

1 Introdução

O setor bancário dos EUA passou por um forte processo de desregulamentação a partir de meados dos anos 1970, o que provocou um forte movimento de consolidação e reduziu o número de instituições financeiras de 13 mil em 1970 para cerca de 7 mil em 2005¹.

As operações de fusão tiveram grande importância nesse processo de consolidação, sendo o principal vetor de redução do número de instituições bancárias (Figura 1) e envolvendo elevados montantes de recursos. De fato, Pillof (2004) relata a ocorrência de 3.517 fusões no setor bancário dos EUA entre 1994 e 2003, as quais envolveram U\$ 3.1 trilhões em ativos, U\$ 2.1 trilhões em depósitos e 47.300 agências.

A grande importância das operações de fusão para o processo de consolidação do setor bancário norte-americano levanta algumas questões. Quais são os efeitos das fusões sobre a rentabilidade dos bancos? Sob quais circunstâncias este efeito é atenuado ou majorado? A variação de *performance* se deve ao incremento de poder de mercado ou à geração de sinergias? Que mecanismos ligam a ocorrência de operações de fusão à rentabilidade?

Este trabalho aborda estas questões e se diferencia da literatura em dois aspectos: (i) analisa profundamente a literatura que investiga os determinantes das fusões, o que fortalece a estratégia de estimação; e (ii) introduz novos métodos para a estimação, *Propensity Score Matching* e *Differences-in-Differences*.

Há uma vasta literatura que avaliou o efeito das fusões sobre a rentabilidade dos bancos utilizando dados de *equities* e *bonds* e análise de eventos (Ver Rhoades (1994) para um *survey*). O presente trabalho utiliza dados contábeis, haja vista que a metodologia supracitada apresenta as seguintes limitações: (i) os resultados são muito sensíveis à escolha do período em torno do

¹ "Several factors, including advances in information technology, have facilitated the industry's consolidation, but the most important factor has undoubtedly been the gradual easing of geographic restrictions on banks." (Pillof, 2004 p.1)

anúncio da operação e tal metodologia permite apenas a análise de empresas negociadas em bolsa, o que pode gerar resultados pouco representativos; (ii) dificuldades em decompor o efeito das fusões sobre a *performance*, já que a reação do mercado levará em consideração todos os possíveis aspectos; e (iii) requer a hipótese de eficiência do mercado de capitais, o que foi contestado pelos trabalhos de Carline et al. (2009), Powel e Stark (2005) e Ghosh (2001).

A utilização de dados contábeis e de índices de rentabilidade não é uma contribuição à literatura. De fato, Cornett e Tehranian (1992), Rhoades (1998) e Cornett et al. (2006) já o fizeram e encontraram aumento de rentabilidade associado às operações de fusão e aquisição (M&A). Por outro lado, Pillof (1996) não foi capaz de concluir que operações de fusão geram aumento de rentabilidade.

Apesar da vasta literatura, as metodologias utilizadas apresentam alguns problemas. A utilização da média e mediana da indústria como *benchmarks* gera viés de seleção, já que as empresas que passam por operações de M&A são mais rentáveis (Cornett e Tehranian (1992)). Por outro lado, a realização de *matching* em poucas variáveis desconsidera uma série de diferenças entre os bancos (Pillof (1996) e Cornett et al. (2006)). Já a análise de um pequeno número de operações pode levar a resultados pouco representativos (Cornett e Tehranian (1992), Rhoades (1998) e Pillof (1996)). Por fim, esta literatura pouco se preocupou com os determinantes das operações de M&A, bem como não controlou para fatores não observáveis que afetam tal decisão.

Os meios através dos quais as operações de M&A afetam a rentabilidade também foram estudados, mas apresentam os mesmos problemas enfrentados na estimação do efeito sobre a rentabilidade. Cornett et al. (2006) encontram que as fusões são acompanhadas de redução dos custos operacionais e do aumento da receita. Rhoades (1998) encontra redução de custos. Já Cornett e Tehranian (1992) encontram que as operações de aquisição são seguidas de aumento dos depósitos, dos empréstimos e da eficiência dos trabalhadores.

Os resultados encontrados por este trabalho apontam para a existência de pequenos efeitos das fusões sobre a rentabilidade dos bancos. Entretanto, esse efeito é superior em operações que envolvam bancos de um mesmo mercado. As fusões são acompanhadas do aumento da produtividade do trabalho, dos ativos, da alavancagem, da concentração de mercado e dos impostos sobre o lucro. Por outro

lado, há redução dos custos operacionais e do número de empregados e não há impacto sobre salário médio e o risco das operações do banco.

Este trabalho está organizado da seguinte maneira: a descrição da base de dados empregada está na seção 2; na seção 3 será apresentada uma descrição detalhada da metodologia empírica empregada, bem como a estratégia usada para minimizar os problemas de seleção e não aleatoriedade do tratamento; os resultados são apresentados na seção 4; e a seção 5 conclui o trabalho.