

Fusões, Aquisições e Desempenho Econômico: evidências para bancos brasileiros

Luciana Carvalho – lucarvalho@ufu.br

Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Catarine Palmieri Pitangui Tizziotti– catarinepitangui@ufu.br

Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Luigi Parra Oliveira – luigi.parra@hotmail.com

Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Área temática: Gestão Financeira

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo verificar a relação entre fusões, aquisições e desempenho no setor bancário brasileiro. Para isso, realizou-se uma regressão para 24 instituições financeiras brasileiras pertencentes a base de dados da Economatica (2015). Esta pesquisa pode ser classificada como descritiva, de natureza quantitativa com a utilização de métodos e técnicas estatísticas. Os resultados deste trabalho corroboram com grande parte das pesquisas realizadas sobre o tema e apontou não ser possível determinar se as empresas que passaram por processos de F&A tiveram uma melhor performance no ROE e ROA se comparados as empresas que não participaram dessas operações. Como possível explicação para não se encontrar uma performance melhor nos indicadores seria o período analisado pós processos de F&A.

Palavras Chaves: Fusões e Aquisições, Bancos, Desempenho

1. Introdução

O interesse pelo estudo de fusões, aquisições e desempenho das instituições financeiras brasileiras se destaca a partir dos resultados de diferentes trabalhos que tratam sobre o tema.

Diversos autores indicam que os processos de F&A podem ser motivados por necessidades das organizações, como: expectativas divergentes de investidores em relação a companhia, decisões gerenciais, compensações e incentivos tributários, reposição de valores de mercado, ganhos em relação a produção em escala, monopolização do mercado, sinergias operacionais. (JENSEN; RUBACK, 1983; BRADLEY; DESAI; KIM, 1988; HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003; WOOD JR.; VASCONCELOS; CAMARGOS; BARBOSA, 2010). Existem também a expectativa que a empresa resultante do processo consiga proporcionar um desempenho maior que a soma das empresas individuais anteriores, além de um crescimento mais rápido em relação as taxas de crescimento individuais.

Assaf Neto (2003) destaca a importância do conceito de valor econômico, priorizando uma gestão baseada no valor das empresas, reduzindo suas ineficiências promovendo sua competitividade e valor no mercado. Dessa forma, verifica-se o resgate do objetivo primeiro de finanças que é a maximização da riqueza dos investidores. As empresas perceberam a necessidade de rever suas estratégias tanto de crescimento, quanto mercadológicas e, em muitos casos, verificando oportunidades em fusões e aquisições (F&As). Assim, os processos de F&As podem ser considerados resultados de desdobramentos na economia e no mercado de ações.

CAMARGOS (2008) reforça que as empresas que passam por processos de F&A conseguem expandir suas atividades em um ritmo mais acelerado, entrar em novos mercados, diminuindo suas barreiras de entrada, podem ainda obter ganhos financeiros e rentabilidades superiores. Com isso, os processos de F&As podem ser vistos como estratégias para alterar o cenário no qual as empresas atuam, proporcionando expansões e internacionalizações dessas empresas.

No Brasil, as operações de fusões e aquisições vem crescendo e se tornaram uma fonte de diferencial competitivo para as organizações. Entre os anos de 2005 e 2012 ocorreram 5.011 processos de F&A, dos quais 2.367 foram domésticas e 2.644 foram do tipo *cross border*, que envolviam empresas de outros países (KPMG, 2013). De acordo com Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004), os processos de F&As no cenário nacional tem fundamentos basicamente estratégicos de conquista de *market share*, obtenção de sinergias operacionais, obtenção de poder de mercado, rentabilidade e aquisição de *know how*.

No entanto, os processos de fusões e aquisições levantam muitas dúvidas em relação aos ganhos econômicos que podem ser gerados tanto para a empresa quanto para seus acionistas como resultado dessas combinações de negócios. Há uma vasta gama de meios para se avaliar o desempenho das empresas envolvidas nos processos de F&A que dificultam muito a comparação dos resultados (TUCH; O'SULIVAN, 2007). Contudo, a maioria dos resultados obtidos não são conclusivos, mas sim conflitantes. De acordo com Gugler, Mueller e Weichselbaumer (2012), não existe um consenso a respeito do impacto das fusões e aquisições sobre o desempenho econômico e financeiros das empresas resultantes dessas operações.

No setor bancário, em especial, devido as inúmeras transformações que tem passado nos últimos anos, o aumento do volume de processos de fusões e aquisições tiveram diversos fatores motivadores como a própria globalização, a volatilidade e instabilidade dos mercados a nível global e o próprio desenvolvimento tecnológico. Diante disso, Silva et al (2009) discorre que devido à preocupação constante em obter um modelo mais eficiente, com maiores garantias entre transações entre clientes, buscando reduzir despesas em um cenário onde os *spreads* se

tornam cada vez menores, as instituições financeiras buscam novas formas de se manterem e aumentarem sua participação de mercado.

Destaca-se que os estudos sobre a relação entre F&A e desempenho, foram realizados, em sua maioria no cenário internacional, principalmente nos Estados Unidos da América e Reino Unido. Os estudos referentes ao cenário nacional, em especial para o setor bancário, ainda são escassos.

Assim sendo, o presente trabalho tem como objetivo geral verificar a relação entre fusões, aquisições e desempenho no setor bancário brasileiro. E como objetivos específicos: a) verificar se as empresas que passaram por processo de fusões e aquisições apresentaram um ROE (Retorno sobre Patrimônio Líquido) maiores que as empresas que não realizaram tais processos; b) verificar se essas mesmas empresas que passaram por processo de F&A tiveram um ROA (Retorno sobre o Ativo) superiores ao outro grupo; c) por meio da avaliação dos indicadores financeiros verificar se empresas que passaram por fusões e aquisições tiveram um melhor retorno para seus acionistas que as empresas que não passaram por essas operações.

Do ponto de vista metodológico realizou-se uma regressão para 24 instituições financeiras brasileiras pertencentes a base de dados da Economatica (2015). Destas empresas verificou-se que 6 realizaram F&A em 2013.

O trabalho está estruturado em 5 seções. Após esta Introdução, as seções 1 e 2 tratam do referencial teórico, a seção 3 trata dos aspectos metodológicos, na seção 4 são apresentados os resultados e na seção 5 as considerações finais.

2. Fusões e aquisições: uma breve revisão da literatura

2.1 Tipos de fusão e aquisição

O processo de fusão ou consolidação de empresas consiste na união de duas ou mais para formar uma nova entidade. As companhias combinadas são extintas, transferindo seus ativos líquidos para a nova organização formada, que lhes sucedem em todos os seus direitos e obrigações. Já nos processos de aquisição uma empresa ou grupo empresarial compra ações de outra corporação, seja de forma total ou parcial, continuando as duas sociedades a existirem (TRICHES, 1996; HAJJ; LISBOA, 2001; CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

As combinações de negócios denominadas de Fusões e Aquisições, dependendo do tipo de integração, podem ser classificadas em horizontais, verticais, conglomerado e congênere. Em uma F&A horizontal ocorre a união entre empresas do mesmo ramo de atividade. Já uma fusão e aquisição vertical ocorrem quando há integração de empresas que participam de uma mesma cadeia de valor. No tipo conglomerado, a operação caracteriza-se por envolver companhias que estão em setores diferentes da economia, visando à diversificação de investimentos, uma vez que não apresenta qualquer tipo de sinergia. A integração congênere abrange sociedades que estão na mesma indústria, mas que não atuam na mesma linha de negócios, não havendo relação entre elas (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; HURLEY, 2006).

De acordo com Maquieira, Meggison e Nail (1998), as F&As também podem ser classificadas de acordo com o setor econômico em que atuam, podendo ser relacionadas ou não relacionadas. Nas combinações relacionadas, há a integração entre empresas do mesmo setor econômico e, nas não relacionadas, há a união de companhias de setores econômicos distintos (GOSH, 2001).

Dependendo da forma como as fusões e aquisições são conduzidas, elas podem ser divididas ainda em dois tipos: hostil (*hostile takeover*) e amigável (*friendly takeover*). Um processo de fusão e aquisição amigável caracteriza-se pela mudança na propriedade da sociedade adquirida sem uma mudança no controle administrativo, enquanto nas hostis há uma tomada de controle

sem o consentimento da administração da empresa-alvo, resultando na substituição de toda a sua gestão, sendo que essas transações se dão em sua maioria no mercado de capitais (HIRSCHEY, 1986; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; TUCH; O'SULLIVAN, 2007).

De acordo com Camargos e Barbosa (2003), a maioria das operações de fusões e aquisições se dá por meio do mercado de capitais pela compra direta de ações em bolsa de valores, ou por ofertas privadas feitas pela sociedade adquirente à administração das empresas-alvo. Para evitar que ocorra uma fusão ou aquisição indesejada em algumas operações no mercado de capitais, muitas corporações utilizam de outros mecanismos que não uma fusão para adquirir o controle de outras companhias e se defenderem dessas operações hostis, como por exemplo, as brigas por procuração, o fechamento de capital e outras estratégias de defesa.

O processo de brigas por procuração é uma operação que requer a aprovação dos administradores e controladores da firma-alvo para que outra empresa assuma o controle corporativo daquela. Entretanto, esse processo é dificultado pelos estatutos sociais que fixam cláusulas de barreiras (MANNE, 1965; CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Já o fechamento de capital é outra operação que a administração de uma corporação utiliza para evitar a tomada de controle corporativo por aquisições hostis, que pode se dar pelos processos de leveraged/management buyout (LBO/MBO) (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Uma MBO envolve a aquisição de uma empresa pelos seus administradores, quando estes detêm a maior participação no capital, para evitar que outra companhia tome seu controle, retirando suas ações de negociação e, em seguida, fechando seu capital. Já uma LBO refere-se a uma operação onde a administração adquire o controle acionário de uma companhia, sendo que uma parte dos recursos utilizados para essa compra é obtida por meio de dívidas (FRANKFURTER; GUNAY, 1993) e, em seguida, fecha seu capital.

Várias são as motivações para que as organizações realizem os processos de fusões e aquisições. O quadro 1 apresenta as principais motivações de fusões e aquisições:

Motivação	Descrição
Expectativas Assimétricas	Devido a diferentes expectativas dos investidores em relação a valores de uma mesma firma, ocorrem propostas de compra
Irracionalidade Individual nas Decisões de Dirigentes	Sob condições de incerteza, os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais. Essa irracionalidade pode ser diluída ou anulada quando considerada de forma agregada na interação de diversos agentes econômicos (ROLL, 1986)
Compensações e Incentivos Tributários	Prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas podem ser compensados em exercícios futuros pela firma que venha apresentando lucros
Custos de Reposição e Valores de Mercado	Quando os custos de reposição dos ativos da organização forem maiores que seu valor de mercado
Busca de Economia de Escala e Escopo	Transferência de tecnologia e conhecimento (<i>know-how</i>), possíveis reduções nos custos devido o aumento da produção e maior racionalização no âmbito da pesquisa e desenvolvimento
Busca do Poder de Monopólio	Ganhos advindos do aumento da concentração do mercado, reduzindo a competição do mesmo.
Redução do Risco de Insolvência	Advinda da fusão de organizações com fluxos de caixa sem correlação perfeita (F&As conglomerado e co-seguro)
Razões Gerenciais	Podem ocorrer para forçar a substituição de diretores que não estejam sendo produtivos para a organização e gerar um bem estar para os demais diretores das firmas, mesmo que a

	operação cause impacto negativo no valor de mercado de suas ações
Capacidades Adicionais e Sinergias Operacionais	Ocorrem devido a expectativa do crescimento da demanda e de aumento de riqueza dos acionistas com o resultado da fusão.

Quadro 1: Motivações nos processos de F&A. Fonte: Manne (1965), Mueller (1969), Gort (1969), Jensen (1986), Roll (1986), Scherer & Ross (1990) e Kloeckner (1994)

2.2 O contexto do processo de F&A no Brasil

No Brasil, foi a partir da década de 1990 que as operações de fusões e aquisições se intensificaram. Segundo Triches (1996), após a crise econômica ocorrida nos anos de 1980 e no início dos anos de 1990, o governo iniciou o processo de abertura da economia do país, visando a sua modernização, fazendo com que vários grupos empresariais buscassem vender ou adquirir companhias para enfrentar os novos desafios decorrentes da globalização econômica.

A partir desse processo ocorreu o crescimento do número de fusões e aquisições no mercado brasileiro, que podem ser descritos em três diferentes tipos: primeiro, a desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização que permitiu que empresas estrangeiras comprassem companhias brasileiras; segundo, os programas de privatização criaram oportunidades para firmas brasileiras e estrangeiras investirem em setores antes controlados pelo governo, como os setores de energia e telecomunicação; e terceiro, a rapidez das mudanças tecnológicas e a alta competitividade global, forçou as corporações nacionais a realizarem essas combinações de negócios com o intuito de se tornarem mais competitivas (WOOD JR.; VASCONCELOS; CALDAS, 2004).

Foi criado um ambiente favorável para a realização de fusões e aquisições no país intensificando as operações significativamente no decorrer dos anos 1990. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) teve um papel fundamental também nesses processos de F&As, com sua abertura de linha de crédito para as empresas, juntamente com a abertura da economia brasileira, aliada à globalização da economia, (TRICHES, 1996).

De acordo com Matias, Barreto e Gorgati (1996), a partir do início da década de 1990, houve uma explosão no número de fusões e aquisições, sendo que nos primeiros meses de 1996 houve um aumento de 54% no número dessas operações, se comparado ao mesmo período do ano anterior. Desde então, a economia brasileira tem acompanhado a evolução de fusões e aquisições no cenário mundial. Entre os anos de 2005 e 2012 ocorreram 5.011 processos de F&A, dos quais 2.367 foram domésticas e 2.644 foram do tipo *cross border*, que envolviam empresas de outros países (KPMG, 2013).

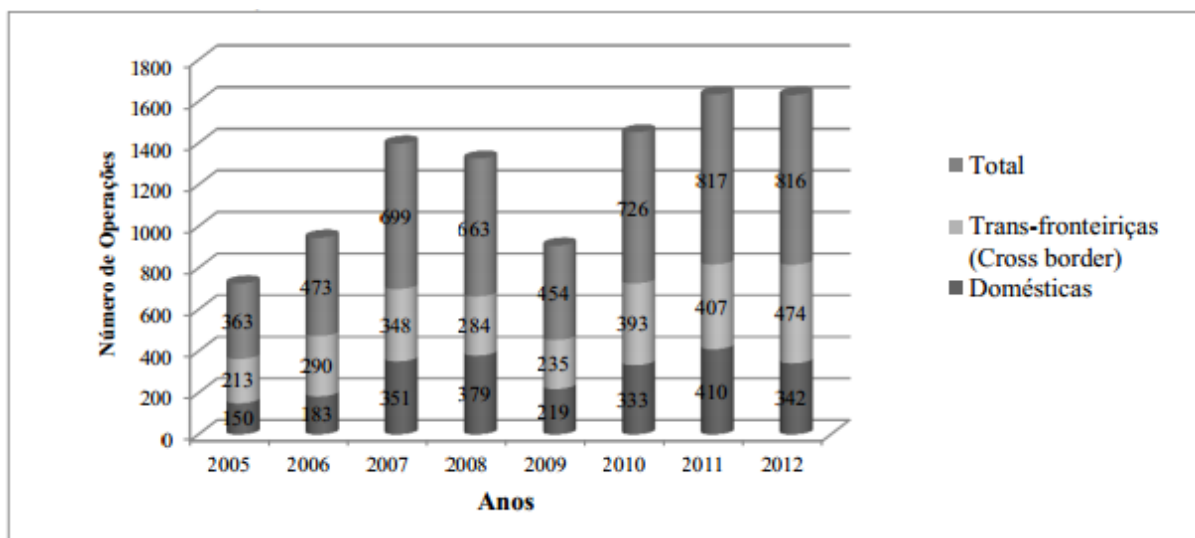


Gráfico 1: Processos de F&As no Brasil. Fonte: KPMG (2013)

Em pesquisa divulgada pela ANBIMA (2013), observa-se o quanto de recursos estão sendo movimentados por essas transações no mercado brasileiro, atingindo, no ano de 2012, um montante de R\$ 151,4 bilhões, o que corresponde a um aumento de mais de 60%, se comparado ao ano de 2011 (R\$ 94,1 bilhões).

Analizando os processos de F&As no Brasil, os motivos que têm levado as companhias a realizarem fusões e aquisições ainda estão, em sua maioria, ligados à defesa da concorrência, à preservação dos lucros e ao aumento de poder em relação ao mercado em que atuam (WOOD JR.; VASCONCELOS; CALDAS, 2004). Ainda segundo os autores as fusões e aquisições realizadas no mercado brasileiro apresentam interesses tipicamente estratégicos, visando a conquista de maior participação no mercado; ganhos operacionais; aumento na lucratividade; produtividade; ampliação da rede de distribuição e logística; e operações que almejavam à obtenção de know-how corporativo, de tecnologia, práticas gerenciais e de mercado.

2.3 O Processo de F&A no setor bancário brasileiro: evidências empíricas

Diversos trabalhos buscam compreender a relação entre os processos de fusão e aquisição com o desempenho da empresa. No entanto, para empresas brasileiras não existe um consenso sobre qual o impacto deste processo nos indicadores econômicos e financeiros.

O processo de fusões e aquisições se disseminou no mercado brasileiro e tem apresentado elevado número de operações no setor financeiro. Conforme informações do Banco Central do Brasil (2015) o número de bancos do sistema financeiro passou de 246, em 1994, para 118 em 2015, representando uma redução de 52% no número de instituições.

A mudança da estrutura do sistema financeiro brasileiro iniciado em 1994 com o plano real, foi o fator marcante para a redução na quantidade de instituições em atividade no mercado. O Banco Central do Brasil (2001) realizou um estudo que comprova que o quadro inflacionário presente na economia brasileira desde os anos 1960 foi muito favorável para o sistema bancário nacional, pois as instituições financeiras se adequaram ao cenário e conseguiram absorver grande parte do “imposto inflacionário”. Em 1988, com a eliminação das barreiras à entrada de novas organizações no mercado, o número de instituições cresceu significativamente. Então, a partir de 1994, com a normalização dos níveis de inflação, o cenário financeiro no Brasil mudou. Com o desaparecimento dos ganhos inflacionários, ineficiências operacionais nas instituições financeiras foram reveladas e se tornou propício o movimento de consolidação.

Troster (2003) destaca diversos fatores que favoreceram a transformação do setor bancário brasileiro após 1994, como o saneamento do sistema financeiro, o impacto das crises externas, as novas exigências regulatórias e abertura do mercado aos bancos estrangeiros. Os principais motivadores para as aquisições são os ganhos de escala com a ampliação da base de clientes e do volume de negócios e uma maior diluição dos custos e despesas fixos, principalmente os gastos com pessoal e administrativos.

Rocha, Looty e Ferraz (2000), realizaram uma pesquisa sobre os processos de fusões e aquisições realizados nas empresas industriais no Brasil entre 1990 e 1997. Segundo os autores, não houve evidência de aumento da rentabilidade das empresas até dois anos após sua aquisição, assim como suas parcelas de mercado não tiveram alterações significantes, e também não foram encontradas diferenças estatisticamente significativas no comportamento de investimento dessas empresas. Identificou-se que as empresas privatizadas foram as únicas em que a rentabilidade se alterou com significância estatística, ao mesmo tempo, as empresas que eram estatais antes da aquisição têm o comportamento em termos de rentabilidade significativamente superior à média das empresas e não foi encontrado diferença entre o comportamento das empresas adquirentes nacionais e estrangeiras. Como resultado, os processos de fusões e aquisições não indicaram o potencial de alterar substancialmente o cenário de crescimento da indústria brasileira.

Camargos e Barbosa (2005) analisaram a rentabilidade das ações das firmas após os processos de F&A e a reação do mercado, visando avaliar se as empresas obtiveram resultados positivos ou negativos. Para isto, os autores utilizaram o método estudo de evento. No tratamento estatístico foram utilizados os testes One-Way ANOVA e o Teste T para uma amostra (One-Sample Test). Como resultado, os autores concluíram que os processos de F&A selecionados não resultaram em ganhos reais para os acionistas das firmas adquirentes.

Na mesma linha, Carmargos (2008) expandiu sua pesquisa e procurou identificar e analisar se os processos de F&As resultaram em desempenho operacional financeiro superior e, consequentemente, na criação de valor para as empresas brasileiras analisadas, tendo como método utilizado para condução da pesquisa o lógico-dedutivo, com enfoque epistemológico empírico - analítico. Concluiu que as empresas pesquisadas tiveram como resultado a maximização do valor de mercado e, aparentemente, da riqueza dos acionistas, somente quando se consideram as variáveis ligadas ao desempenho das ações de mercado, e destruíram valor dos seus acionistas quando se observam as variáveis que são oriundas da interação entre o resultado operacional e o custo do capital para obtê-lo.

Castro (2011) procurou analisar o desempenho econômico-financeiro para mensuração dos impactos decorrentes da fusão e aquisição de empresas brasileiras, utilizando-se de uma análise quantitativa de dados secundários. A autora obteve como resultados que, no universo avaliado, os processos de F&A criaram valor para os acionistas. Das empresas analisadas, 80% começaram a criar valor no último ano, porém apenas 20% teve seu indicador valor de mercado/valor patrimonial melhorado.

Lopes (2013) buscou evidências que comprovem ou refutem a hipótese de haver criação de valor para os acionistas de empresas adquirentes após a data do anúncio da operação de F&A. Como método de pesquisa foi realizado um estudo empírico de eventos, utilizando dois modelos: método de retorno de mercado e método do modelo de mercado ajustado. Os resultados revelam um retorno anormal positivo na janela de um dia antes do evento e um dia após o anúncio o retorno anormal decresce na mesma proporção.

Recentemente, Bonfim (2014) teve como objetivo identificar o efeito provocado pelas fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras de capital aberto, através de uma pesquisa empírico-analítica com o intuito de verificar qual a relação das

variáveis estudadas após as empresas passarem por processos de F&A. Esta pesquisa resultou na conclusão que o crescimento decorrente das operações de fusões e aquisições impactou negativamente sobre a performance das companhias após as combinações de 87 negócios, durante o período analisado.

Para o setor bancário, Poeta (2008) analisou os reflexos da fusão entre os bancos Itaú e Unibanco na situação econômico-financeira dessas instituições. Foi realizada uma abordagem do problema qualitativa, com o tipo de pesquisa exploratório. A pesquisa utilizou-se de índices de análise econômica e financeira específicos para instituições financeiras baseando-se no modelo proposto por Assaf Neto (2008). Como resultado, houve uma redução no retorno sobre o capital investido, aumento na imobilização do capital próprio, a taxa de reinvestimento do lucro passou a ser menor após a fusão, houve um aumento no nível de liquidez imediata e encaixe voluntário e uma pequena redução na margem de lucro (1%). Concluiu-se então que o processo de F&A para o cenário avaliado resultou em um impacto negativo nos índices de desempenho das instituições envolvidas.

Araujo *et al* (2007) estudou o impacto das fusões e aquisições nos retornos realizadas no âmbito dos bancos brasileiros privados adquirentes de controle nacional e estrangeiro. Especificamente, este trabalho investigou o impacto que estes processos causaram no Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e no Retorno sobre os Ativos (ROA) dos bancos adquirentes. A metodologia aplicada neste trabalho foi uma pesquisa empírico-analítica e a base de dados utilizada foi o ranking dos 50 maiores bancos por ativo do Brasil, publicada pelo BACEN, no período compreendido entre 2000 e 2004. Os resultados evidenciam que os processos de fusão e aquisição não impactaram nos retornos dos bancos adquirentes, tanto em relação aos ativos quanto ao patrimônio líquido (ROA e ROE, respectivamente).

Faria Junior e Paula (2009) fizeram um estudo comparativo da eficiência de seis dos bancos que participaram mais intensamente dos processos de fusões e aquisições bancárias nos últimos anos. A fonte dos dados contábeis utilizados na pesquisa empírica foram os balanços patrimoniais semestrais das instituições bancárias no período de dezembro de 1998 a dezembro de 2008, obtidos no site do Banco Central do Brasil no relatório “50 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional”. Os resultados obtidos mostram que houve uma melhora na eficiência de resultados para quatro dos seis bancos e que três deles apresentaram melhora na eficiência de intermediação.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1 Base de Dados e Variáveis

Esta pesquisa pode ser classificada como descritiva, de natureza quantitativa com a utilização de métodos e técnicas estatísticas. Foram selecionados os bancos listados na Bolsa de Valores Mobiliários (BM&FBOVESPA) com maior representatividade de mercado e separados em dois grupos: os que realizaram processos de fusões e aquisições e os que não participaram desse tipo de operação. O quadro 2 apresenta a lista de instituições financeiras selecionadas para o estudo:

Instituição Financeira	F&A
Alfa Financ	Não realizou
Alfa Invest	Não realizou
Amazonia	Não realizou
Banco Pan	Não realizou
Banese	Não realizou
Banestes	Não realizou
Banpara	Não realizou
Banrisul	Não realizou
Bicbanco	Não realizou
Bradesco	Realizou
Brasil	Realizou
BRB Banco	Não realizou
Btgp Banco	Não realizou
Daycoval	Não realizou
Finansinos	Não realizou
Indusval	Realizou
ItauUnibanco	Realizou
Merc Brasil	Não realizou
Merc Financ	Não realizou
Merc Invest	Não realizou
Nord Brasil	Não realizou
Parana	Não realizou
Pine	Não realizou
Santander BR	Realizou

Quadro 2: Lista de Instituições Financeiras que realizaram F&A em 2013. Fonte: Elaboração dos autores

A amostra se limitou as empresas com dados disponíveis na BMF&BOVESPA e com demonstrações financeiras disponíveis na Economatica em 2013. Destaca – se que o ano de 2013 foi selecionado em virtude do número de F&A realizadas no setor bancário.

O quadro 3 apresenta as variáveis analisadas no modelo proposto:

Variáveis	Descrição	Sinal Esperado
ROA	Lucro líquido / Ativo Total	VD
ROE	Lucro líquido / Patrimônio Total	VD
F&A	1 – empresa realizou F&A; 0 – empresa não realizou F&A	
ILC	Ativo Circulante / Passivo Circulante	+
IQC	Índice de Qualidade de Carteira	+
GE	Exigível Total / Patrimônio Líquido	-
LPA	Lucro líquido do exercício / número de ações	+
lnATIVO	O Ativo Total compreende os bens e direitos.	+

a) VD – variável dependente

Quadro 3: Variáveis do modelo analisadas. Fonte: Elaborado pelos autores.

As variáveis dependentes do modelo são o retorno do patrimônio líquido - ROE e o retorno do ativo - ROA. O ROE é calculado pela relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido (o

total de recursos próprios investidos); tal indicador mede o retorno obtido sobre o investimento dos proprietários da empresa, e é uma função da rentabilidade das vendas (as margens líquidas) e do giro do patrimônio líquido (ASSAF NETO, 2003).

O ROA é calculado pela relação entre o lucro líquido e o ativo total. Esta taxa mede a eficiência global da administração da empresa na geração de lucros com seus ativos disponíveis (ASSAF NETO, 2003). O uso dessas duas variáveis para medir o desempenho no setor é corroborado por Carvalho, Studart e Alves Jr (2002) e Araujo et al (2007).

As variáveis independentes consideradas no modelo foram: *dummy* para F&A, Índice de Liquidez Corrente – ICL; Índice de Qualidade da Carteira; Grau de endividamento – GE; Lucro por ação – LPA; e logaritmo do ativo – lnAtivo,

Ao analisar o índice de Liquidez Corrente, deve ser considerada a falta de sincronização entre recebimentos e pagamentos. Ou seja, por meio do índice não é possível identificar se os recebimentos ocorrerão em tempo para pagar as dívidas vencidas segundo Marion (2002). O IQC (Índice de Qualidade de Carteira), representa um indicador quantitativo e qualitativo da carteira de crédito da instituição financeira que demonstra o risco de inadimplência dos tomadores de crédito da carteira.

O conceito de inadimplência do IQC, segue o conceito definidos pela Resolução CMN 2.682/99. Esta resolução determina que as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil devem classificar as operações de crédito em relação ao risco.

O Grau de Endividamento, demonstra o coeficiente de endividamento da empresa em comparação com seu patrimônio líquido. Segundo Marion (2002), para a correta análise do grau de endividamento de uma empresa, há necessidade de detectar a finalidade das empresas para a utilização desses recursos. Empresas que recorrem a dívidas como complemento do capital próprio, mesmo se elevados, são considerados saudáveis, pois as aplicações produtivas poderão gerar lucros que saldarão os compromissos assumidos, porém os endividamentos apenas para saldar dívidas podem gerar um ciclo vicioso, pois estas dívidas não poderão gerar lucros futuros, podendo levar as empresas à falência. O LPA (Lucro por Ação) corresponde ao lucro do período dividido pelo número de ações. Refere-se ao lucro que pode ser destinado aos acionistas.

O Ativo Total compreende os bens e direitos da companhia, expressos em moeda local e é demonstrado no balanço patrimonial das instituições. Essa variável representa o tamanho da instituição.

3.2 Especificações Econométricas

Uma das técnicas mais utilizadas nas mais diversas pesquisas que são realizadas no âmbito acadêmico e organizacional, é a análise de regressão e pode ser aplicada em pesquisas focadas nos mais diversos campos de conhecimento.

Fávero et al (2009) apresenta como objetivo da análise de regressão linear, estudar a relação entre duas ou mais variáveis explicativas que se apresentam na forma linear, e uma dependente métrica. Desta forma, um modelo geral de regressão linear pode ser escrito da seguinte forma:

$$Y = \alpha + \beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \dots + \beta_n \cdot X_n + \mu \quad (1)$$

em que Y é o fenômeno em estudo (variável dependente métrica), α representa o intercepto (constante), β_k (k=1, 2,..., n) são os coeficientes de cada variável (coeficientes angulares), X_k são as variáveis explicativas (métricas) e μ é o termo de erro, ou seja, a diferença entre o valor real de Y e o valores previsto de Y por meio do modelo para cada observação. O erro μ é

conhecido também por resíduo e representa as variáveis X que não foram inseridas no modelo e que seriam potenciais explicações da variável Y.

Enquanto a regressão simples refere-se à existência de apenas uma variável explicativa X, a regressão múltipla permite a inclusão de diversas variáveis para a explicação de determinado fenômeno de acordo com a expressão (modelo) apresentado anteriormente.

De acordo com Fávero et al (2009), para a aplicação do modelo de regressão linear múltipla, o conceito *ceteris paribus* (mantidas as demais condições constantes) deve ser utilizado, uma vez que a interpretação de cada variável será feita isoladamente. Dessa forma, em um modelo que possui duas variáveis independentes X_1 e X_2 , os respectivos coeficientes serão analisados de forma a considerar todos os outros fatores constantes.

Assim, a utilização de mais de uma variável (regressão múltipla) retira o efeito de sobrecarga no intercepto, o que melhora a capacidade explicativa e preditiva do impacto do vetor das variáveis X e Y (FÁVERO et al, 2009).

Quando realizadas a aplicação da técnica de regressão múltipla, o pesquisador deve verificar se as correlações entre as variáveis explicativas são altas. Se houver uma correlação muito alta entre duas variáveis explicativas, uma seja boa dependente da outra e, neste caso, não é recomendável que ambas sejam simultaneamente explicativas de uma terceira. Assim, a inclusão de ambas em um modelo de regressão múltipla será redundância e recomenda-se a exclusão de uma delas ou a substituição de ambas por um fator que explique um percentual significativo de variância e não seja correlacionado com outros fatores (FÁVERO et al, 2009).

4. Resultados e discussão

4. 1 Análise descritiva

Com intuito de entender o comportamento dos indicadores e analisar as relações entre eles, foram utilizados dados dos bancos que realizaram F&A e os que não realizaram F&A. A tabela 1 aponta a comparação entre os principais indicadores. Foi calculada a média dos indicadores como forma de avaliar e verificar o perfil dos indicadores econômicos e financeiros das empresas que realizaram e não realizaram F&A no setor financeiro brasileiro.

Tabela 1: Descrição da Amostra

Bancos				
	Não Realizaram Fusões		Realizaram Fusões	
	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÉDIA	DESVIO PADRÃO
ROA	1,10	0,37	1,21	0,69
ROE	12,24	7,20	9,65	6,42
ILC	1,07	0,12	1,36	0,59
IQC	0,04	0,02	0,04	0,02
GE	1.016,40	315,23	765,32	270,40
LPA	2,08	1,72	1,98	2,01
ATIVO TOTAL (R\$)	739.468.181,60	340.315.621,06	18.606.262,16	16.210.250,67

Fonte: Elaboração Própria

Nota-se que ao analisar a relação do ROA, os bancos que passaram por um processo de F&A apresentam um indicador médio maior que as instituições que não participaram de tais processos. No entanto, quando se analisa a relação do ROE, verifica-se que os bancos os quais

não passaram por processos de F&A possuem uma média superior ao outro grupo, demonstrando um retorno sobre o investimento maior e com um desvio padrão também superior.

As instituições financeiras que passaram por tais processos de F&A durante o período analisado demonstraram, em média, um maior índice de liquidez corrente se comparado as instituições que permaneceram isoladas, mas também se verifica uma maior volatilidade do índice, visto que o desvio padrão apresentado é significativamente superior. Assim, verifica-se que, em média, essas empresas possuem maior quantidade de dinheiro disponível em ativos que possam converter em dinheiro no curto prazo em relação as suas dívidas.

No que tange a qualidade da carteira, ambos os conjuntos de empresas analisadas tiveram suas médias iguais. Diante disso, o risco de inadimplência da carteira de crédito das instituições financeiras analisadas não difere na composição da amostra.

Ao comparar os resultados médios de Grau de Endividamento obtidos das empresas que não participaram de processos de F&A é possível observar que estas apresentaram sua proporção de exigível total em relação ao patrimônio líquido maior. Dessa forma, as empresas que passaram por processos de fusões e aquisições analisadas apresentaram, em média, um menor índice de endividamento que o outro grupo.

No que se refere ao lucro por ação, os resultados revelam que as empresas que realizaram fusões, apresentaram, em média, valores menores e com uma maior volatilidade se comparado ao outro grupo. Assim, não se pode verificar um ganho no lucro por ação após realizar processos de fusões e aquisições, devido à amplitude do desvio padrão.

4.2 Resultado do Modelo de Regressão

Diante dos objetivos propostos, foram estimadas equações para dois indicadores tradicionais de rentabilidade – ROA (modelo 1) e ROE (modelo 2). Essas variáveis são amplamente utilizadas na literatura e no mercado para medir a rentabilidade em relação aos investimentos da empresa e dos sócios. As variáveis explicativas utilizadas são a *dummy* para F&A, ILC, LPA, IQC e lnATIVO.

O modelo 1 revela a relação entre os processos de F&A e ROA. Como variáveis de controle utilizou-se o ILC, LPA, IQC E AT. Os coeficientes associados ao ILC e LPA apresentaram resultados significativos e positivos em relação ao ROA. Esses resultados sugerem que uma maior liquidez corrente, bem como um maior lucro por ação afeta positivamente a rentabilidade do ativo das instituições financeiras que compõem a amostra, ou seja, quanto maiores estes indicadores, maiores serão os resultados para o ROA.

No que se refere o IQC nota-se que o coeficiente associado é negativo e significativo, indicando que quanto maior o risco de inadimplência da carteira de clientes maiores serão os impactos negativos para a rentabilidade do ativo de instituições financeiras. Esse resultado ratifica os trabalhos de Athanasoglou, Brissimis e Delis (2008) e Vinhados e Divinho (2013) que concluíram que um maior risco na carteira de crédito prejudica a rentabilidade dos bancos.

Quanto a variável F&A, a mesma não mostrou significância, sugerindo que o processo de F&A não afeta a rentabilidade do ativo para amostra das instituições financeiras pesquisadas. Vinhados e Divinho (2013) encontrou um resultado semelhante. Os autores indicaram que no curto prazo as F&A não impactam na rentabilidade dos bancos, ou podem impactar até de maneira negativa.

Tabela 2: Resultados Regressão OLS

	ROA	ROE
	(1)	(2)
Variáveis Explicativas	Coef.	Coef.
ILC	0,4901511 (0,2663395)*	0,5769817 (1,849492)
LPA	0,1892865 (0,0287171)*	1,772624 (0,3086852)*
IQC	-12,46905 (5,332025)*	-79,79557 (46,43581)
logAT	0,105675 (0,1171477)	1,392574 (0,8021423)*
Grau de Endividamento	-0,341 (0,001)*	-0,003 (0,027)*
F&A	-0,0664534 (0,3220962)	-1,580793 (3,420343)
Cons	-1,023172 (2,131811)	-13,56618 (14,21993)
Númerode Observações	24	24
R ²	0.5836	0.6772
Teste F	0.0000	0.0000

Nota: *, **, ***, significativos a 10%, 5% e 1 %, respectivamente. Os erros-padrão são robustos e estão entre parênteses. O teste VIF apresentou valores menores que 10 para todas as variáveis.

No segundo modelo, no qual estima-se a relação das F&A com os investimentos dos sócios (ROE), as variáveis LA e AT apresentaram coeficientes associados positivos e significativos. Ao contrário do modelo 1, o tamanho da empresa, medido pelo ativo total, mostrou um impacto positivo para ROE, demonstrando que quanto maior o ativo da empresa, maior foi a rentabilidade para o ROE.

Com relação ao grau de endividamento, nota-se que para ambos os modelos os coeficientes associados são negativos e significativos. Esses resultados corroboram com os trabalhos de Araújo et al (2007) e Vinhados e Divinho (2013) que relataram que os bancos que dependem mais de capital de terceiros tendem a ter uma menor rentabilidade.

Da mesma maneira que no modelo 1, a variável F&A não apresentou significância, sugerindo que o processo de F&A não afeta a rentabilidade do patrimônio líquido para amostra das instituições financeiras pesquisadas. Assim, o resultado da pesquisa corrobora com Araújo et al (2007) que demonstrou que processos de F&A podem não estar ligados a maximização de lucros das empresas. Uma possível explicação apontada pelos autores pode ser o curto período estudado, pois foram analisados apenas resultados das empresas de 2007 a 2013. Ademais, Patrocínio, Kayo e Kimura (2005), defendem que a onda de fusões e aquisições importa-se mais com a criação de barreira a novos entrantes do que por retornos financeiros rápidos, podendo justificar a impossibilidade de verificar-se um ganho sobre o investimento no curto período de tempo pós processos de F&A.

5. Considerações finais

Os primeiros registros de fusões e aquisições surgiram nos Estados Unidos no século XVIII, motivados com a Revolução Industrial e se intensificaram em uma velocidade cada vez maior com o passar dos tempos. Atualmente as combinações de negócios são, muitas vezes, fundamentais para a sobrevivência das organizações no mundo globalizado.

Com a globalização e o aumento da concorrência no cenário mundial, as organizações planejam estratégias cada vez mais elaboradas para conseguirem se manter no mercado e conquistarem

novos mercados. Assim, várias empresas buscam nas operações de fusões e aquisições conquistarem diferenciais para atingirem seus objetivos. Algumas buscam aumentar seu *market share* com a aquisição de empresas menores, outras para entrarem em novos mercados passam por esse tipo de processo adquirindo o *know how* de outras empresas. Em outros casos, as empresas realizam essas operações para ganho de escala, criação de barreiras para novos entrantes, etc.

No Brasil, tivemos o início na década de 1980 e a intensificação na década de 1990 com a eliminação de barreiras de entradas de empresas transnacionais. No setor bancário brasileiro, objeto de estudo desde trabalho, tivemos uma expressiva movimentação das organizações em relação aos processos de fusões e aquisições, onde em 1994, segundo o BACEN, possuíamos 246 instituições financeiras regulamentadas a operar pela instituição e, em 2015, temos apenas 118, grande parte devido aos processos de fusões e aquisições realizados no país.

Devido à grande importância desses processos na estrutura financeira brasileira, este trabalho teve como objetivo principal verificar a relação entre a rentabilidade das instituições financeiras e os processos de fusões e aquisições. Também foi realizada uma análise para verificar se os indicadores financeiros ROA e ROE tiveram uma melhor performance quando comparados aos das instituições que passaram por processos de fusões e aquisições.

Como resultado do estudo realizado, não foi possível determinar se as empresas que passaram por processos de F&A tiveram uma melhor performance no ROE e ROA se comparados as empresas que não participaram dessas operações. O resultado da pesquisa corrobora com grande parte das pesquisas realizadas sobre o tema e como possível explicação para não se encontrar uma performance melhor nos indicadores seria o período analisado pós processos de F&A. Outro resultado possível desses processos seria um ganho de ativos intangíveis como valor de marca e *good will* não avaliados neste estudo.

Desta forma, fica como sugestão para novas pesquisas a avaliação de outros indicadores de rentabilidade e de ganhos com ativos intangíveis que possam agregar valor futuro aos acionistas. Poderá verificar-se também as mesmas empresas analisadas em um período posterior, permitindo-se um tempo de avaliação no longo prazo desses processos de fusões e aquisições.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Fusões e Aquisições. Ano VIII, Nº 19, Primeiro Semestre de 2013. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Documents/Boletim_fusoes_e_aquisicoes_2013-1S.pdf>. Acesso em 15 de outubro de 2015. 5 p.

ARAUJO, C. A. G. et al. Estratégia de fusão e aquisição bancária no Brasil: evidências empíricas sobre retornos. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo. Anais ... São Paulo: USP, 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e Análise de Balanços. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002. . Finanças Corporativa e Valor. São Paulo: Atlas, 2003

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado financeiro. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2008

ATHANASOGLU, P. BRISSIMIS, S. and DELIS, M. 2008. Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 18 (2). 121-136.

BANCO CENTRAL DO BRASIL - BACEN. Site da organização. Disponível em <<http://www.bacen.gov.br>>. Acesso em 06 de maio de 2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira. Brasília, vol. 14, n. 1, mar 2015. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2015_03/refP.pdf . Acesso em 01 de novembro de 2015. 68 p.

BOMFIM, Emanuel Truta. Performance de empresas brasileiras: avaliação do efeito provocado por operações de fusões e aquisições. Dissertação de Mestrado: UFPB. João Pessoa, 2014.

BRADLEY, Michael, DESAI, Anand, KIM, E. Han (1988/05). "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms." *Journal of Financial Economics* 21(1): 3-40.

CAMARGOS, M. A. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor, retorno. 2008. 245f. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.

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

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

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 2, p.17-38, abril/junho 2003.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões, aquisições 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, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Merger and Acquisitions of Brazilian Companies: Operational and Managerial Synergisms and Profitability. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, ISSN 0103-734X, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 21, n. 1, p. 69-99, jan./mar. 2010.

CARVALHO, C. E.; STUART, R.; ALVES JÚNIOR, A. J. Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas: a experiência brasileira recente.. Brasília, DF: IPEA, 2002. (Texto para discussão, nº 882). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/pub/td/2002/td_0882.pdf>. Acesso em: 07 nov. 2002.

CASTRO. Mariana Mergulhão Santos. O impacto da estratégia de fusão e aquisição no desempenho das empresas. Brasília, 2011. Monografia.

EL HAJJ, Z.S., LISBOA, L. P. Business Combinations e Consolidação das Demonstrações Contábeis: Uma abordagem Comparativa Entre os Pronunciamentos e Normas dos USGAAP, IASC e Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças FIPECAFI – FEA – USP*, São Paulo, FIPECAFI, v.16, nº 27, p.33-58, Setembro/Dezembro 2001.

FARIA JUNIOR, J.A; PAULA, L.F.D. Fusões e aquisições bancárias e a evolução da eficiência técnica dos maiores bancos privados do Brasil. In: Encontro nacional de economia, 38., 2009, Foz do Iguaçu. Disponível em: . Acesso em: 05 maio 2010.

FÁVERO, L. P. et al. Análise de Dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões. 1. ed. Rio de Janeiro: Campos Elsevier, 2009.

- FRANKFURTER, G., GUNAY E. (1993) Management buyouts and anticipated gains to shareholders-theory and testing. *International Review of Financial Analysis* 2(1), pp.33-50.
- GHOSH, A. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam: Elsevier Science, v. 7, n. 2, p. 151-178, June 2001.
- GORT, M. An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, [S.l.: s.n] v. 83, n. 4, p. 624-642, Nov. 1969.
- GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; WEICHSELBAUMER, M. The determinants of mergers waves: an international perspective. *International Journal of Industrial Organization*, v. 30, n. 1, p. 1-15, 2012.
- HEALY, Paul M., KRISHNA G. Palepu, and RICHARD S. Ruback. "[Does Corporate Performance Improve after Mergers?](#)" *Journal of Financial Economics* 31, no. 2 (April 1992): 135–175.
- HIRSCHEY, M. Merger, buyouts and fakeouts. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 76, n. 2, p. 317-321, May 1986.
- JENSEN, M. C., and RUBACK R. S.. "[The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence](#)." *Journal of Financial Economics* 11, nos. 1-4 (April 1983): 5–50.
- KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, São Paulo: FEA/USP, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan.- mar. 1994.
- KPMG, CORPORATE FINANCE. Pesquisa de Fusões & Aquisições 2014 – 4º trimestre. 2013. Disponível em http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Fusoes%20e%20Aquisicoes/2013/FA-4-trimestre-2013.pdf > Acesso em 10 de outubro de 2015. 41 p.
- LOPES, Lincon. Criação de valor para acionistas de empresas adquirentes em processos de F&A e análise de eficiência de mercado entre 2001 e 2011. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013. 71 p.
- MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, Chicago: University of Chicago, v. 73, n. 2, p. 110-120, Apr. 1965.
- MAQUIEIRA, C. P.; MEGGINSON, W. L.; NAIL, L. Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 48, n. 1, p. 3-33, Apr. 1998.
- MARION, José Carlos. *Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- MATIAS, A.B.; BARRETO, A.C.P.M.; GORGATI, V. Fusões e aquisições no Brasil atual: possibilidade de ocorrência de uma onda. In: *Seminário em Administração*, I, 1996, USP/FEA. São Paulo: SEMEAD/USP, 1996.
- MUELLER, D. C. A theory of conglomerate mergers. *Quarterly Journal of Economics*, [S.l.: s.n.], v. 83, n. 4, p. 643-660, Nov. 1969.
- MUELLER, D. C.; SIROWER, M. L. The causes of mergers: tests based on the gains to acquiring firms shareholders and the size of premia. *Managerial and Decision Economics*, v. 24, n. 5, p. 373-391, 2003.
- PATROCINIO, Maurício Réa; KAYO, Eduardo Kazuo; KIMURA, Hebert. Intangibilidade e criação de valor nos eventos de fusão e aquisição: uma análise dos retornos anormais no período

de 1994 a 2004. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29, 2005, Brasília/DF. Anais... 2005

POETA, Karina Zimmermann. Fusão Itaú e Unibanco: verificação dos reflexos nos indicadores econômicos e financeiros. Monografia. UFSC, Florianópolis, 2008.

ROCHA, F.; IOOTTY, M.; FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira da década de 90: a ótica das empresas adquiridas. Revista Economia Contemporânea, v. 5, n. especial, p. 69-102, 2001.

ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. Journal of Business, Chicago: University of Chicago, v. 59, n 2, part 1, p. 197- 216, Apr. 1986.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2003.

SCHERER, F. M.; ROSS, D. Industrial market structure and economic performance. 3. ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990.

SILVA, M. E.; FIRMO, L. A.; SILVA, M. F. B.; ALMEIDA, S. F. Fusões e incorporações: decisões estratégicas que elevam o poder de uma organização. XII SemeAd, São Paulo, 27 e 28 de agosto de 2009

TRICHES, Divanildo. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil. Revista de Administração. São Paulo: FEA/USP, v.31, n.1, p.14-31, jan./mar. 1996.

TROSTER, Roberto Luis. CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA. FEBRABAN, 2003.

TUCH, C., O'SULLIVAN, N., 2007. The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence. International Journal of Management Reviews, Vol. 9, Issue 2, pp. 141-170.

VINHADOS, Fernando S.; DIVINO, José Angelo. Determinantes da rentabilidade das instituições financeiras no Brasil. Análise Econômica. Porto Alegre, ano 31, n. 59, p. 77-101, mar. 2013.

WOOD JR., Thomaz; VASCONCELOS, Flávio C.; CALDAS, Miguel P. Fusões e aquisições no Brasil. RAE executivo, v.2, n.4, p.41- 45, Nov 2003 a Jan 2004, 2003-2004.