institutions: a review of the post-2000 literature. **Journal of Financial services research**, v. 36, n. 2-3, p. 87-110, 2009.

DÍAZ, B.; AZOFRA, S. Determinants of Premiums Paid in European Banking Mergers and Acquisitions. **International Journal of Banking, Accounting and Finance**, 6 Special issue, 2005.

Emmons, W.R., Gilbert, A.R., Yeager, T.J. Reducing the risk at small Community banks: is size or geographic diversification that matters. **Journal of Financial Services Research**, 25, 259-281, 2004

FERREIRA, T. T. A Crise Imobiliária Norte-Americana sob à Ótica de Hyman Minsky. 1º Encontro Internacional – Associação Keynesiana Brasileira, IE, Unicamp, Campinas, abril 2008.

FUNG,S.; JO, H.; TSAI, D S. Agency Problems in Stock Market-driven Acquisitions. **Review of Accounting and Finance**, v. 8, n. 4, p. 388-430, 2009.

GIL, A. C. Como **Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4º Ed. São Paulo: Atlas, 2006.

GORTON, G. B. The subprime panic. Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers Series. October, 2008.

HADLOCK C.; HOUSTON J.; RYNGAERT, M. The Role of Managerial Incentives in Bank Acquisitions. **Journal of Bank Finance**, v.23 n.1, p.221–249, 1999.

HANNAN T.; RHOADES, S. A. Acquisition Targets and Motives: the case of the banking industry. **The Review of Economics and Statistics**, v.69, n.1, p.67–74, 1987.

HAUSMANN, R., **The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context**. Inter-American Development Bank, Working Paper 318, 1996

HUGHES, J. P.; MESTER, L. J.; MOON, C.G. Are Scale economies in banking Elusive or Illusive? Evidence obtained by incorporating capital Structure and risk-taking into models of bank production checking accounts and bank monitoring. **Journal of Banking and Finance**, v.25, p.2169-2208, 2001.

HUGHES, J.P.; LANG, W.; MESTER, L.J.; MOON, C.G. The dollars and sense of bank consolidation. **Journal of Banking and Finance**, 23, 291-324, 1999.

JANOT, M. **Efeitos Patrimoniais em Crises Cambiais: Evidência da Crise Brasileira de 2002, em Ensaio sobre Descasamentos Cambiais, Hedge e Desempenho das Empresas Brasileiras em Crises Cambiais**. Tese de Doutorado em Economia, PUC-Rio, 2007.

JANOT, M.M. **Modelos de Previsão de Insolvência Bancária no Brasil**. Trabalhos para Discussão 13, Banco Central do Brasil, Março de 2001.

JAUCH, L. R.; GLUECK, W. F. **Business policy and strategy management**. 5. ed. New York: McGraw-Hill, 1980.

JOHN, K.; JOHN, T.A.; SENBET, L.W. Risk-shifting incentives of deposit insurance: a new perspective on federal deposit insurance reform. **Journal of Banking and Finance**, v.15, p.895-915, 1991.

- KETELAARS, R. **Determinants of abnormal returns in mergers and acquisitions: macroeconomic factors**. Tilburg University, Tilburg, Holanda, 2012.
- LIMA, D. B. T.; MATHIAS, J. F. C. **Uma interpretação da crise *subprime* segundo a abordagem de Hyman Minsky**. Instituto de Economia, UFRJ, 2009
- Málaga, F. K. **Estudo do risco sistêmico das empresas resultantes de fusões e F&A e as expectativas dos investidores e dos gestores**. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- MANNE, H.G. Mergers and the Market for Corporate Control. **Journal of Political Economy**, v. 73, p. 110-120, 1965.
- MARCONI, M. A.; LAKATOS E. M. **Fundamentos Metodologia de Científica**. 7º Ed. São Paulo: Atlas, 2010. 297 p.
- MATIAS, A.B. **Insucesso de Grandes Bancos Privados Brasileiros de Varejo**. Tese de Livre-Docência do Departamento de Administração da FEA-USP, 1999.
- MCCANN, M. Motives for acquisitions in the UK. Discussion Papers in Applied Economics and Policy. **Division of Economics the Nottingham Trent University**. January, 2004.
- MEIRELLES, A. D. M. *et al.* O que é estratégia: histórico, conceito e analogias. **Administração estratégica: múltiplos enfoques para o sucesso empresarial**. Belo Horizonte: UFMG/CEPEAD, 21-33, 2001
- MENDES, F. **Risco: um conceito do passado que colonizou o presente**. **Revista Portuguesa de Saú**, 2002.
- MIRANDA, J. C.; MARTINS, L. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Economia e Sociedade**, v.14, p.67-88, 2000.
- MOORE, R. Bank Acquisition Determinants: implications for small business credit. **Working Paper, Federal Reserve Bank of Dallas**, abril, 1997.
- NUNES, E. P.; VIEIRA, O. V. Fusões e F&A de empresas no Brasil: administrando o choque entre culturas organizacionais distintas. In: V SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA – SEGeT. **Anais...** Resende (RJ), 2008.
- OLIVEIRA, O.; FORTE, S.; ARAGÃO, L. Fusões e F&A sob a Perspectiva da Vantagem competitiva: o caso da Perdigão Agroindustrial S. A. **RGBN**, Vol. 9, nº 24, p91-108. Fortaleza, 2007.
- PANPLONA, E. O.; ROTELA J. Analysis of mergers and acquisitions in Brazilian companies. **African Journal of Business Management**, v.7 n.26, p. 2625-2633. 2013.
- PASIOURAS, F.; TANNA, S.; GAGANIS, C. What Drives Acquisitions in the EU Banking Industry? The role of Bank Regulation and Supervision Framework, Bank Specific and Market Specific Factors. **Financial Markets, Institutions & Instruments**, v.20, n.20, p.29–77. 2011.
- PEREIRA, M. A. S. **FUSÕES E F&A Um Estudo em uma Empresa Nacional do Setor Elétrico**. Dissertação de Mestrado. Universidade Novos Ninhos, Belo Horizonte, 2007.

- PEREZ, M. M.; FAMÁ, R.. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determines. **Administração em Diálogo**, n.6, p.101-112, 2004.
- PFEFFER, J.; SALANCIK, G.R. The External Control of Organizations. **Stanford, California**. Stanford University Press. 2003.
- PINTO, B. J. M; MATOS, T. M. V.; LIMA, U. S. M.. A crise financeira russa. **Economics Bulletin**, v. 28, n. 3, p. A1, 2005
- PRODANOV, C. C.; FREITAS, E.C. **Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico**. 2ªEd. Rio Grande do Sul: Universidade Feevale, 2013.
- RAUPP, F. M.; WARKEN, R. M. Utilização da Due Diligence em Processos de Fusão e Aquisição. **Pensar contábil**, v. 11, n. 45, 2011.
- RESENDE, H. M. M. **Relação entre gestão de risco e corporate governance: a intervenção do estado como desincentivo à gestão eficiente do risco**. 2010.
- ROCHA, F.; IOTTY, M.; FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. **Revista de Economia Contemporânea**, v.5, p.1-36, 2001.
- ROLL, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Control. **Journal of Business**, v. 59, p. 197-216, 1986.
- SANTOS, P. J. M. **Falência empresarial: modelo discriminante e logístico de previsão aplicados às PME do sector têxtil e do vestuário**. 2000.
- SAQIB, A.; DE BODT, E.; LOBEZ, F. **Bank M&A Activities and Exposure to the Financial Crisis**. May, 2013
- SERRA, F.A.R.; TORRES, M.C.S.; TORRES, A.P. **Administração estratégica: conceitos roteiro prático e casos**. Rio de Janeiro: Reichmann & Affonso Editores, 2004.
- STIGLITZ, J.E.. Lessons from the global financial crisis of 2008. **Seoul Journal of Economics**, n.23, v.3, p.321-339, 2010.
- TANURE, B.; CANÇADO, V. Fusões e F&A: aprendendo com a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas**, v. 45, n.2, p-10-22, abr/jun 2005.
- THOMPSON JR, A.; STRICKLAND III, A. **Planejamento estratégico: elaboração, implementação e execução**. São Paulo: Pioneira, 2000.
- TROSTER, R. L. **Concentração bancária**. São Paulo: Febraban. Mimeografia, 2003
- VALLASCAS, F.; HAGENDORFF, J. The impact of European bank mergers on bidder default risk. **Journal of Banking & Finance**, v.35, n.4, p.902-915, 2011.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. 2ª Edição São Paulo: Thomson, 2006.

ZANELLA, L. C. H. **Metodologia da Pesquisa**. Santa Catarina, 2006.