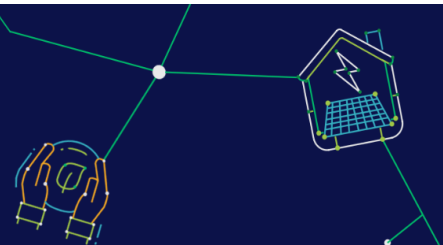




EBPC

7ª EDIÇÃO

7º Encontro Brasileiro
de Pesquisadores em
Cooperativismo



MÁS INCORPORAÇÕES E O “MERCADO” DE CONTROLE PARA COOPERATIVAS DE CRÉDITO *BAD MERGERS AND THE “MARKET” FOR CREDIT UNION CONTROL*

Bruno José Canassa

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto,
Universidade de São Paulo
bjcanassa@fearp.usp.br

Davi Rogério de Moura Costa

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto,
Universidade de São Paulo
drmouracosta@usp.br

Carlos Alberto Grespan Bonacim

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto,
Universidade de São Paulo
carlosbonacim@usp.br

Eixo temático: 4 – Contabilidade, Finanças e Desempenho

Resumo

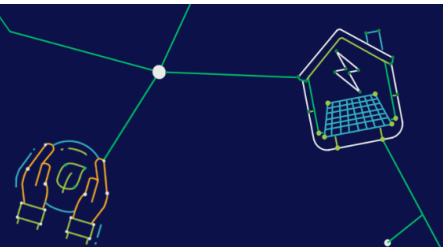
Incorporações entre cooperativas de crédito são comuns, mas não costumam trazer benefícios em desempenho e aos membros da incorporadora. Este trabalho propôs a investigação de possíveis perfis gerenciais associados ao retorno gerado pela incorporação, visando identificar aqueles que levaram diretores a realizar as chamadas más incorporações, que não melhoram as taxas de serviços bancários disponíveis aos membros da incorporadora. Utilizando uma amostra de 216 cooperativas responsáveis por 295 incorporações entre 2008 e 2018, foi identificado que diretores mais hábeis realizam as incorporações de pior retorno gerado aos membros da incorporadora, sugerindo possível confiança excessiva na incorporação. Já o efeito da busca por crescimento ou por diversificação pode estar sendo mitigado pela coordenação de órgãos reguladores, cuja atuação nas incorporações tende a simular um “mercado” no qual o controle sobre ativos da incorporada é repassado à incorporadora. Identificar perfis associadas ao retorno das incorporações é importante para planejá-las e evitar que possam, eventualmente, aumentar o risco sistêmico.

Palavras-chave: Cooperativas de crédito, incorporações, confiança gerencial, crescimento, diversificação.

Abstract

Mergers between credit unions are common, but do not usually bring benefits in terms of performance and members of the acquiring credit union. This work





proposed the investigation of possible managerial profiles associated with the return generated by the merger, aiming to identify those that led directors to carry out the so-called bad mergers, which worsen the rates of banking services available to the members of the acquiring credit union. Using a sample of 216 credit unions responsible for 295 mergers between 2008 and 2018, it was identified that more skilled directors carry out the mergers with the worst return generated to the members of the acquiring, suggesting possible overconfidence in the merger. The effect of the search for growth or diversification may be mitigated by the coordination of regulatory bodies, whose role in mergers tends to simulate a "market" in which control over assets of the target credit union is passed on to the acquiring. Identifying profiles associated with the return of mergers is important for planning them and preventing them from possibly increasing systemic risk.

Key words: Credit unions, mergers, managerial overconfidence, growth, diversification.

1. Introdução

Diretores são agentes dos membros, que investiram na cooperativa de crédito esperando retorno em taxas de serviços bancários que lhes sejam vantajosas. As decisões dos diretores, portanto, deveriam se voltar a atender o interesse dos membros (JENSEN, 1986). É comum que diretores decidam incorporar outra cooperativa de crédito, justificando os custos elevados das incorporações, assim como seus pares em empresas listadas fazem, sugerindo potenciais ganhos em sinergias, eficiência, e expansão das atividades e de poder de mercado (MCKILLOP et al., 2020; RENNEBOOG; VANSTEENKISTE, 2019; GROSSMAN; HART, 1986). Entretanto, as incorporações não costumam trazer benefícios fora o aumento de escala para a cooperativa incorporadora (PENG, 2022; BAUER, MILES; NISHIKAWA, 2009; RALSTON, WRIGHT; GARDEN, 2001). Por que são frequentes se o retorno não as justifica?

Dentro desse contexto, este trabalho segue Jensen (1986) e assume que incorporações se originam de objetivos gerenciais. Sendo assim, foi objetivo deste trabalho investigar para o caso das cooperativas de crédito os três perfis gerenciais levantados por Morck, Shleifer e Vishny (1990) que se associam ao mau retorno gerado nas incorporações. Para os autores, más incorporações, aquelas que não trazem retorno aos membros, seriam motivadas pelo perfil confiante ou de entrenchamento, de crescimento e de diversificação da gestão, que assume custos financeiros, de barganha e de adaptação em busca de objetivos privados. Investigação do tipo ainda não havia sido conduzida para as cooperativas de crédito, onde também é preciso considerar o efeito de órgãos reguladores coordenando incorporações, simulando um "mercado de controle", pois tendem a se beneficiar deste processo (NAN; GHAO; ZHOU, 2019).



EBPC

7º Encontro Brasileiro
de Pesquisadores em
Cooperativismo

7ª EDIÇÃO



A partir de 295 observações de 216 cooperativas de crédito incorporadoras entre 2008 e 2018, foi investigada a associação entre o retorno gerado pela incorporação em termos de spread bancário e a habilidade gerencial em cumprir o objetivo de minimizar esse spread e gerar sobras, a política de crescimento e políticas de diversificação geográfica e dos membros. O principal resultado indica a relação inversa entre a habilidade da gestão e o retorno gerado pela incorporação, que é reforçada por uma estimação logit que sugere maior probabilidade de gestões hábeis realizarem más incorporações. Assim, das diversas associações entre retorno e perfis gerenciais sugeridas pela literatura de empresas listadas, o caso das cooperativas estaria alinhado à confiança excessiva dos diretores (DONG; DOUKAS, 2021; ROLL, 1986). Já o efeito dos outros perfis estaria sendo mitigado pela coordenação de órgãos reguladores, algo já documentado para empresas listadas (BROOKS; CHEN; ZHENG, 2018).

Assim, esse trabalho acrescenta a literatura por tratar as incorporações como decisões de investimento tomadas pela gestão, mesmo quando ocorrem coordenadas por órgãos reguladores. Trabalhos anteriores investigaram o efeito das incorporações para incorporadora, membros da incorporada e benefícios aos órgãos reguladores, como Peng (2022), mas não consideraram que a decisão de incorporar pode ter se originado de objetivos gerenciais. Para a prática, o trabalho é importante pois considera que reguladores têm influência sobre o retorno gerado nas incorporações. Destaca-se que a Lei Complementar nº 196 (BRASIL, 2022) deve renovar a onda de incorporações no Brasil e que é papel dos reguladores buscar soluções para evitar que más incorporações gerem ineficiências, aumentando o risco sistêmico (MISHKIN, 1996).

2. Referencial Teórico

Para Jensen (1986), gestores realizam incorporações pois é uma forma de obter benefícios privados como status, maior remuneração e maior proteção no cargo por envolver conhecimento específico que entrincheira a gestão (GROTE; UMBER, 2007; SHLEIFER; VISHNY, 1989). O aumento da escala pode tornar a incorporadora *too big to fail* e lhe garantir maior proteção de órgãos reguladores, aumentando a probabilidade de sobrevivência e de continuidade dos diretores em seus cargos mesmo em caso de mau desempenho (NAN; GHAO; ZHOU, 2019). Segundo Jensen (1986), gestores utilizariam fluxo de caixa livre nas incorporações, pois não tem custo de capital e, portanto, exigência mínima de retorno para o investimento. Isso diminuiria a preocupação da gestão em gerar retorno a quem investiu na incorporadora.

2.1. Perfis gerenciais e retorno das incorporações

Jensen (1986) explica a predisposição de gestores a buscarem incorporações e indica a utilização de fluxo de caixa livre, mas não aponta que



incorporações necessariamente não geram retorno. Diversos fatores podem ser associados ao retorno das incorporações (RENNEBOOG; VANSTEENKISTE, 2019). Desses, Morck, Shleifer e Vishny (1990) sugere três perfis gerenciais por trás das más incorporações, aquelas que não geram retorno.

O primeiro perfil citado por Morck, Shleifer e Vishny (1990) se relaciona a habilidade da gestão. Gestões mais hábeis identificariam melhores candidatas a incorporadas e lidariam melhor com os custos da incorporação, enquanto gestões menos hábeis, com perfil de entrincheiramento, incorporariam por proteção no cargo. Os autores trazem evidências de associação positiva entre a habilidade gerencial e o retorno gerado por incorporações entre empresas norte-americanas. Porém, também é possível argumentar que a associação entre a habilidade da gestão e o retorno da incorporação seja negativa, pois vários estudos sugerem que gestores mais hábeis têm perfil confiante, o que os leva a realizar incorporações por status. Confiantes, superestimam a capacidade de gerar sinergias, subestimando custos financeiros, de influência e de adaptação, realizando más incorporações (DONG; DOUKAS, 2021; ROLL, 1986).

O segundo perfil dado por Morck, Shleifer e Vishny (1990) é o de promoção do crescimento das operações. Políticas de crescimento garantem status, proteção no cargo e maior remuneração, mas não necessariamente retorno que justifique os custos da incorporação. Incorporações potencializariam o crescimento de cooperativas expansionistas. Assim, haveria associação positiva do crescimento prévio da incorporadora e o retorno gerado pela incorporação. Ressalta-se que, embora já tenha sido identificado que incorporadas sejam estagnadas (THOMPSON, 1997), a gestão da incorporadora pode ter considerado que complementar seu quadro de membros com os da incorporada fomentaria o crescimento (GROSSMAN; HART, 1986).

O terceiro perfil gerencial apontado por Morck, Shleifer e Vishny (1990) é o de diversificação das operações. Diversificação traz complexidade, que aumenta margem para consumo de benefícios privados e a proteção da gestão (SHLEIFER; VISHNY, 1989). Quanto menos relacionadas ou complementares as atividades econômicas e maiores as distâncias geográficas e culturais entre incorporadora e incorporada, pior o retorno da incorporação devido aos custos de adaptação (LEE; MAUER; XU, 2018; LANDIER; NAIR; WULF, 2009). Portanto, quanto maior a diversificação promovida por uma incorporação, menor resultado obtido pela incorporadora. Ressalta-se, contudo, o estudo de Grote e Umber (2007), que aponta uso político de incorporações geograficamente próximas por gestores em busca de status local. Esses gestores subestimaram custos da incorporação, prejudicando o retorno gerado a incorporadora.

2.2. Coordenação de órgãos reguladores e incorporações

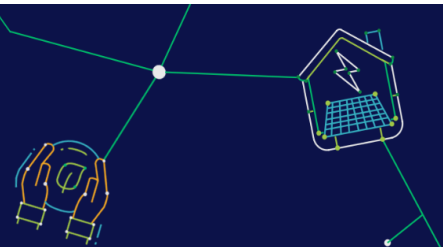
Ao contrário das empresas listadas dos estudos anteriores, cooperativas de crédito não têm um mercado para quotas que permita seus diretores



EBPC

7º Encontro Brasileiro
de Pesquisadores em
Cooperativismo

7ª EDIÇÃO



livremente realizarem incorporações. Aqui, é preciso considerar o papel dos órgãos reguladores, pois sabe-se que costumam exercer controle sobre cooperativas. Órgãos reguladores têm interesse em incorporações pois proporcionam solidez financeira e escala, e removem más gestões, transferindo ativos da incorporada, que seriam perdidos caso liquidada, para a incorporadora (NAN; GHAO; ZHOU, 2019; MANNE, 1968).

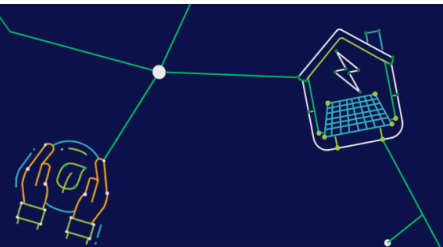
A sugestão de transferência de controle sobre ativos para uma diretoria em tese melhor, como em um "mercado de controle" para cooperativas de crédito, tem suporte em estudos que indicam mau desempenho das incorporadas (BAUER, MILES; NISHIKAWA, 2009; THOMPSON, 1997). No Brasil, os sistemas cooperativistas de crédito e suas centrais exercem papel de órgãos reguladores (PINHEIRO, 2008) e, de fato, dados desta pesquisa apontam que 323 das 374 incorporações entre 2008 e 2018 envolveram filiadas a um mesmo sistema, com 107 incorporações envolvendo filiadas a uma mesma central nos 109 casos com essa informação disponível. É possível que venham coordenando incorporações indicando incorporadas de mau desempenho para potenciais incorporadoras. A lógica de incorporações como um mercado de controle proposta por Manne (1965), entretanto, não sugere qualquer resultado gerado para as incorporadoras; apenas aponta benefícios ao setor.

Não se sabe o efeito da coordenação dos órgãos reguladores sobre o retorno das incorporações entre cooperativas de crédito. Sabe-se que uma terceira parte interessada na incorporação costuma minimizar custos financeiros, de adaptação e de barganha por facilitar o fluxo de informações entre incorporadora e incorporada (BROOKS; CHEN; ZHENG, 2018). É possível que a coordenação dos órgãos reguladores mitigue o efeito dos perfis gerenciais sobre o retorno da incorporação (RENNEBOOG; VANSTEENKISTE, 2019). Porém, essa coordenação poder receber influência da incorporadora, como os diretores são conselheiros de uma central, algo vedado na Lei Complementar nº 196 (BRASIL, 2022). Neste caso, o efeito gerencial sobre o retorno da incorporação seria potencializado (EL-KHATIB; FOGEL; JANDIK, 2015).

3. Métodos

3.1 Dados e amostra

Os dados deste trabalho, em sua maioria, estão disponíveis no *site* do Banco Central do Brasil. As Divulgações Mensais da Evolução do Sistema Financeiro Nacional registram cada incorporação entre instituições financeiras, identificando cooperativas de crédito incorporadoras e respectivas incorporadas. Município-sede, requisito para associação, categoria de serviços permitida a atuar e afiliação a central, pela qual foi identificada a afiliação ao sistema cooperativista de crédito, são do Cadastro de Instituições Financeiras. Os dados financeiros são dos Balancetes das Instituições Financeiras, atualizados para o



mês de dezembro de 2021. Outros dados são do Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas da Receita Federal Brasileira, ou da Relação Anual de Informações Sociais do Ministério do Trabalho e Emprego. Foram coletados dados semestrais de 2005 a 2021 para construir as variáveis; para aquelas em que apenas dados anuais estão disponíveis, este foi utilizado para ambos os semestres.

As análises foram realizadas sobre 295 observações de semestres entre 2008 e 2018 de 216 cooperativas de crédito realizaram incorporações. Essas 295 observações de semestres têm origem em 374 incorporações realizadas por 246 incorporadoras, das quais foram excluídas cooperativas categorizadas como capital e empréstimo, cujas operações específicas ao crédito consignado e o não recebimento de depósitos viesaria a construção de algumas variáveis (PINHEIRO, 2008) e os casos que podem ser caracterizados como fusões, onde as cooperativas envolvidas na incorporação dão origem a uma terceira. Por não deter histórico operacional, também foi excluída uma incorporadora fundada no ano anterior à incorporação. O uso de observações de semestres ao invés de observações de incorporações se deve ao fato de incorporadoras podem ter realizado mais de uma incorporação dentro de um semestre, não sendo possível discriminar o efeito específico de cada incorporação sobre seu retorno.

3.2 Retorno e más incorporações

Para empresas listadas costuma-se utilizar o retorno anormal acumulado após as incorporações, que é a soma das diferenças entre o retorno observado para a ação da empresa e o retorno mínimo exigido pelos investidores dado pelo Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) nos períodos a incorporação (RENNEBOOG; VANSTEENKISTE, 2019). Membros investem capital nas cooperativas de crédito visando acesso a taxas de serviços bancárias que lhes sejam vantajosas (RUBIN et al., 2013). Por isto, minimizar o *spread* bancário é seu objetivo e as decisões dos diretores deveriam ser voltadas a cumprir este objetivo. O *spread* médio da cooperativa i é calculado por (1).

$$spread_{it} = \frac{r_{oc_{it}}}{oc_{it}} - \frac{d_{cap_{it}}}{dep_{it}} \quad (1)$$

Em (1), o *spread* bancário médio de uma cooperativa de crédito i no semestre t é a diferença entre a razão da renda com operações de crédito (r_{oc}) pelo total em operações de crédito (oc) e a razão da despesa com captação (d_{cap}) pelo total em depósitos (dep).

Não existe um parâmetro como o CAPM para ser comparado ao *spread* bancário das cooperativas de crédito após a incorporação. Contudo, o *spread* de uma cooperativa é função do tipo de serviço bancário principal no mercado em que atua (JENSEN, 1986). A diferença entre o *spread* médio operacionalizado pela cooperativa e o *spread* esperado pelo tipo de serviço bancário em que atua



seria o retorno obtido pelos membros, que pode ser estimada como o termo de erro de uma regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO), como (2).

$$spread_{it}^* = \varepsilon_{it} = spread_{it} - \mu_1 med(spread_{jt}) \quad (2)$$

Em (2), o retorno obtido pelos membros ($spread^*$) da cooperativa de crédito i no semestre t é o termo de erro ε de uma regressão onde o $spread$ bancário médio de i é função de um parâmetro de serviço, no caso a mediana do semestre t do $spread$ do grupo j de cooperativas sediadas no mesmo estado que i atuando no mesmo tipo de serviço bancário principal.

Contudo, além do serviço em que atua, diversas outras características, como porte, mercado, fatores institucionais e a própria habilidade dos diretores, além de fatores exógenos, determinam o $spread$ bancário de uma cooperativa de crédito (BRICKLEY; SMITH; ZIMMERMAN, 2015). A estimação de (2) em um painel com efeitos fixos decompõe o termo ε entre o termo α , que representa características fixas de i , e o termo idiossincrático u , como em (2.1).

$$\varepsilon_{it} = \alpha_i + u_{it} \quad (2.1)$$

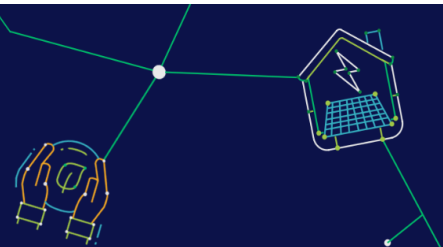
Onde α é o "retorno inerente" da cooperativa de crédito i , ou seja, o retorno esperado dadas suas características fixas, e u é o retorno anormal em t que não é determinado por características fixas de i ou seu serviço. u reflete o retorno de decisões tomadas em i . Assim, u permite identificar o retorno da decisão de incorporar considerando objetivo de minimização do $spread$ bancário, comparando u dos semestres posteriores à incorporação a u dos semestres anteriores. Esse procedimento remove o ruído de características fixas na análise.

Neste trabalho, (2) foi estimado através de dados em painel com efeitos fixos considerando todas as observações de cooperativas de crédito singulares entre 2005 e 2021 dentro dos critérios de composição da amostra apresentados anteriormente. Como parâmetro de tipo de serviço foi considerado a especialização ou não em crédito rural, identificada pelo critério de associação (1[ser produtor rural]). Também foram utilizadas variáveis identificando o semestre para controle de fatores exógenos e ao serviço bancário.

Segundo Beitel, Schiereck e Wahrenburg (2004), o retorno anormal acumulado após incorporações em semestres centralizados como $s = 0$ pode ser calculado a partir de u como em (3).

$$ret_inc_{is} = \sum_{n=1}^5 \left(\frac{v_{i(s+n)}}{\frac{v_{i(s-1)} + v_{i(s-2)} + v_{i(s-3)} + v_{i(s-4)} + v_{i(s-5)}}{N}} - 1 \right) \quad (3)$$

Em (3), o retorno anormal acumulado (ret_inc) da cooperativa de crédito i nos semestres após realizar incorporações é a soma de cada retorno anormal u



(de $s+1$ até $s+5$) ponderado pela média de ν nos cinco semestres anteriores à incorporação. Cada razão é subtraída por 1 para indicar aumento ou diminuição em relação à média anterior. ret_inc é o retorno da decisão gerencial de incorporação sobre o objetivo de minimizar o *spread* bancário (RUBIN et al., 2013). Assim, quanto maior é ret_inc , pior é o retorno gerado pela incorporação.

O retorno em (3) é uma variável contínua na qual é possível categorizar as incorporações. Seguindo o critério de avaliação de investimentos e o objetivo de minimização do *spread* bancário (RUBIN et al., 2013), uma incorporação como má se $ret_inc \geq 0$ pois não diminuiu o *spread*, como em (4).

$$má_inc_{is} = \begin{cases} 1, & \text{se } ret_inc_{is} \geq 0 \\ 0, & \text{se } ret_inc_{is} < 0 \end{cases} \quad (4)$$

3.3 Perfis gerenciais

Duas variáveis foram utilizadas para a habilidade gerencial. A primeira é a habilidade para minimizar o *spread* bancário. Partindo de α obtido em (2) foi estimada regressão MQO utilizando como variáveis dependentes características fixas da cooperativa de crédito. O termo de erro dessa regressão é a habilidade para minimizar o *spread*. Como a gestão das cooperativas de crédito é naturalmente entrincheirada (GORTON; SCHMID, 1999); é plausível assumir a habilidade como característica fixa. Em (3), a habilidade para minimizar o *spread*.

$$hab_spr_i = \omega_i = \alpha_i - \varphi'F_i \quad (5)$$

Onde a habilidade da gestão da cooperativa de crédito i para produzir *spread* bancário (hab_spr) é o erro ω da regressão de α , obtido em (2), em função de um conjunto F de variáveis que representam características fixas de i . F contém o porte e a dispersão de atuação de i (logaritmos da média entre 2005 e 2021 do ativo total e da distância média entre matriz e filiais de i , respectivamente). F também contém conjuntos de variáveis indicadoras da afiliação de i a um dos sistemas cooperativistas de crédito para controlar fatores institucionais, e do estado sede de i para controlar características econômicas regionais, e, por fim, uma variável *dummy* indicadora do principal tipo de serviço no período (1[crédito rural]). Os resultados dessa regressão, cujo R^2 é 0,585, estão no Apêndice. Considerando o objetivo de minimizar o *spread* (RUBIN et al., 2013), quanto maior hab_spr , pior é o *spread* e menos hábil é a gestão.

A segunda variável para habilidade gerencial é a consistência para gerar sobras. O indicador (6.1) foi calculado a partir da divisão da sobra após as destinações estatutárias pela renda operacional, que são as rendas com operações de crédito subtraídas pelas despesas com captação. O indicador sugere a eficácia da gestão em conter despesas e gerar sobras à disposição dos membros em assembleia. Contudo, o indicador (6.1) por si só não permite indicar



gestões mais hábeis que outras, pois características como o tipo de serviço bancário, porte e região de atuação determinam quantias esperadas de sobras geradas distintas para cada cooperativa. Portanto, neste trabalho foi considerado o desvio padrão (σ) do indicador nos cinco semestres anteriores à incorporação, que sugere a consistência para produzir sobras em torno desse valor esperado de sobras para cada cooperativa. Em (6), o cálculo.

$$\sigma(ef_sobr_{it}) = \left(\frac{\sum_{n=1}^5 \left[ef_sobr_{i(t-n)} - \frac{\sum_{n=1}^5 ef_sobr_{i(t-n)}}{N} \right]^2}{N-1} \right)^{1/2} \quad (6)$$

$$ef_sobr_{it} = \frac{sobr_{it}}{r_oc_{it}-d_cap_{it}} \quad (6.1)$$

Em que a consistência da gestão da cooperativa de crédito i para produzir sobras ($\sigma[ef_sobr]$) no semestre t é o desvio padrão da razão entre a sobra após as destinações estatutárias ($sobr$) e a renda operacional (r_oc-d_cap) em cada um dos 5 semestres t anteriores à incorporação. Quanto maior ($\sigma[ef_sobr]$), menos hábil a gestão para produzir sobras.

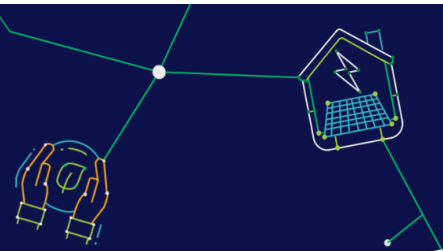
Para o crescimento, seguindo Morck, Shleifer e Vishny (1990), foi utilizada a evolução da renda com operações de crédito da incorporadora nos semestres anteriores à incorporação, sugerindo o crescimento das transações com o membro. O crescimento é a diferença em $\log$ em (7).

$$cresc_{it} = \ln(r_oc_{it-1}) - \ln(r_oc_{it-6}) \quad (7)$$

Em (7), a política de crescimento da cooperativa de crédito i no semestre t é representada pela diferença dos logaritmos naturais da renda com operações de crédito do semestre anterior ($t-1$) em relação a cinco semestres antes ($t-6$). As operações de crédito representam a renda obtida na principal transação de uma cooperativa junto aos seus membros (RUBIN et al., 2013). Quanto maior $cres$, maior a política de expansão da gestão da cooperativa de crédito i .

Para Morck, Shleifer e Vishny (1990), gestores diversificam suas empresas passando a atuar em produtos e serviços pouco relacionados. Nas cooperativas de crédito essa lógica não se aplica pois são permitidas apenas a operacionalizar serviços bancários. Contudo, é possível sugerir que cooperativas incorporadoras tenham buscado diversificar a região de atuação ou então o perfil de seus membros, que são seus clientes (RENNEBOOG; VANSTEENKISTE, 2019). Para a diversificação da região de atuação, este trabalho considerou o crescimento da dispersão geográfica após realizar a incorporação, como (8).

$$disp_{is} = dist_filiais_{is+1} - dist_filiais_{is-1} \quad (8)$$



Onde a diversificação da região de atuação (*disp*) causada pela incorporação realizada pela cooperativa de crédito *i* no semestre *s* é a diferença entre a distância média (em quilômetros) entre matriz e suas filiais ativas (*dist_filiais*) registradas na Receita Federal Brasileira no semestre após à incorporação e essa distância no semestre anterior. Caso a incorporação tenha visado diversificar a região de atuação, *disp* será um valor positivo.

Para a diversificação em busca de novos perfis de membros, foi considerado o percentual de incorporações de incorporadas sediadas em municípios com principal atividade econômica diferente do município sede da incorporadora, como demonstrado em (9).

$$perf_{is} = \frac{qtd_cnae_{is}}{qtd_inc_{is}} \quad (9)$$

Onde *perf* é o percentual de incorporações da cooperativa *i* no semestre *s* que diversificaram o perfil dos membros, *qtd_cnae* é a quantidade de incorporadas por *i* em *s* sediadas em municípios com atividade econômica principal diferente da sede de *i*, e *qtd_inc* é o total de incorporações realizadas por *i* em *s*. (9) considerou a principal atividade econômica do Cadastro Nacional de Atividades Econômicas dos moradores dos municípios envolvidos, da Relação Anual de Informações Sociais. *perf* varia de 0 a 1, sendo a probabilidade de *i* buscar incorporadas em municípios com outra principal atividade econômica.

3.4 Modelo e procedimentos econométricos

A associação entre os perfis gerenciais e o retorno da incorporação foi testada através de uma regressão MQO utilizando (10).

$$ret_soma_{is} = \beta_0 + P'\beta_1 + X'\beta_2 + \theta_i + u_{is} \quad (10)$$

No qual o retorno anormal acumulado (*ret_soma*) da incorporadora *i* após realizar incorporações no semestre *s* é função de um conjunto *P* de perfis da gestão de *i*, controles *X* e variáveis indicadoras *θ* para efeitos fixos da incorporadora. Para adequar as medidas das variáveis e facilitar a avaliação nas análises, *ret_soma* e *hab_spr* foram multiplicados por 100, pois são, efetivamente, percentuais (de variação acumulada do *spread* bancário anormal após a incorporação e de *spread* operacionalizado devido à habilidade natural da gestão). Como a multiplicação foi por uma constante, não altera a significância das variáveis. É importante destacar, também, que quando a incorporadora realizou mais de uma incorporação dentro de um mesmo semestre foram utilizadas as médias das variáveis contidas em *P* e em *X*.



(10) também pode ser estimado a partir de uma regressão *logit* substituindo *ret_soma* por *má_inc* dado (4). A estimação *logit* indica se as variáveis aumentam ou diminuem a probabilidade de gestores realizarem incorporações que se provariam más. Contudo, essa regressão *logit* deve ser considerada apenas um complemento à MQO pois *má_inc* não se origina de uma escolha dos diretores, sendo apenas uma avaliação *ex-post* seguindo uma premissa de finanças corporativas. Contudo, *logit* permite reforçar inferências.

3.4.1 Variáveis de controle

Controles utilizados em (10) incluem a quantidade de incorporações anteriores realizadas pela incorporadora pode representar aprendizado com experiências passadas que melhora o retorno, ou reforçar a confiança excessiva que minimiza potenciais custos e prejudica o retorno (DELONG; DEYOUNG, 2007). Já a quantidade de incorporadas no semestre pela incorporadora aumenta a complexidade do processo e tende a prejudicar o retorno (RENNEBOOG; VANSTEENKISTE, 2019). A distância (em quilômetros) entre as sedes da incorporadora e da incorporada dificulta o fluxo de informações necessárias para identificar potenciais incorporadas (GROTE; UMBER, 2007).

O impacto do desempenho financeiro da incorporada foi controlado pela média de seu Retorno sobre o Ativo (ROA) nos cinco semestres anteriores à incorporação. Menores ROA podem sugerir dificuldades financeiras da incorporada prejudicando o retorno da incorporadora, ou, caso contrário, aumento dos custos de transação pelo maior poder de barganha da incorporada (THOMPSON, 1997; GROSSMAN; HART, 1986). Ainda foi considerada a diferença de porte entre incorporadora e incorporada antes da incorporação, dada pela subtração dos logaritmos naturais da média dos Ativos Totais da incorporadora e da incorporada nos cinco semestres anteriores à incorporação. Quanto maior a diferença, menor o impacto do desempenho da incorporada, ou, então, maior a confiança dos diretores da incorporadora em minimizar os impactos negativos da incorporação (RENNEBOOG; VANSTEENKISTE, 2019).

Por fim, θ contém uma *dummy* para controle da possível mudança no principal serviço bancário da incorporadora após a incorporação (deixou de ser específica ao crédito rural), e também variáveis indicadoras da afiliação da incorporadora a um dos sistemas cooperativistas de crédito e do ano da incorporação para controle de fatores exógenos à incorporadora.

3.4.2 Procedimentos para robustez

Alguns procedimentos buscaram reforçar a robustez dos resultados. Histogramas permitiram identificar alguns *outliers* nas caudas superiores das distribuições das variáveis *spread*, calculado em (1), e $\sigma(ef_sobr)$, de (6), antes da seleção da amostra final de semestres. Essas variáveis foram *winsorizadas* à



1%; na prática o efeito da *winsorização* foi mínimo pois os valores extremos não pertenciam às incorporadoras, impactando apenas no parâmetro de produto utilizado em (2). Também, como as variáveis indicadoras de filiação aos sistemas cooperativistas de crédito poderiam identificar perfeitamente processos de incorporação, em (10) foi utilizada uma categoria agrupando todas as cooperativas não filiadas à Sicoob, Cresol, Sicredi. Como o semestre também identificaria perfeitamente alguns processos de incorporação, foi utilizado o ano em (10). Por fim, como testes de Breusch-Pagan indicaram heterocedasticidade, os erros padrão dos termos de erro das regressões foram *clusterizados* na incorporadora para também tratar correlação serial.

4. Resultados

Dos 295 processos de incorporação, 169 (57,29%) não reduziram o *spread* bancário anormal da incorporadora ($ret_inc \geq 0$; $má_inc = 1$). O predomínio de más incorporações alinha o caso brasileiro ao de estudos internacionais como Peng (2022) e Bauer et al. (2009). A Tabela 1 contém estatísticas das variáveis de (10) para todas as observações e agrupando entre más e boas. São as médias (ou as modas, para variáveis identificadoras) e entre parênteses os seus respectivos desvios padrão (ou as frequências).

Em termos gerais, não se pode excluir que incorporações podem gerar bom retorno em termos de minimização do *spread* bancário (média de ret_inc de -0,919 para $má_inc = \{0, 1\}$). Contudo, como apontado, houve predomínio daquelas que prejudicaram o *spread* da incorporadora. Nota-se, também, que as médias de -0,310 e de 0,230 para as habilidades de produzir *spread* e gerar sobras são menores que as médias de 0,416 e 1,615 das incorporações de melhor retorno, indicando que gestões mais hábeis estariam realizando más incorporações. As médias do crescimento (0,517) e das diversificações geográfica (32,113 quilômetros) e de perfil de membros (probabilidade de 0,396) nas más incorporações também são maiores do que as identificadas nas demais incorporações (0,451, 28,926 e 0,340, respectivamente), se alinhando a estudos como Morck, Shleifer e Vishny (1990) e Lee, Mauer e Xu (2018) e sugerindo que estejam associadas a políticas de expansão e de diversificação.

A média de incorporações anteriores e realizadas no semestre é maior nas más incorporações (0,562 e 1,195 contra 0,437 e 1,097), embora a diferença seja pequena nessa última, permitindo propor que exista certo otimismo da gestão (ROLL, 1986). A distância entre as sedes também é maior nas más incorporações, reforçando eventuais dificuldades de coordenação nas incorporações (GROTE; UMBER, 2007). Assim como Thompson (1997), foi identificada média negativa para o ROA (-0,031). Perdas eram comuns nas incorporadas, mas menores nas más incorporações (-0,003 contra -0,070). Como as más incorporações têm maior diferença de porte entre incorporadora e incorporada, é possível que o mau desempenho financeiro da incorporada tenha



exercido pouco efeito sobre retorno da incorporação, sendo mais afetado por custos para barganha (GROSSMAN; HART, 1986).

Tabela 1 – Estatística descritiva

	Geral (<i>má_inc</i> = {0, 1})	Ruim (<i>má_inc</i> = 1)	Boa (<i>má_inc</i> = 0)
Retorno da incorporação (<i>ret_inc</i>)	-0,919 (7,543)	5,581 (4,925)	-5,335 (5,691)
Habilidade em produzir <i>spread</i> (<i>hab_spr</i>)	0,000 (2,192)	-0,310 (1,960)	0,416 (2,415)
Habilidade em produzir sobras ($\sigma[ef_sobr]$)	0,822 (9,736)	0,230 (0,234)	1,615 (14,890)
Crescimento anterior (<i>cresc</i>)	0,489 (0,428)	0,517 (0,034)	0,451 (0,036)
Diversificação geográfica (<i>disp</i>)	30,752 (52,650)	32,113 (51,616)	28,926 (54,160)
Diversificação dos membros (<i>perf</i>)	0,372 (0,469)	0,396 (0,473)	0,340 (0,463)
Incorporações anteriores (quantidade)	0,508 (0,979)	0,562 (1,045)	0,437 (0,881)
Incorporações no semestre (quantidade)	1,146 (0,524)	1,195 (0,639)	1,079 (0,299)
Distância entre sedes (quilômetros)	135,067 (327,051)	140,277 (363,458)	128,079 (271,929)
ROA da incorporada	-0,031 (0,527)	-0,003 (0,041)	-0,070 (0,806)
Diferença do ativo total (em R\$ mi)	271,80 (536,03)	327,39 (644,06)	197,24 (329,44)
Serviço bancário (1[deixou de ser crédito rural])	Não (96,95%)	Não (95,86%)	Não (98,41%)
Filiação	Sicoob (49,15%)	Sicoob (43,20%)	Sicoob (57,14%)
Ano do processo de incorporação	2017 (11,19%)	2013 (11,83%)	2017 (12,70)
Número de incorporações	295	169	126

Fonte: Dados da pesquisa.

Se as estatísticas da Tabela 1 permitem sugerir algumas caracterizações, não permitem atribuir efeito dos perfis gerenciais ao retorno da incorporação. Na Tabela 2 estão os resultados de MQO e *logit* para (10). Abaixo dos coeficientes estão os erros padrão *clusterizados*.

O modelo apresenta significância global ($F[24,215] = 11,51$ para MQO [1] e $\chi^2[24] = 51,18$ para Logit [2], p-valores < 0,01) e suas estimações tem a



premissa de normalidade dos resíduos atestada por testes de Kolmogorov-Smirnov ($D = 0,059$ para MQO [1] e $D = 0,042$ para Logit [2], p -valores $> 0,10$; hipótese nula de resíduos seguindo distribuição normal). O teste de *goodness-of-fit* para Logit (2) não rejeita a hipótese nula de bom ajuste da regressão ($\chi^2[270] = 285,11$, p -valor $> 0,10$). O fator de inflação da variância é menor que 5 para ambas as regressões, indicando ausência de multicolinearidade. MQO (10) tem R^2 de 0,172. Como comparação, o trabalho de Morck, Shleifer e Vishny (1990) obteve no máximo R^2 de 0,10. Logit (2) acertou 68,14% das previsões.

Tabela 2 – Resultados de estimações MQO e *logit*

	MQO (1) <i>ret_inc</i>	Logit (2) <i>má_inc</i>
Habilidade em produzir <i>spread</i> (<i>hab_spr</i>)	-0,617** (0,266)	-0,189*** (0,063)
Habilidade em produzir sobras ($\sigma[ef_sobr]$)	-0,045*** (0,013)	-0,985** (0,491)
Crescimento anterior (<i>cresc</i>)	-0,174 (1,434)	0,013 (0,355)
Diversificação geográfica (<i>disp</i>)	-0,005 (0,010)	0,002 (0,002)
Diversificação dos membros (<i>perf</i>)	1,128 (0,977)	-0,069 (0,297)
Incorporações anteriores (quantidade)	0,483 (0,484)	0,111 (0,180)
Incorporações no semestre (quantidade)	1,760** (0,737)	0,703** (0,355)
Distância entre sedes (quilômetros)	-0,002* (0,001)	-0,000 (0,000)
ROA da incorporada	0,591* (0,314)	0,278* (0,144)
Diferença do ativo total (em R\$ mi)	0,805** (0,356)	0,375** (0,173)
Serviço bancário (1[deixou de ser crédito rural])	-0,561 (3,735)	0,689 (0,780)
Identificação de sistema	Sim	Sim
Identificação de ano	Sim	Sim
Constante	-16,826** (7,775)	-7,817** (3,129)
Observações	295	295
Clusters	216	216
R^2 (Percentual de acertos de Logit [2])	0,172	68,14%
F(g.l.) (χ^2 [g.l.] para Logit [2])	11,51*** (24, 215)	51,18*** (24)
Fator de Inflação da Variância	1,90	3,41
Kolmogorov-Smirnov (D) para resíduo	0,059	0,042
<i>Goodness-of-fit</i> de Logit (2) (χ^2 [g.l.])		285,11 (270)

Fonte: Dados da pesquisa.



Ambas as variáveis referentes à habilidade gerencial têm associação negativa significativa com o retorno da incorporadora ($-0,617$, $p\text{-valor} < 0,05$, e $-0,045$, $p\text{-valor} < 0,01$, para *hab_spr* e $\sigma[ef_sobr]$ em MQO [1]). Como quanto menores essas variáveis mais hábeis as gestões, e menor *ret_inc* melhor o retorno, quanto mais hábil é a gestão, pior o retorno. Para estudos como Dong e Doukas (2021) e Roll (1986), seria o caso de gestores demasiadamente confiantes assumindo custos elevados nas incorporações, prejudicando o retorno obtido. O ROA da incorporada e a diferença de porte, que se associam positivamente com *ret_soma* ($0,591$, $p\text{-valor} < 0,10$, e $0,805$, $p\text{-valor} < 0,05$), também sugere que seriam diretores confiantes de grandes cooperativas de crédito assumindo custos altos de barganha e influência para incorporar (GROSSMAN; HART, 1986). Logit (2) reforça a maior probabilidade de gestões hábeis realizarem más incorporações ($-0,189$, $p\text{-valor} < 0,01$, e $-0,985$, $p\text{-valor} < 0,05$, para *hab_sp* e $\sigma[ef_sobr]$ respectivamente).

Ainda que as estatísticas da Tabela 1 atribuam políticas de expansão e busca por diversificação às más incorporações, *cresc*, *disp* e *perf* não foram significativas em MQO (1) e Logit (2). Esses resultados não significam que diretorias com esses perfis não busquem incorporações que potencialmente prejudicariam o retorno, mas indicam que o efeito sobre o retorno da incorporação possa estar sendo mitigado pela coordenação dos sistemas e das centrais. Resultado do tipo foi identificado por trabalhos como Brooks, Chen e Zheng et al. (2018) para empresas listadas com terceiras partes interessadas na incorporação. Entretanto, essa coordenação da regulação exige algum aprofundamento nas análises.

4.1. Variáveis entre sistemas cooperativistas de crédito

Como quase a totalidade das incorporações ocorre entre cooperativas afiliadas a um mesmo sistema e uma mesma central, é plausível apontar que essa coordenação regulatória exista. Esse aprofundamento permite sugestões de possíveis políticas dentro dos sistemas e fortalecer inferências anteriores. Nas incorporações, destacam-se os sistemas Sicoob (145 incorporações, 49,15%), Cresol, (56, 18,98%) e Sicredi (49, 16,61%), que podem ser caracterizados por suas singularidades.

A Sicoob detém grande quantidade cooperativas, atuantes tanto em áreas urbanas quanto rurais, muitas anteriormente especializadas em crédito rural. Em comparação com os outros sistemas há menor centralização de controle sobre afiliadas, com maior delegação às suas centrais. Cooperativas da Cresol tradicionalmente atuam com crédito rural, embora recentemente a muitas tenham aderido à livre admissão de membros e avançado para centros urbanos. A maioria de suas cooperativas atuam na região Sul, mantendo também uma central no Nordeste. Já a Sicredi é caracterizada por cooperativas de grande



porte e dispersão, com atuando em mais de uma região brasileira, quase em sua totalidade de livre admissão de membros. Sicredi é o sistema com maior controle sobre as afiliadas (PINHEIRO, 2008).

A Tabela 3 contém as médias dos perfis gerenciais dos grupos de incorporadoras de acordo com sua afiliação a um dos sistemas cooperativistas de crédito. A Tabela 3 também contém resultados de testes ANOVA (estatística $F[g.l.]$) para associação entre a média e o sistema. A rejeição da hipótese nula do teste indica dependência da média ao sistema.

Tabela 3 – Perfis gerenciais entre os principais sistemas cooperativistas de crédito

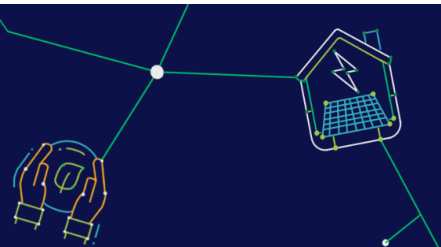
Variável	Sicoob (145)	Cresol (56)	Sicredi (49)	F(247, 249)
<i>hab_spr</i>	-0,001	0,001	0,001	0,00
$\sigma(e\text{f_sobr})$	0,217	0,295	0,278	1,84
<i>cresc</i>	0,406	0,654	0,668	12,51***
<i>disp</i>	23,555	39,218	39,760	2,57*
<i>perf</i>	0,294	0,454	0,493	4,62**

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 3 ressalta que a habilidade gerencial das incorporadoras independe da afiliação a um dos sistemas cooperativistas de crédito, pois os testes ANOVA não rejeitam a hipótese nula ($F[247, 249] = 0,00$ para *hab_spr* e $F[247, 249] = 1,84$ para $\sigma(e\text{f_sobr})$, p-valores $> 0,10$). *hab_spr* se destaca pois, por ser oriunda de termos de erro de MQO, é natural que sua média geral seja zero, mas médias para grupos específicos poderiam indicar algum viés, o que não foi identificado. Como é possível que os sistemas indiquem potenciais incorporadas para gestões que considerem melhores, gestões mais hábeis podem estar recebendo indicações de incorporadas e realizando incorporações mesmo quando não deveriam (NAN; GHAO; ZHOU, 2019). Isso reforça que a confiança excessiva de boas gestões, por si só, se associa ao mau retorno.

Para os outros perfis gerenciais há dependência das médias aos sistemas. Por exemplo, ainda que de maneira geral possa-se atribuir políticas de expansão a todas as incorporadoras (média geral de 0,489, vinda da Tabela 1), as médias para *cresc* são maiores na Cresol e na Sicredi (0,654 e 0,668, respectivamente). O crescimento pode ter sido considerado quando os sistemas coordenaram incorporações, propondo incorporadas para cooperativas expansionistas, mas mitigando potenciais efeitos negativos de incorporações apenas por crescimento.

Os testes ANOVA indicam dependência de *disp* e *perf* ao sistema ($F[247, 249] = 2,57$, p-valor $< 0,10$, e $F[247, 249] = 4,62$, p-valor $< 0,05$) e são maiores na Cresol e na Sicredi. Como são sistemas com maior controle sobre suas afiliadas, podem ter auxiliado as incorporadoras a lidar com custos de adaptação ressaltados em estudos anteriores, mitigando motivos gerenciais (LEE; MAUER; XU, 2018). Destaca-se que 65% das incorporações na Cresol ocorreram entre



2016 e 2018, incluindo diversas incorporações de cooperativas do Nordeste por cooperativas do Sul, reforçando a sugestão de coordenação sistêmica e auxílio contra custos de adaptação à nova região de atuação. Incorporações na Sicredi e Cresol envolveram cooperativas sediadas em municípios com o dobro de distância do que na Sicoob; um teste ANOVA indica dependência da distância entre sedes ao sistema ($F[247, 249] = 2,47$). Os resultados dão suporte ao papel da regulação no controle de custos de diversificação, originados ou não do perfil gerencial (BROOKS; CHEN; ZHENG, 2018).

5. Conclusões

Foi objetivo deste trabalho investigar a associação entre perfis gerenciais e o retorno das cooperativas de crédito brasileiras incorporadoras após realizarem incorporações. Foi estimado o retorno anormal acumulado para o *spread* bancário de 216 incorporadoras após 295 semestres em que realizaram incorporações, que foi utilizado em regressões MQO e *logit* em função de perfis gerenciais caracterizados pela habilidade e por políticas de crescimento e de diversificação das operações. Os resultados indicam que gestões mais hábeis na produção de *spread* e sobras realizam as chamadas más incorporações, sugerindo confiança excessiva na incorporação. Também é possível que a coordenação exercida pelos sistemas cooperativistas de crédito mitigue o efeito de objetivos gerenciais e de custos associados à incorporação, notadamente custos de transação e de adaptação, sobre o retorno para a incorporadora.

Os resultados deste trabalho contribuem à literatura por apresentar a perspectiva de que o retorno gerado por incorporações entre cooperativas de crédito recebe influência do perfil da gestão da incorporadora, já que estudos anteriores se voltaram apenas a investigar o impacto sobre o desempenho, geralmente financeiro, e determinantes para ser incorporada. Mesmo que o principal destaque seja dado a confiança dos gestores, os resultados implicam que pesquisas continuem investigando o efeito da gestão, e sua relação com a coordenação de órgãos reguladores, sobre o sucesso da incorporação, identificando determinantes para bom retorno nas incorporações entre cooperativas e eventualmente auxiliando em políticas públicas.

Para a prática, como a coordenação dos órgãos reguladores auxilia a mitigar custos, sejam financeiros, de barganha ou adaptação, impostos ou não pela gestão da incorporadora, os resultados implicam que o papel de controle dos sistemas cooperativistas de crédito e centrais sobre as afiliadas deve ser reforçado. A recente Lei Complementar nº 196 fortalece o controle das centrais sobre afiliadas (BRASIL, 2022), mas é possível indicar que o controle deve ser ainda mais forte nas incorporações para que não prejudiquem cooperativas de bom desempenho. Também é possível sugerir exigência de reforço na governança corporativa das incorporadoras para assegurar aos membros que as decisões da gestão eventualmente não os prejudiquem.



Uma limitação deste trabalho foi a impossibilidade de realizar testes específicos para a coordenação da regulação, como modelos de moderação. Como quase todas as incorporações ocorrem dentro de um mesmo sistema cooperativista de crédito, não há variabilidade para tal. Portanto, novas pesquisas podem se desenvolver sobre a coordenação dos órgãos reguladores, aprofundando as sugestões deste trabalho oriundas da não significância de variáveis que reconhecidamente prejudicam o retorno de incorporações e da descrição dessas variáveis entre sistemas. Outras podem se aprofundar na relação entre os diretores da incorporadora e os órgãos reguladores, pois os resultados sugerem que custos de influência e barganha foram mais determinantes ao retorno da incorporação do que custos financeiros.

Referências

BAUER, K.; MILES, L.; NISHIKAWA, T. The effect of mergers on credit union performance. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 12, p. 2267-2274, 2009.
BEITEL, P.; SCHIERECK, D.; WAHRENBURG, M. Explaining M&A success in European banks. **European Financial Management**, v. 10, n. 1, p. 109-139, 2004.

BRASIL. Lei Complementar nº 196, de 24 de agosto de 2022. Altera a Lei Complementar nº 130, de 17 de abril de 2009 (Lei do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo), para incluir as confederações de serviço constituídas por cooperativas centrais de crédito entre as instituições integrantes do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo e entre as instituições a serem autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e dá outras providências. **Diário Oficial da República**: Brasília, p. 1, 22 ago. 2022.

BRICKLEY, J.; SMITH, C.; ZIMMERMAN, J. **Managerial economics and organizational architecture**. 6. ed. New York: McGraw-Hill Education, 2015. 704 p.

BROOKS, C.; CHEN, Z.; ZENG, Y. Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions. **Journal of Corporate Finance**, v. 48, p. 187-216, 2018.

DELONG, G.; DEYOUNG, R. Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 181-216, 2007.

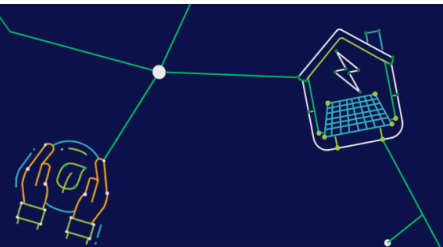
DONG, F.; DOUKAS, J. The effect of managers on M&As. **Journal of Corporate Finance**, v. 68, p. 101934, 2021.



EBPC

7ª EDIÇÃO

7º Encontro Brasileiro
de Pesquisadores em
Cooperativismo



EL-KHATIB, R.; FOGEL, K.; JANDIK, T. CEO network centrality and merger performance. **Journal of Financial Economics**, v. 116, n. 2, p. 349-382, 2015.

GORTON, G.; SCHMID, F. Corporate governance, ownership dispersion and efficiency: Empirical evidence from Austrian cooperative banking. **Journal of Corporate Finance**, v. 5, n. 2, p. 119-140, 1999.

GROSSMAN, S.; HART, O. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 4, p. 691-719, 1986.

GROTE, M; UMBER, M. **Proximity preference in M&A transactions**. The Wharton School of the University of Pennsylvania working paper. Philadelphia: UPenn, 2007.

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

LANDIER, A.; NAIR, V.; WULF, J. Trade-offs in staying close: Corporate decision making and geographic dispersion. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 3, p. 1119-1148, 2009.

LEE, K.; MAUER, D.; XU, E. Human capital relatedness and mergers and acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 129, n. 1, p. 111-135, 2018.

MANNE, H. Mergers and the market for corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 73, n. 2, p. 110-120, 1965.

MCKILLOP, D.; FRENCH, D.; QUINN, B.; SOBIECH, A.; WILSON, J. Cooperative financial institutions: A review of the literature. **International Review of Financial Analysis**, v. 71, p. 101520, 2020.

MISHKIN, F. Bank consolidation: A central banker's perspective. In: AMIHUD, Y.; MILLER, G. **Bank mergers & acquisitions**. Boston: Springer, 1996. P. 3-19.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Do managerial objectives drive bad acquisitions? **The Journal of Finance**, v. 45, n. 1, p. 31-48, 1990.

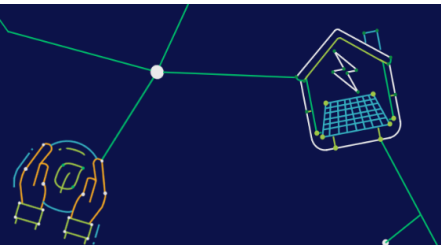
NAN, Y.; GAO, Y.; ZHOU, Q. Rural credit cooperatives' contribution to agricultural growth: evidence from China. **Agricultural Finance Review**, v. 79, n. 1, p. 119-135, 2019.



EBPC

7ª EDIÇÃO

7º Encontro Brasileiro
de Pesquisadores em
Cooperativismo



PENG, Q. **US Credit Unions: mergers and failures**. 2022. Tese (Doutorado em Administração) – Queen's Management School, Queen's University of Belfast, Belfast, UK, 2022.

PINHEIRO, M. **Cooperativas de crédito: história da evolução normativa no Brasil**. 6. ed. Brasília: BCB, 2008. 59 p.

RALSTON, D.; WRIGHT, A.; GARDEN, K. Can mergers ensure the survival of credit unions in the third millennium? **Journal of Banking & Finance**, v. 25, n. 12, p. 2277-2304, 2001.

RENNEBOOG, L.; VANSTEENKISTE, C. Failure and success in mergers and acquisitions. **Journal of Corporate Finance**, v. 58, p. 650-699, 2019.

ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **Journal of Business**, vol. 59, n. 2 p. 197-216, 1986.

RUBIN, G.; OVERSTREET, G.; BELING, P.; RAJARATNAM, K. A dynamic theory of the credit union. **Annals of Operations Research**, v. 205, p. 29-53, 2013.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. **Journal of Financial Economics**, v. 25, n. 1, p. 123-139, 1989.

THOMPSON, S. Takeover activity among financial mutuals: An analysis of target characteristics. **Journal of Banking & Finance**, v. 21, n. 1, p. 37-53, 1997.