

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

BRUNO JOSÉ CANASSA

Transformações na propriedade de cooperativas de crédito brasileiras

Orientador: Prof. Dr. Carlos Alberto Grespan Bonacim

Coorientador: Prof Dr. Davi Rogério de Moura Costa

RIBEIRÃO PRETO

2024

Prof. Dr. Carlos Gilberto Carlotti Junior
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Fabio Augusto Reis Gomes
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Carlos Alberto Grespan Bonacim
Chefe do Departamento de Contabilidade

Prof. Dr. Marcelo Botelho da Costa Moraes
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

BRUNO JOSÉ CANASSA

Transformações na propriedade de cooperativas de crédito brasileiras

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível na FEA-RP/USP.

Área de concentração: Controladoria e Contabilidade

Orientador: Prof. Dr. Carlos Alberto Grespan Bonacim

Coorientador: Prof. Dr. Davi Rogério de Moura Costa

RIBEIRÃO PRETO

2024

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001

Canassa, Bruno José

Transformações na propriedade de cooperativas de crédito brasileiras. Ribeirão Preto, 2024.

61 p. : il. ; 30 cm

Tese de Doutorado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de concentração: Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Bonacim, Carlos Alberto Grespan.

Co-orientador: Costa, Davi Rogério de Moura.

1. Cooperativas de crédito. 2. Direitos de Controle. 3. Teoria da Agência.

AGRADECIMENTOS

Muita coisa acontece ao longo dos quatro anos de doutorado: vitórias, derrotas, desafios, trabalho árduo e transformações. Tudo isso visa, ao seu término, encontrar um sentido. O produto do método científico não é individual. Seu resultado é fruto de um esforço coletivo, refletindo a natureza do funcionamento de uma sociedade que se desenvolve há milhares de anos. Portanto, muitos agradecimentos, mesmo que sucintos, são sempre devidos.

Primeiramente, devo expressar minha gratidão eterna à minha mãe Emília e ao meu pai Valdir, que dedicaram toda uma vida de esforço para proporcionar condições favoráveis aos seus filhos. Agradeço também às minhas irmãs Janaína e Viviane, que sempre me ofereceram o suporte necessário desde a minha infância. À Madrinha e ao Padrinho, que sempre me mimaram como um neto.

Aos meus grandes amigos, em ordem alfabética por nome, Eddie, Fejão, Frodo, Nino, Peruano e Samamba, que foram os melhores companheiros que eu poderia ter desde o início de minha jornada em Ribeirão Preto. Em 16 anos, deixamos de ser moleques que foram morar em outra cidade e matavam aulas de Cálculo Diferencial e Integral I, nos tornando homens responsáveis e respeitados.

À Mariana, que há 12 anos ouve todo tipo de reclamação que alguém pode imaginar, além daquelas que ninguém conseguiria imaginar.

Também quero agradecer aos grandes amigos que compartilharam apartamento comigo: Jeferson, Leonardo, Lucas e Ricardo, todos eles, coincidentemente, brilhantes pesquisadores e ótimos jogadores de videogame.

Meus sinceros agradecimentos aos meus orientadores, Bona e Davi, que além de compartilharem conhecimentos, experiências e direcionamentos, foram ótimos parceiros em diversas empreitadas. Aproveito para agradecer, também, a todos os colegas do Observatório do Cooperativismo durante os meus 10 anos por lá.

Por fim, mas não menos importante, agradeço aos professores Alexandre Chibebe Nicolella, Daniel Domingues dos Santos, Marcelo Sanches Pagliarussi e Maurício Ribeiro do Valle por todo o conhecimento proporcionado, que está presente em tudo o que eu faço.

Eu sou um produto de todos vocês.

“One thing I've learned. You can know anything. It's all there. You just have to find it”
(Gaiman et al., 1995).

RESUMO

Canassa, B. J. (2024). *Transformações na propriedade de cooperativas de crédito brasileiras* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

A promulgação da livre admissão de membros em 2003 provocou transformações significativas na propriedade das cooperativas de crédito brasileiras, levando esta tese a explorar por que algumas cooperativas passaram por transformações, enquanto outras não; e investigar o que tornaria as incorporações tão frequentes, mesmo que costumem piorar o desempenho da incorporadora. O primeiro ensaio, “Transformações na Estrutura de Propriedade em Cooperativas de Crédito: Taxas de Serviços Bancários e Expectativas de Membros e Diretores”, indicou que a adesão à livre admissão foi motivada por diretores em busca de benefícios privados, enquanto cooperativas foram incorporadas devido ao interesse dos membros em aprimorar serviços bancários à sua disposição. O segundo ensaio, “Más Incorporações e o ‘Mercado’ de Controle das Cooperativas de Crédito”, revelou que incorporadoras com diretores eficazes, maior crescimento prévio e perfil ocupacional distintos das incorporadas apresentaram piores retornos após incorporações. Ambos destacam a influência dos sistemas cooperativistas de crédito e a importância dos órgãos reguladores, enfatizando a necessidade de buscar benefícios em termos de crescimento setorial, mas sem incorrer em aumento do risco.

Palavras-chave: Estrutura de propriedade. Direitos de Controle. Problema de Agência. Benefícios Privados ao Controle.

ABSTRACT

Canassa, B. J. (2024). *Transformations in the ownership of Brazilian credit unions* (PhD Thesis). School of Economics, Business Administration and Accounting at Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto.

The enactment of open membership in 2003 brought about significant changes in the ownership of Brazilian credit unions. This thesis aims to explore why some credit unions underwent transformations while others did not, and to investigate what made incorporations so frequent, even though they often worsen the performance of the acquiring entity. The first essay, “Transformations in the Ownership Structure of Credit Unions: Banking Service Rates and the Expectations of Members and Directors”, indicated that the adoption of open membership was driven by directors seeking private benefits, while credit unions were merged into another due to members’ interest in improving banking services available to them. The second essay, “Poor Mergers and the ‘Market’ for Control of Credit Unions”, revealed that acquiring entities with effective directors, higher prior growth, and distinct occupational profiles from the acquired ones experienced worse returns after mergers. Both essays highlight the influence of credit unions systems and the importance of regulatory bodies, emphasizing the need to seek sectoral growth benefits without incurring an increase in risk.

Keywords: Ownership structure. Control Rights. Agency Problem. Private Benefits of Control.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
2 TRANSFORMAÇÕES NA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE EM COOPERATIVAS DE CRÉDITO: TAXAS DE SERVIÇOS BANCÁRIOS E EXPECTATIVAS DE MEMBROS E DIRETORES	15
2.1 Introdução.....	15
2.2 Transformações na estrutura de propriedade das cooperativas de crédito brasileiras.....	17
2.3 Taxas de serviços bancários e transformações na estrutura de propriedade de cooperativas de crédito	18
2.4 Métodos.....	21
2.4.1 Amostra e dados.....	21
2.4.2 Modelo econométrico e variáveis	21
2.4.3 Estatística descritiva da amostra	25
2.5 Resultados e discussão	27
2.5.1 Robustez dos resultados	30
2.6 Conclusões	30
3 MÁIS INCORPORAÇÕES E O “MERCADO” DE CONTROLE DAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO.....	33
3.1 Introdução.....	33
3.2 Referencial Teórico	35
3.2.1 Perfis de incorporações e o retorno das incorporadoras	36
3.2.2 Coordenação pelos sistemas cooperativistas de crédito	37
3.3 Métodos.....	38
3.3.1 Dados e amostra.....	38
3.3.2 Retorno das incorporações	39
3.3.3 Perfis nas incorporações	42
3.3.4 Modelo econométrico	44
3.3.5 Coordenação pelos sistemas	46
3.4 Resultados	47
3.5 Conclusão.....	52
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	54
REFERÊNCIAS	55
ANEXO	61

1 INTRODUÇÃO

A promulgação da livre admissão de membros em cooperativas de crédito brasileiras em 2003 desencadeou mudanças significativas no setor, que continua a crescer a cada ano (Banco Central do Brasil, 2023). Desde então, centenas de cooperativas aderiram a essa prática, eliminando os requisitos ocupacionais para associação e diluindo suas estruturas de propriedade, e centenas se envolveram em incorporações, nas quais a incorporada transfere sua estrutura de propriedade para a incorporadora, que assume a propriedade dos ativos da incorporada. Essa tendência não é exclusiva do Brasil, encontrando paralelos em diversos países que passaram por mudanças regulatórias semelhantes, incluindo Estados Unidos, Austrália, Reino Unido e Espanha (McAlevey et al., 2010; Goddard et al, 2002; Thompson, 1997; Grifell-Tatjé & Lovell, 1996). No entanto, apesar de representar um cenário próspero para compreender essas transformações na propriedade, observa-se uma lacuna na literatura quanto aos motivos subjacentes a essa escolha (McKillop et al., 2020).

Utilizando o cenário brasileiro como laboratório e embasando-se na teoria de direitos de controle, esta tese conduziu dois estudos relacionados ao tema, independentes entre si. Investigou o que levou algumas cooperativas a passarem por transformações na propriedade, enquanto outras optaram por manter suas características inalteradas; e por que as incorporações entre cooperativas de crédito são frequentes, mesmo que geralmente não resultem em bons retornos para as incorporadoras.

O ensaio “Transformações na Estrutura de Propriedade em Cooperativas de Crédito: Taxas de Serviços Bancários e Expectativas de Membros e Diretores” buscou contribuir à literatura sobre motivos que levaram as cooperativas de crédito a transformarem as suas estruturas de propriedade. As decisões de adotar a livre admissão de membros ou ser incorporadas por outras cooperativas, caracterizadas por causarem efeitos distintos na estrutura de propriedade, foram analisadas sob a premissa de que tanto os diretores quanto os membros desempenharam papéis ativos nessas escolhas, fundamentando-se em expectativas refletidas na qualidade dos serviços da cooperativa, representada pelo *spread* bancário anormal — a diferença entre o esperado e o observado.

Foi proposta uma ordem na qual as adesões à livre admissão de membros foram impulsionadas pelo interesse dos diretores em ampliar a margem para usufruir de benefícios privados em seus cargos, enquanto a incorporação de cooperativas ocorreu pelo interesse dos membros em aprimorar os serviços bancários disponíveis. Os resultados de logit ordenado e multinomial sustentaram essa sugestão, destacando que as mudanças na estrutura de

propriedade das cooperativas de crédito não são aleatórias ou apenas causadas pelo interesse de reguladores, sendo reflexo de escolhas deliberadas de membros e diretores. Diferentemente de estudos anteriores, como Goddard et al. (2014), este estudo se concentrou na decisão da transformação, e não nos impactos.

Por sua vez, “Más Incorporações e o ‘Mercado’ de Controle das Cooperativas de Crédito” buscou compreender o que levou diretores de cooperativas a realizar incorporações com retorno desfavorável, um resultado comum não apenas em cooperativas, mas também em empresas listadas em bolsa de valores. Baseando-se nos perfis levantados por Morck et al. (1990), o estudo investigou se o retorno obtido após as incorporações se associou à habilidade gerencial e ao interesse no crescimento e na diversificação da cooperativa. Diretores com tais características teriam suas incorporações viabilizadas pelos sistemas cooperativistas de crédito, interessados em emular a lógica de um “mercado de controle” para as cooperativas.

Com base em 292 processos de incorporação ocorridos entre 2008 e 2018, os resultados destacaram que cooperativas de crédito com maior eficácia na geração de sobras, maior crescimento prévio das rendas e perfil ocupacional distinto da incorporada apresentaram piores retornos após as incorporações. Esses perfis foram evidenciados durante os anos de intensificação das incorporações nos principais sistemas cooperativistas de crédito. Assim, enquanto trabalhos anteriores, como Bauer et al. (2009), já haviam identificado a pior no desempenho da incorporadora após a incorporação, este estudo inovou ao buscar características por trás desta piora.

De maneira geral, os ensaios reforçam a importância da atuação dos órgãos reguladores, como o Banco Central do Brasil e os sistemas cooperativistas de crédito, sobre os processos de transformação investigados. Embora se reconheça que tais transformações possam trazer benefícios, é importante que sejam acompanhadas por ações que não aumentem o risco do setor (Mishkin, 1996).

2 TRANSFORMAÇÕES NA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE EM COOPERATIVAS DE CRÉDITO: TAXAS DE SERVIÇOS BANCÁRIOS E EXPECTATIVAS DE MEMBROS E DIRETORES¹

Resumo

Adesões à livre admissão de membros e incorporações são transformações na estrutura de propriedade comuns no cooperativismo de crédito brasileiro. Sob a lógica de que são motivadas pelas expectativas de membros e diretores, este trabalho associou essas transformações às taxas de serviços bancários operacionalizadas pelas cooperativas. Modelos *logit* ordenado e multinomial foram utilizados para investigar se *spreads* bancários anormais positivos, refletindo taxas pouco vantajosas aos membros e benefícios privados obtidos pelos diretores, aumentam a probabilidade de transformação e de adesão à livre admissão. Os resultados apontam que as expectativas de membros e diretores foram tão determinantes a transformação quanto o porte e o desempenho da cooperativa. As evidências reforçam que, sob expectativas de ganhos, membros e diretores têm controle ativo na decisão de transformação da estrutura de propriedade nas cooperativas de crédito, sugerindo melhoria na governança corporativa e incentivo às incorporações para que o cooperativismo cresça beneficiando os membros.

Palavras-chave: Cooperativas de Crédito. Estrutura de Propriedade. Livre Admissão. Incorporações.

2.1 Introdução

Cooperativas de crédito transformam a estrutura de propriedade mesmo que suas quotas não sejam negociáveis (McKillop et al., 2020). No Brasil, essas transformações se tornaram comuns após a regulação permitir a chamada livre admissão de membros, na qual requisitos ocupacionais para associação podem ser removidos dos estatutos. Somente nos 15 primeiros anos após a permissão à livre admissão, entre 2003 e 2018, 809 cooperativas aderiram, dispersando a propriedade, ou foram incorporadas, transferindo a estrutura de propriedade para outra cooperativa. Como consequência, cooperativas entraram em novos mercados e serviços, alavancando a escala do setor (Banco Central do Brasil, 2019). Compreender os motivos para

¹ Artigo publicado na *Brazilian Business Review*, 19(6), 607-645, como “Transformations in the ownership structure of credit unions: Banking service rates and the expectations of members and directors”. Acesso em: <https://www.bbronline.com.br/index.php/bbr/article/view/728>. Utilizada nesta tese sob anuência do periódico (declaração em Anexo). No link também é possível acessar a versão em português do artigo, aqui reproduzida.

essa decisão de transformação, portanto, é primordial para definir políticas que ajudem o cooperativismo a lidar com a crescente complexidade operacional.

Sendo assim, foi objetivo deste trabalho associar as decisões de adesão à livre admissão de membros ou de ser incorporada às taxas de serviços bancários operacionalizadas pelas cooperativas de crédito brasileiras. Neste trabalho, as taxas refletem expectativas de membros e diretores quanto aos benefícios que conseguiriam com a transformação. Os membros foram motivados pela oportunidade de acessar melhores taxas de serviços bancários, mesmo motivo que anteriormente os fizeram se associar à cooperativa (Hart & Moore, 1998, 1996). Já a livre admissão permite aos diretores aumentar seus benefícios privados na forma de segurança no cargo, *status* e maior remuneração, que, por sua vez, são perdidos se a cooperativa for incorporada (Nan et al., 2019; D'Souza & Nash, 2017; Gorton & Schmid, 1999).

Dessa forma, esse trabalho assume que membros e diretores exerceram controle sobre a decisão de transformação da estrutura de propriedade, se distinguindo de estudos anteriores que os consideraram passivos. Para esses estudos, que evidenciam transformações (no caso, incorporações) ocorrendo em cooperativas pequenas com mau desempenho (Goddard et al., 2014; Worthington, 2004; Thompson, 1997), membros e diretores de cooperativas que não sobreviveriam em seus mercados teriam se restringido a acatar decisões tomadas por outras cooperativas maiores ou mesmo por órgãos reguladores. Esses estudos não consideraram que membros e diretores podem ter tomado decisões sobre a estrutura de propriedade visando seus próprios ganhos, como já se sabe que ocorre nas empresas voltadas ao lucro (Reiff & Tykvová, 2021; Ewens & Farre-Mensa, 2020; Fidrmuc & Xia, 2019).

Para tal, modelos *logit* ordenado e multinomial foram utilizados para investigar se valores positivos do *spread* bancário anormal, medida para taxas pouco vantajosas aos membros, aumentam a probabilidade de transformação e se maiores *spreads* anormais são associados a adesão a livre admissão de membros, refletindo a propensão dos diretores por benefícios privados. Os resultados dão suporte às propostas, indicando que taxas pouco vantajosas motivam transformações na estrutura de propriedade das cooperativas de crédito e as adesões à livre admissão ocorrem sob taxas menos vantajosas do que as incorporações.

Esses resultados são importantes pois indicam que as transformações na estrutura de propriedade nas cooperativas de crédito não ocorrem ao acaso e não são oriundas apenas de fatores externos à cooperativa, sendo determinadas e refletindo as expectativas de membros e diretores. Destaca-se que são resultados distintos a pesquisas como Bauer et al. (2009) por tratarem da decisão, e não de impactos, da transformação. Os resultados também têm implicações para órgãos reguladores pois sugerem a necessidade de medidas que contenham a

busca por benefícios privados dos diretores que aderiram a livre admissão de membros e políticas de incentivo às incorporações. Ambas são implicações importantes para que o setor cooperativista de crédito cresça sem deixar de gerar benefícios aos membros.

2.2 Transformações na estrutura de propriedade das cooperativas de crédito brasileiras

Cooperativas de crédito são instituições financeiras reguladas pela lei cooperativa e pelo Banco Central do Brasil que intermediam depósitos e empréstimos entre seus membros (Pinheiro, 2008; Lei nº 5764, 1971). Membros fundam e se associam às cooperativas para acessar taxas de serviços bancários melhores do que as encontradas em bancos comerciais. Sendo proprietários da cooperativa, membros têm direito a um voto em assembleia sobre questões organizacionais importantes, como a eleição de diretores, incorporações e alterações estatutárias (Rubin et al., 2013). Votar é a forma de exercer a autoridade formal de seus direitos residuais de controle como proprietários. Por sua vez, cabe aos diretores o controle sobre as atividades cotidianas da cooperativa, como a produção de serviços bancários (Hart & Moore, 1990; Grossman & Hart, 1986; Rasmusen, 1988).

Qualquer indivíduo pode se associar a uma cooperativa desde que cumpra os requisitos socioeconômicos e adquira o valor mínimo em quotas estipulado em seu estatuto. Os requisitos para associação objetivam conter a dispersão da propriedade, já que esta cresce com a entrada de membros (Rubin et al., 2013; Leggett & Strand, 2002). Historicamente, o Banco Central exigiu que as cooperativas estabelecessem vínculos ocupacional e geográfico entre seus membros, mas em 2003 permitiu que cooperativas aderissem à chamada livre admissão de membros removendo o vínculo ocupacional (Pinheiro, 2008; Resolução nº 3106, 2003).

Mudanças regulatórias, como a livre admissão de membros, geram oportunidades e precedem transformações no cooperativismo de crédito. Ondas de incorporações e intercooperações ocorreram nos Estados Unidos, Austrália, Nova Zelândia, Espanha e Reino Unido após cooperativas serem permitidas a entrar em novos mercados e serviços (McAlevy et al., 2010; Worthington, 2004; Goddard et al., 2002; Thompson, 1997; Grifell-Tatjé & Lovell, 1996; Ingham & Thompson, 1995). No Brasil, 132 cooperativas aderiram à livre admissão entre 2003 e 2007, primeiros anos após permitida, com 46 incorporadas e 100 liquidações no período. Entre 2008 e 2018, 267 aderiram à livre admissão e 364 foram incorporadas, com liquidações reduzidas a 56 casos. Como comparação, nos 15 anos anteriores à livre admissão, apenas 37

foram incorporadas e 330 foram liquidadas.² Houve uma mudança de perspectiva sobre o futuro da cooperativa, que antes se restringia a manter as mesmas operações até ser liquidada.

A adesão à livre admissão de membros ou a incorporação por outra cooperativa transformam a estrutura de propriedade de uma cooperativa de crédito. Neste trabalho, transformações na estrutura de propriedade são aquelas em que os membros da cooperativa continuam proprietários embora sob termos diferentes. Por exemplo, fusões, cisões e ofertas públicas iniciais transformam a estrutura de propriedade de empresas listadas pois mesclam, concentram ou diluem a propriedade dos investidores. Membros não deixam ser proprietários como ocorreria nas liquidações e não há mudança no tipo de propriedade cooperativa como nas demutualizações. Mesmo que a incorporação encerre sua cooperativa original, os membros se tornam proprietários na incorporadora (Josephy et al., 2017). Adesões à livre admissão de membros, que altera o estatuto, incorporações e cisões dependem da aprovação dos membros (Pinheiro, 2008; Resolução nº 3106, 2003; Lei nº 5764, 1971).

Cada transformação na estrutura de propriedade tem seu próprio efeito sobre as cooperativas. A livre admissão de membros torna qualquer residente na região da cooperativa de crédito um possível novo membro, dispersando a propriedade e aumentando a escala sem causar diretamente outras mudanças. Incorporações transferem ativos, passivos e patrimônio líquido da incorporada à incorporadora. A estrutura de propriedade também é transferida, com os membros da incorporada se unindo aos da incorporadora. Mesmo que os diretores da incorporada recebam funções dentro da incorporadora, isto ocorre em cargos menores. Os diretores da incorporadora recebem o controle sobre as atividades da incorporada. Cisões dividem uma cooperativa em cooperativas menores. Os membros e os diretores são distribuídos nas cooperativas, concentrando a dispersão da propriedade (Tirole, 2006; Manne, 1965).

2.3 Taxas de serviços bancários e transformações na estrutura de propriedade de cooperativas de crédito

Mudanças regulatórias precedem, mas não determinam quais cooperativas de crédito irão transformar sua estrutura de propriedade. Contudo, existe pouca investigação sobre os motivos para essa decisão. As pesquisas existentes assumem uma lógica de empresas listadas voltadas ao lucro, na qual cooperativas pequenas e com mau desempenho financeiro não conseguem sobreviver em seus mercados e são incorporadas ou liquidadas (Carvalho et al.,

² Dados do Banco Central do Brasil e da Receita Federal Brasileira tratados pelo Observatório do Cooperativismo da Universidade de São Paulo, disponibilizados sob demanda ao autor correspondente.

2015; Bressan et al., 2011; Goddard et al., 2014, 2009; Worthington, 2004; Thompson, 1997). Mesmo importantes, esses fatores por si só não parecem motivar transformações pois cooperativas com essas características sempre existiram, mas as incorporações só se tornaram frequentes após mudanças regulatórias. A única particularidade das cooperativas de crédito investigada foi a exigência do mesmo requisito para se tornar membro das cooperativas envolvidas em incorporações (Worthington, 2004).

Sendo assim, este trabalho associa as transformações na estrutura de propriedade de cooperativas de crédito às expectativas de quem detém o controle. A lógica se pauta nas mudanças regulatórias criando novas perspectivas à membros e diretores e nas propostas de Bebchuk (1999) e Zingales (1995) para empresas voltadas ao lucro, que sugerem expectativas de ganhos determinando decisões de investidores sobre a propriedade das empresas que fundaram. São ponderadas expectativas de retorno na venda de ações e benefícios privados ao manter o controle majoritário. O pacote que maximiza seus benefícios determina como negociam a propriedade e o quanto de controle é retido. Reiff e Tykvová (2021), Ewens e Farremensa (2020), Fidrmuc e Xia (2019) e Masulis e Simsir (2018) trazem evidências dessa lógica de expectativas de ganhos para os fundadores nas ofertas públicas e nas incorporações.

Para cooperativas de crédito é preciso entender quais expectativas podem ter membros, que são proprietários, e diretores, que assumem as funções executivas. Sugestões vêm de pesquisas sobre consequências das incorporações. Foram identificados ganhos aos membros das incorporadas, que acessam melhores taxas de serviços bancários, mas pouco ou nenhum ganho operacional às incorporadoras embora tenham aumentado a escala e se tornado mais robustas financeiramente (Wilcox & Dopico, 2011; Bauer et al., 2009; Wilcox, 2005; Ralston et al., 2001; Fried et al., 1999; Garden & Ralston, 1999).

A sugestão de taxas de serviços bancários mais vantajosas aos membros se relaciona ao motivo pelo qual fundam e se associam a cooperativas de crédito. Membros buscam taxas que lhes sejam vantajosas, sendo proprietários com direitos residuais de controle sobre a cooperativa (Rubin et al., 2013; Hart & Moore, 1990; Grossman & Hart, 1986). Como cada membro têm apenas um voto, decisões em assembleia refletem as expectativas individuais da maioria dos associados (Hart & Moore, 1996), e como seus benefícios decorrem das transações junto a cooperativa, é natural que tomem decisões visando transacionar com a cooperativa. Assim, decisões tomadas pelos membros, em assembleia, refletem expectativas quanto as taxas operacionalizadas pela cooperativa (Hart & Moore, 1998). A legislação assegura a decisão sobre transformações na estrutura de propriedade aos membros através de votação em assembleia (Resolução nº 3106, 2003; Lei nº 5764, 1971). Portanto, é possível apontar que a

expectativa de acesso a melhores taxas de serviços bancários determinou a transformação da estrutura de propriedade. Caso contrário, membros não teriam incentivos para aprová-la.

Contudo, membros têm comportamento *free-rider* devido ao investimento pequeno realizado para associação e é improvável que tenham proposto transformações na estrutura de propriedade. Eles se limitam a aprovar ou rejeitar propostas de diretores (Gorton & Schmid, 1999; Rasmusen, 1988) que, por sua vez, têm expectativas distintas quanto a livre admissão de membros ou incorporação por outra cooperativa. Aqui, embora órgãos reguladores possam ter influência na proposta, assume-se que sejam indiferentes entre as transformações pois ambas geram cooperativas resultantes maiores e robustas financeiramente (Bauer et al., 2009).

Existem incentivos para diretores de cooperativas de crédito buscarem a adesão a livre admissão de membros. O aumento da escala é associado a maiores remunerações e margem para *shirking* pela segurança no cargo, já que cooperativas maiores são mais protegidas por órgãos reguladores, e *status* adquirido para fins eleitorais (Nan et al., 2019; D'Souza & Nash, 2017; Jensen, 1986). O comportamento *free rider* dos membros também cresce com a dispersão da propriedade, dando maior margem para oportunismos gerenciais (Gorton & Schmid, 1999; Bebchuk, 1999). Por outro lado, diretores de incorporadas perdem seus cargos ou, mesmo se realocados para algum cargo na incorporadora, seus *status* (Tirole, 2006; Manne, 1965). Portanto, quanto maior o consumo de benefícios privados pelos diretores, maior a propensão a propor a adesão a livre admissão e maior a resistência a ter a cooperativa incorporada.

Ao buscarem benefícios privados, diretores diminuem os benefícios gerados aos proprietários (Bebchuk, 1999; Jensen & Meckling, 1976). Assim, as taxas de serviços bancários se tornam menos vantajosas aos membros, que têm maiores expectativas de melhorias através da transformação na estrutura de propriedade. Contudo, taxas pouco vantajosas também podem refletir pouca habilidade gerencial, sendo mais relacionadas ao mau desempenho financeiro do que aos benefícios privados dos diretores (Carvalho et al., 2015). Esse pode ser o caso das incorporadas, cujo desempenho financeiro ruim sempre é ressaltado (Worthington, 2004; Thompson, 1997). É possível que os diretores foram menos resistentes a uma incorporação influenciada por órgãos reguladores pois seus benefícios privados eram menores comparados aos diretores que aderiram à livre admissão de membros. Portanto, é possível apontar que adesões à livre admissão estejam associadas a taxas de serviços bancários menos vantajosas comparadas as taxas das incorporadas devido a maior propensão dos diretores a buscarem benefícios privados. Consequentemente, quanto menos vantajosas as taxas, maior a probabilidade da adesão à livre admissão ter sido proposta e aprovada pelos membros.

2.4 Métodos

2.4.1 Amostra e dados

Esse trabalho utilizou uma amostra de 1.376 cooperativas de crédito singulares, investigando transformações na estrutura de propriedade ocorridas entre os anos de 2008 e 2018. São todas as cooperativas em atividade no período menos as fundadas depois da livre admissão ser permitida em 2003. Como foram fundadas antes da permissão à livre admissão e da onda de incorporações, características de membros e diretores foram formadas quando ainda não tinham expectativas de benefícios gerados pela transformação. A mudança regulatória gerou novas expectativas sobre perfis consolidados de membros e diretores. Isso minimiza possíveis vieses de cooperativas fundadas sob expectativa de transformação. Analisar possíveis transformações entre 2008 e 2018 também evita o possível viés para as adesões à livre admissão nos anos entre 2003 e 2007, quando as incorporações ainda não eram comuns no Brasil. As cooperativas liquidadas após 2008 foram mantidas pois existiram junto com as demais.

Cada cooperativa de crédito é representada por uma observação, com 20 incorporadas após aderirem a livre admissão de membros sendo consideradas apenas para a livre admissão para não haver sobreposição de observações. Adesões à livre admissão foram identificadas na Relação de Instituições Financeiras do Banco Central do Brasil e incorporações no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas da Receita Federal Brasileira. Além da data da transformação da estrutura de propriedade, essas bases de dados contêm a afiliação aos sistemas cooperativistas de crédito, data de fundação e quantidade de postos de atendimento. Os dados financeiros são dos balancetes das instituições financeiras disponibilizados pelo Banco Central, atualizados pelo IGP-M para 2019. Mesmo que esse trabalho investigue transformações ocorridas entre 2008 e 2018, foram coletados dados para as demais variáveis, descritas nas próximas subseções, desde 2003 para que representem as cooperativas desde a permissão à livre admissão.

2.4.2 Modelo econométrico e variáveis

Modelos multinomiais são utilizados quando existem mais de duas alternativas sobre uma decisão (Cameron & Trivedi, 2005). Nesse trabalho, é o caso das decisões de não transformar a estrutura de propriedade da cooperativa de crédito ($j = 0$), de ser incorporada ($j = 1$) ou de aderir a livre admissão de membros ($j = 2$). São esperadas taxas de serviços bancários menos vantajosas aos membros à medida em que j aumenta. Cisões não foram consideradas

para j devido à baixa frequência (4 casos), e liquidações não foram consideradas transformações pois os membros deixam de ser proprietários. O modelo econométrico base está em (2.1).

$$y_i^* = \beta_0 + \beta_1 \overline{spread}_i^* + \gamma_1' X_i^* + \gamma_2' Z_i + \theta_i + \varepsilon_i \quad (2.1)$$

Onde y^* é um valor latente estimado para a cooperativa de crédito i inserido dentro de uma função densidade multinomial $f(Y)$ construída sobre as probabilidades p de decisões sobre alternativas j de transformação da estrutura de propriedade. \overline{spread}_i^* é a medida para as taxas de serviços bancários e X^* , Z e θ são conjuntos de controles sugeridos pela literatura. Todas essas variáveis serão descritas nas próximas subseções. $f(Y)$ é construída como em (2.1.1):

$$f(Y) = \prod_{j=0}^2 p_j \quad (2.1.1)$$

$f(Y)$ é o produtório de probabilidades $p_j = \Pr(Y = j)$ de uma decisão j sobre as transformações na estrutura de propriedade. Neste trabalho, não transformar é $Y_{i0} = \mathbb{1}(j = 0)$; ser incorporada é $Y_{i1} = \mathbb{1}(j = 1)$; e aderir a livre admissão de membros é $Y_{i2} = \mathbb{1}(j = 2)$. Y_{i0} é a alternativa reserva sobre a qual as outras se pautam. Sob Y_{i0} , as demais possíveis decisões não geraram expectativas de acesso a melhores taxas de serviços bancários para os membros.

A função $f(Y)$ permite que o modelo (2.1) seja estimado por *logit* ordenado e multinomial. O *logit* ordenado estima uma regressão assumindo $j - 1$ limiares α dentro de $f(Y)$ separando j , ou seja, as variáveis independentes aumentam ou diminuem a probabilidade de aprovação de uma transformação de maior ordem ($Y_{i2} = 1 > Y_{i1} = 1$). Portanto, permite investigar se as adesões à livre admissão são associadas a taxas de serviços bancários menos vantajosas do as operacionalizadas pelas incorporadas, dada a propensão dos diretores a buscar benefícios privados. Já o *logit* multinomial estima $j - 1$ regressões sem apontar ordem entre j , isto é, regressões onde as variáveis independentes aumentam ou diminuem a probabilidade de aderir a livre admissão ($Y_{i2} = 1$) ou ser incorporada ($Y_{i1} = 1$). Os coeficientes de Y_{i0} são restritos a zero, indicando uma decisão tomada sobre diversas alternativas e não várias decisões tomadas sobre duas alternativas como seria um conjunto de *logit* binários (Cameron & Trivedi, 2005).

Análises desse trabalho são pautadas pelos resultados da estimação *logit* ordenado devido a proposta de ordem entre as decisões de transformação da estrutura de propriedade. Os resultados da estimação *logit* multinomial são complementares. Cameron e Trivedi (2005) apontam alguns pressupostos para validade desses resultados. As decisões j devem estar sob as

mesmas premissas de fatores não observáveis, o que foi controlado pela seleção da amostra descrita na subseção anterior. Também, as decisões j devem ser mutuamente excludentes, ou seja, uma cooperativa de crédito não pode aderir a livre admissão de membros ao mesmo tempo em que é incorporada. Porém, isto não é possível pois as incorporadas deixam de operar. Por fim, modelos multinomiais são sensíveis a alternativas irrelevantes, na qual seria indiferente aderir à livre admissão ou ser incorporada. A relevância de cada j foi verificada por testes de Wald. No *logit* ordenado, testou-se a igualdade estatística entre os limiares α . A rejeição da hipótese nula indica que limiares α não se sobrepõem, distinguindo α e sugerindo ordem entre j . No *logit* multinomial, foi checada a igualdade estatística entre os conjuntos de coeficientes $B_{(1)}$ e $B_{(2)}$ obtidos, respectivamente, nas regressões para Y_{i1} e Y_{i2} . A rejeição da hipótese nula aponta diferença entre $B_{(1)}$ e $B_{(2)}$, indicando que as decisões j são distintas e relevantes.

2.4.2.1 Taxas de serviços bancários

As taxas de serviços bancários foram estimadas como o *spread* bancário da cooperativa de crédito. O *spread* é a diferença entre as taxas médias de juros cobradas aos empréstimos e as taxas médias de remuneração aos depósitos. Para que sejam vantajosas, as taxas para empréstimos devem ser baixas e para depósitos devem ser altas. Assim, quanto menor o *spread*, melhores as taxas disponíveis aos membros (Rubin et al., 2013). O *spread* está em (2.2):

$$spread_{it} = \frac{r_{oc_{it}}}{oc_{it}} - \frac{d_{cap_{it}}}{dep_{it}} \quad (2.2)$$

Onde o *spread* bancário médio operacionalizado pela cooperativa de crédito i no semestre t é a razão das rendas com operações de crédito (r_{oc}) pelas operações de crédito totais (oc) menos a razão das despesas com captação (d_{cap}) pelos depósitos totais (dep).

No modelo (2.1) é utilizada a média do *spread* bancário anormal (\overline{spread}_i^*) da cooperativa de crédito i entre o primeiro semestre de 2003 e o semestre t de transformação da estrutura de propriedade (segundo semestre de 2018 caso $j = 0$). O *spread* anormal é o quanto do *spread* não é explicado por características organizacionais, pois cooperativas de diferentes portes, operações e regiões naturalmente operam com *spreads* distintos. Com o *spread* anormal é possível sugerir o quanto os membros esperariam que as taxas disponibilizadas por sua cooperativa fossem melhores, caso descontentes. O *spread* anormal também reflete, indiretamente, os benefícios privados dos diretores já que tornam as taxas da cooperativa menos

vantajosas aos membros (Jensen & Meckling, 1976). D’Souza e Nash (2017) indicam que medidas indiretas para benefícios privados, como o *spread* anormal, estimam o efeito sobre a produção organizacional de regalias como altas remunerações e perdas dado o *shirking*.

Nesse trabalho, o *spread* anormal é o termo de erro de uma regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO) empilhando observações de todos os semestres de todas as cooperativas da amostra, onde o *spread* dado por (2.2) é função de determinantes à produção apontados por Brickley et al. (2015). O termo de erro é a diferença entre o *spread* operacionalizado e o esperado a partir da regressão. Como a distribuição dos termos de erro tem média zero, valores positivos indicam *spreads* operacionalizados mais altos do que o esperado. Valores positivos de *spread* anormal aumentam a probabilidade de transformação pois sugerem a expectativa dos membros por melhores taxas de serviços bancários. Maiores *spreads* anormais refletem diretores propensos ao consumo de benefícios privados, aumentando a probabilidade de adesão à livre admissão de membros. O *spread* anormal está em (2.3):

$$spread_{it}^* = e_{it} = spread_{it} - b'H_{it} \quad (2.3)$$

Em que $spread_{it}^*$ é o *spread* bancário anormal da cooperativa de crédito i no semestre t , que é o termo de erro e para i em t estimado por uma regressão MQO com o *spread* dado em (2.2) sendo função de um conjunto de determinantes H . b é o conjunto de coeficientes da regressão. H inclui um *benchmark* de produto (a mediana do *spread* operacionalizado por cooperativas voltadas ao mesmo tipo de serviço bancário que i em t), tamanho (logaritmos naturais do ativo total e da quantidade de postos de atendimento). H também tem *dummies* para controle de efeitos fixos das operações bancárias que i é permitida a atuar e da economia do estado sede de i . O uso de médias de $spread_{it}^*$ em (2.1) sugere que cooperativas que operaram altos *spreads* anormais com maior frequência transformaram a estrutura de propriedade.³

2.4.2.2 Controles

X^* contém indicadores financeiros do PEARLS⁴ identificados por Bressan et al. (2011) como determinantes à insolvência de cooperativas de crédito. Todos são importantes para controle do mau desempenho dada a pouca habilidade gerencial esperada nas incorporadas. P2

³ Os tipos de produto são o serviço bancário predominante da cooperativa, sendo crédito consignado, crédito rural, ou, não havendo predominância, serviços bancários em geral. As categorias operacionais de cooperativas são capital e empréstimo, clássicas e plenas.

⁴ São indicadores financeiros para cooperativas de crédito, detalhes em Bressan et al. (2011).

é a proteção contra o risco, sendo a razão entre as operações de crédito vencidas pelo total das operações de crédito. E1, E3 e E4 representa a estrutura financeira efetiva, sendo as proporções de operações de crédito líquidas, capital social e reservas, respectivamente, em relação ao ativo total da cooperativa. A3 aponta a qualidade dos ativos, sendo a proporção de ativos não relacionados a produção de serviços bancários em relação ao ativo total. R5, R6 e R11 controlam taxas de retorno e de dispêndios sendo, respectivamente, as razões entre a margem bruta e o ativo total, as despesas operacionais e o ativo total, e as rendas de prestação de serviços e as despesas administrativas. O asterisco em X^* indica que, assim como para o *spread*, no modelo (2.1) foram utilizadas médias de termos de erro de regressões de cada um dos indicadores listados em função do mesmo conjunto H de controles de (2.3). Isso visou remover a influência de outros possíveis fatores sobre o desempenho, estimando a habilidade dos diretores.

Em Z estão controles sobre características organizacionais das cooperativas de crédito. Foram utilizadas as médias do logaritmo natural do ativo e da quantidade de postos de atendimento para representar o tamanho da cooperativa de crédito, que é determinante à longevidade ou incorporação por outra cooperativa (Goddard et al., 2014, 2009; Worthington, 2004; Thompson, 1997). Z também contém a média do logaritmo natural da idade da cooperativa (em semestres), pois cooperativas mais antigas podem tanto aderir a livre admissão de membros para expandir operações, quanto estar muito consolidadas para serem incorporadas. θ controla efeitos fixos. Uma variável *dummy* identifica se a cooperativa é categorizada como capital e empréstimo, cujo menor risco de suas operações voltadas ao crédito consignado influencia tanto as taxas de juros quanto o próprio desempenho financeiro. Um vetor de variáveis *dummy* identificando o estado sede da cooperativa controla a influência da economia regional e a competição com outras cooperativas. Por fim, um vetor de variáveis *dummy* identifica o sistema cooperativista de crédito ao qual a cooperativa é associada, cuja importância, notadamente, se dá na influência regulatória sobre decisões das afiliadas.

2.4.3 Estatística descritiva da amostra

A Tabela 2.1 contém estatísticas das variáveis do modelo (2.1) para a amostra geral e para os grupos j de decisões quanto a transformação da estrutura de propriedade. Para variáveis contínuas são apresentadas médias (desvios-padrão), enquanto para os controles sobre efeitos fixos são apontadas modas (respectivos percentuais). Na Tabela 2.1, $\overline{\text{spread}^*}$ e controles X^* estão em percentual e controles Z não estão em logaritmo natural para facilitar a descrição,

embora, ressalta-se, não sejam utilizados assim no modelo (2.1). Aumentos ([+]) ou reduções ([-]) no risco de insolvência identificados por Bressan et al. (2011) acompanham os controles X^* .

Tabela 2.1 – Estatística descritiva

Variável	Amostra $j = \{0, 1, 2\}$	Não transformou $j = 0$	Incorporada $j = 1$	Livre Admissão $j = 2$
Spread* (%)	0,122 (3,510)	-0,106 (3,676)	0,409 (3,562)	0,511 (2,778)
P2* (%) [+]	0,600 (15,355)	-0,743 (14,275)	2,332 (15,590)	2,852 (17,818)
E1* (%) [+]	-0,469 (14,469)	-0,449 (16,044)	0,275 (13,063)	-1,420 (10,012)
E3* (%) [-]	-1,223 (16,968)	2,475 (18,648)	-8,351 (13,941)	-4,615 (9,629)
E4* (%) [-]	0,078 (10,461)	-0,412 (12,304)	1,208 (8,249)	0,308 (4,718)
A3* (%) [+]	0,028 (5,852)	0,623 (7,181)	-1,330 (3,227)	-0,268 (1,933)
R5* (%) [+]	-0,009 (2,702)	-0,179 (3,084)	0,291 (2,349)	0,181 (1,458)
R6* (%) [+]	0,001 (6,502)	0,075 (7,255)	-0,367 (6,312)	0,201 (3,457)
R11* (%) [-]	0,595 (10,472)	-0,836 (10,092)	2,804 (10,833)	2,563 (10,501)
Ativo (mil R\$)	64.367,63 (175.965,73)	72.443,34 (174.780,44)	20.142,59 (38.049,74)	91.011,80 (253.738,28)
Postos de atendimento	2,531 (4,038)	2,675 (4,568)	1,658 (1,555)	3,108 (4,116)
Idade (semestres)	30,898 (20,289)	35,564 (21,672)	21,961 (15,762)	26,550 (15,426)
Capital e empréstimo	Não (81,03%)	Não (71,52%)	Não (90,76%)	Não (100,00%)
UF	São Paulo (22,31%)	São Paulo (27,75%)	São Paulo (18,15%)	Minas Gerais (23,92%)
Sistema cooperativista	Sicoob (39,32%)	Sicoob (36,80%)	Cresol (24,09%)	Sicoob (67,45%)
Cooperativas	1.376	818	303	255

Fonte: O autor.

As taxas de serviços bancários menos vantajosas estão no grupo que aderiu a livre admissão de membros (média do *spread* bancário anormal de 0,511, contra 0,122 para a amostra geral), com o grupo que não transformou a estrutura de propriedade operando *spreads* mais baixos do que o esperado (média de -0,106). As incorporadas detêm o pior desempenho médio em quatro dos oito indicadores de X^* (E1 [0,275], E3 [-8,351], A3 [1,330] e R5 [0,291]), sendo piores que as não transformadas em um indicador (P2 [2,332]). Como o *spread* anormal médio das incorporadas (0,409) foi menor do que o das que aderiram à livre admissão apesar do pior desempenho, pode-se sugerir a pouca habilidade de seus diretores. Isso também reforça que

diretores que aderiram a livre admissão são propensos a buscar benefícios privados, já que o *spread* anormal dessas cooperativas não decorre, necessariamente, do mau desempenho.

As maiores cooperativas de crédito são as que aderiram à livre admissão de membros (médias de R\$ 91,0 milhões em ativo total e 3,1 postos de atendimento). As incorporadas são pequenas e jovens comparadas às demais (médias de R\$ 20,1 milhões em ativo total e 1,6 postos de atendimento, cerca de 22 semestres em operação), o que se alinha a estudos como Goddard *et al.* (2014, 2009). Cooperativas que não transformaram a estrutura de propriedade são antigas (35,6 semestres) e, muitas vezes, grandes (evidenciado pelos desvios-padrão de R\$ 174,8 milhões no ativo total e 4,6 nos postos de atendimento). São cooperativas consolidadas cujos membros, aparentemente, não tiveram motivos para transformar a estrutura de propriedade. As modas em São Paulo, Minas Gerais e Sicoob refletem os estados e o sistema com mais cooperativas, sendo relevante destacar a tendência de incorporações dentro da Cresol.

2.5 Resultados e discussão

Os resultados das estimações *logit* ordenado e multinomial para o modelo (2.1) estão na Tabela 2.2. Abaixo dos coeficientes, entre parênteses, estão os respectivos erros padrão.

O modelo (2.1) foi validado, uma vez que os testes de razão de verossimilhança rejeitam a hipótese nula de não haver efeito das variáveis independentes ($\chi^2_{[43]} = 541,06$, p-valor<0,01, para Logit Ordenado [1] e $\chi^2_{[86]} = 914,15$, p-valor<0,01, para Logit Multinomial [2.1] e [2.2]). Além disto, Logit Ordenado (1) acertou 65,99% das previsões de transformações na estrutura de propriedade em e Logit Multinomial (2.1) e (2.2) acertou 70,93%. Como comparação, ambos os percentuais de acertos são similares aos *logit* ordenado e multinomial estimados por Ingham e Thompson (1995) para casos de intercooperação após mudança regulatória no Reino Unido (64,6% e 70,2%, respectivamente). Por fim, as alternativas *j* são relevantes pois o teste de Wald rejeitou a igualdade entre os conjuntos de coeficientes B ($\chi^2_{[43]} = 192,37$, p-valor<0,01).

Os coeficientes para o *spread* bancário anormal foram positivos e significantes em todas as estimações (5,471 para Logit Ordenado [1] e 7,462 e 13,707 para Logit Multinomial [2.1] e [2.2], todos p-valores<0,05), indicando que taxas de serviços bancários pouco vantajosas aos membros aumentam a probabilidade de transformação da estrutura de propriedade. Portanto, as evidências da Tabela 2.2 apontam que a expectativa dos membros por melhores taxas foi tão determinante à transformação da cooperativa quanto o mau desempenho e o porte destacados por trabalhos como Goddard *et al.* (2014, 2009), Worthington (2004) e Thompson (1997). Destacam-se os resultados de Logit Multinomial (2.1) e (2.2), pois, embora os efeitos

organizacionais de aderir à livre admissão ou ser incorporada sejam muito distintos aos diretores, a autoridade dos membros predominou na cooperativa. Como argumentam Hart e Moore (1998, 1996), decisões dos membros são pautadas pelo preço dos serviços a disposição e, assim, incorporações para acessar melhores taxas foram aprovadas mesmo podendo existir resistência dos diretores. Por fim, estas evidências acrescentam a trabalhos como Wilcox e Dopico (2011) e Bauer et al. (2009) ao sugerir que os membros das incorporadas já estariam esperando melhorias nas taxas de serviços bancários quando a aprovaram em assembleia.

Há significância para os limiares α (2,103 com p-valor<0,05 para as incorporadas [$j = 1$] e 3,598 com p-valor<0,01 para as que aderiram à livre admissão de membros [$j = 2$]) e o teste de Wald aponta que não se sobrepõem ($\chi^2_{[1]} = 360,39$, p-valor<0,01). Existindo uma ordem entre as alternativas j , é possível investigar a associação entre maiores *spreads* bancários anormais e a probabilidade de adesão a livre admissão. Assim, a Tabela 2.3 contém os efeitos marginais do *spread* anormal e controles X^* com significância em Logit Ordenado (1). Os erros padrão dos efeitos marginais, obtidos através do método delta, estão entre parênteses.

Os efeitos marginais evidenciam como as taxas de serviços bancários determinam a transformação da estrutura de propriedade das cooperativas de crédito. Com as demais variáveis em suas médias (ou modas, para os controles de efeitos fixos), o aumento de uma unidade em *spread* bancário anormal reduz a probabilidade de não haver transformação em cerca de 90,7% (-0,907, p-valor<0,05). Mesmo que os valores observados para o *spread* anormal variem apenas entre -0,153 e 0,133, a redução de probabilidade de não transformação é considerável.

O principal resultado da Tabela 2.3, contudo, é o efeito marginal do aumento unitário do *spread* bancário anormal sobre a probabilidade de adesão a livre admissão, que é maior do que o dobro do efeito marginal sobre a probabilidade de ser incorporada (0,660 contra 0,248, p-valores<0,05). Ou seja, quanto menos vantajosas as taxas de serviços bancárias aos membros, maior a probabilidade de uma transformação na estrutura de propriedade de maior ordem. Como as estatísticas da Tabela 2.1 indicam que as cooperativas de crédito que aderiram à livre admissão tinham desempenho melhor do que as incorporadas, este *spread* anormal recai principalmente à discricionariedade dos diretores. Existindo incentivos para buscarem benefícios privados (Gorton & Schmid, 1999), pode-se inferir que os diretores propuseram a livre admissão aos membros pela expectativa de aumentar esses benefícios privados. Os membros, por sua vez, aprovaram a livre admissão pela expectativa de grandes melhorias nas taxas de serviços da cooperativa, então muito pouco vantajosas devido aos benefícios privados dos diretores (Jensen & Meckling, 1976). Incorporações, por outro lado, dependeriam da

influência de órgãos reguladores visando robustez no setor devido ao mau desempenho (Bauer et al., 2009).

Tabela 2.2 – Resultados das estimações logit ordenado e multinomial

	Logit Ordenado (1) Incorporada e Livre Admissão $j = 1$ e $j = 2$	Logit Multinomial (2.1) Incorporada $j = 1$	Logit Multinomial (2.2) Livre Admissão $j = 2$
\overline{spread}^*	5,471** (2,655)	7,462** (3,106)	13,707** (5,393)
$\overline{P2}^*$	0,379 (0,425)	0,625 (0,597)	-0,449 (0,637)
$\overline{E1}^*$	1,693*** (0,608)	3,019*** (0,772)	3,227*** (1,197)
$\overline{E3}^*$	-4,437*** (0,591)	-4,741*** (0,783)	-8,222*** (1,238)
$\overline{E4}^*$	-3,036*** (1,090)	-3,569*** (1,266)	-3,456 (2,841)
$\overline{A3}^*$	-5,137** (2,008)	-7,433*** (2,189)	-6,115 (6,190)
$\overline{R5}^*$	9,091* (5,072)	7,190 (5,941)	35,311*** (12,178)
$\overline{R6}^*$	0,570 (2,136)	-0,868 (2,566)	0,344 (4,455)
$\overline{R11}^*$	-0,195 (0,696)	2,080** (0,954)	-1,583 (1,153)
ln(Ativo Total)	0,252*** (0,065)	0,050 (0,080)	1,087*** (0,169)
ln(PAC)	-0,869*** (0,174)	-1,341*** (0,276)	-1,722*** (0,282)
ln(Idade)	-0,122 (0,127)	-0,208 (0,166)	-0,278 (0,230)
Capital e empréstimo (dummy)	-1,225*** (0,275)	-1,128*** (0,326)	-16,886 (829,292)
UF (dummies)	Sim	Sim	Sim
Sistema cooperativista (dummies)	Sim	Sim	Sim
Limiar α ($j = 1$)	2,103** (1,059)		
Limiar α ($j = 2$)	3,598*** (1,062)		
Constante		-0,893 (1,370)	-15,008*** (2,673)
Observações	1.376	1.376	1.376
Percentual de acertos	65,99%	70,93%	
Razão de Verossimilhança ($\chi^2_{[g.l.]}$)	541,06*** [43]	914,15*** [86]	
α ($j = 1$) = α ($j = 2$) ($\chi^2_{[g.l.]}$)	360,39*** [1]		
$B_{(1)} = B_{(2)}$ ($\chi^2_{[g.l.]}$)		192,37*** [43]	

Nota: PAC significa postos de atendimento cooperativos. Abaixo dos coeficientes estão seus erros padrão, e dos χ^2 seus graus de liberdade (g.l.). Os testes de razão de verossimilhança e de Wald, além do percentual de acertos, são referentes a ambos Logit Multinomial (2.1) e (2.2). $B_{(1)}$ e $B_{(2)}$ são conjuntos de coeficientes obtidos em Logit Multinomial (2.1) e (2.2). Fonte: O autor.

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Tabela 2.3 – Efeitos marginais ($\delta\text{Pr}[Y = j]/\delta x_i$) de variáveis selecionadas de Logit Ordenado (2.1)

	Não transformou $j = 0$	Incorporada $j = 1$	Livre Admissão $j = 2$
\overline{spread}^*	-0,907** (0,439)	0,248** (0,123)	0,660** (0,319)
$\overline{E1}^*$	-0,281*** (0,100)	0,077*** (0,284)	0,204*** (0,073)
$\overline{E3}^*$	0,737*** (0,100)	-0,201*** (0,030)	-0,535*** (0,071)
$\overline{E4}^*$	0,504*** (0,179)	-0,138*** (0,050)	-0,366*** (0,131)
$\overline{A3}^*$	0,853** (0,331)	-0,233** (0,092)	-0,620** (0,243)
$\overline{R5}^*$	1,510* (0,839)	0,413* (0,231)	1,097* (0,612)

Nota: Abaixo dos efeitos marginais estão seus erros padrão obtidos pelo método delta. P2, R6 e R11 não apresentaram significância em Logit Ordenado (1). Foram utilizadas médias de $\ln(\text{Ativo Total})$, $\ln(\text{PAC})$ e $\ln(\text{Idade})$, e modas de Capital e Empréstimo (Não), UF (São Paulo) e Sistema (Sicoob). Fonte: O autor.

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$

2.5.1 Robustez dos resultados

Duas estimações do modelo (2.1) foram realizadas visando checar a robustez dos resultados. Um *logit* utilizando apenas cooperativas de crédito que transformaram a estrutura de propriedade, com a livre admissão de membros sendo alternativa a ser incorporada ($Y_i = \mathbb{1}[j = 2]$), verificou o aumento de probabilidade de transformação de maior ordem ($Y_{i2} = 1 > Y_{i1} = 1$) decorrente de *spreads* bancários anormais mais altos. Outro *logit* utilizou como variável dependente casos de transformação sem distingui-las ($Y_i = \mathbb{1}[j = \{1, 2\}]$) para atestar o efeito do *spread* anormal sobre a probabilidade de transformação. Os resultados estão na Tabela 2.4.

Ambas as estimações apontam associação positiva do *spread* bancário anormal com a probabilidade de transformação da estrutura de propriedade (20,647 em Logit [3] e 6,490 em Logit [4], $p\text{-valor} < 0,05$), convergindo aos resultados anteriores. Destaca-se que o *spread* anormal manteve a significância em Logit (3) enquanto muitos controles a perderam. Isso reforça a importância das taxas de serviços bancários para a decisão de transformação e a existência de uma ordem entre a adesão a livre admissão de membros e ser incorporada.

2.6 Conclusões

Este trabalho associou a transformação na estrutura de propriedade das cooperativas de crédito brasileiras a expectativas refletidas nas taxas de serviços bancários. Foi investigado se o *spread* bancário anormal, representando a diferença entre o *spread* operacionalizado pela

cooperativa e o *spread* esperado dadas as suas características, aumenta a probabilidade de adesão à livre admissão de membros ou incorporação por outra cooperativa. Os resultados apontam a associação positiva entre o *spread* anormal e ambas as transformações, sugerindo que os membros as aprovaram sob expectativa de acesso a melhores taxas de serviços bancários. Há também uma ordem na qual *spreads* anormais mais altos são associados a uma maior probabilidade de adesão a livre admissão de membros, refletindo a busca dos diretores por benefícios privados, enquanto as incorporações decorrem da má habilidade da gestão.

Tabela 2.4 – Resultados de estimações logit para robustez

	Logit (3) Livre Admissão contra Incorporada $j = 2$ em relação a $j = 1$	Logit (4) Transformou $j = \{1, 2\}$
\overline{spread}^*	20,647** (8,701)	6,490** (2,877)
$\overline{P2}^*$	-0,935 (1,069)	0,194 (0,479)
$\overline{E1}^*$	1,551 (2,115)	2,356*** (0,670)
$\overline{E3}^*$	-1,341 (2,022)	-5,218*** (0,666)
$\overline{E4}^*$	-4,182 (4,566)	-3,404*** (1,167)
$\overline{A3}^*$	-8,770 (10,602)	-6,640*** (2,109)
$\overline{R5}^*$	23,400 (17,374)	8,988 (5,528)
$\overline{R6}^*$	-22,359*** (7,857)	0,656 (2,310)
$\overline{R11}^*$	-0,742 (2,003)	0,318 (0,780)
ln(Ativo Total)	2,134*** (0,309)	0,230*** (0,072)
ln(PAC)	-1,334** (0,543)	-1,005*** (0,188)
ln(Idade)	0,006 (0,315)	-0,210 (0,148)
Capital e empréstimo (dummy) ^a	- -	-1,337*** (0,298)
UF (dummies)	Sim	Sim
Sistema cooperativista (dummies)	Sim	Sim
Constante	-30,025*** (4,824)	-2,110* (1,178)
Observações	540	1.370
Percentual de acertos	86,67%	75,77%
Razão de Verossimilhança ($\chi^2_{[g.l.]}$)	406,22*** [34]	508,14*** [41]

Nota: PAC significa postos de atendimento cooperativos. Abaixo dos coeficientes estão seus erros padrão, e dos χ^2 seus graus de liberdade (g.l.). Fonte: O autor.

^a Omitida em Logit (3) pois nenhuma capital e empréstimo aderiu a livre admissão.

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Contribuições deste trabalho se voltam a teoria e a prática. A contribuição teórica está na identificação de expectativas de atores internos da cooperativa de crédito determinando transformações na estrutura de propriedade. Isso distingue esse trabalho dos anteriores, que assumiram uma lógica passiva na qual as transformações, notadamente as incorporações, decorreriam apenas do desempenho financeiro e seriam determinadas por fatores exógenos à cooperativa como a pressão das demais cooperativas em seu mercado ou a influência de órgãos reguladores. Isso destaca a importância do controle exercido por membros e diretores. São esses indivíduos que, efetivamente, tomam as decisões sobre a cooperativa. Assim, sugere-se a continuidade da investigação de possíveis expectativas de membros e diretores nas grandes decisões organizacionais para que essa lógica ativa de controle, e não passiva, se fortaleça.

São duas implicações práticas. Como a adesão à livre admissão de membros aumenta a margem para diretores buscarem benefícios privados, é possível que as taxas de serviços bancários disponíveis aos membros não melhorem após aprovada. Isso sugere o reforço do monitoramento e incentivo a melhores práticas de governança corporativa nessas cooperativas para que os membros não sejam prejudicados. Já o mau desempenho nas incorporadas destaca a importância das incorporações como mecanismo de transferência de controle, devendo ser incentivadas para beneficiar o cooperativismo de crédito como um todo. Os membros da incorporada continuam associados a uma cooperativa e não têm que arcar com possíveis perdas que existiriam caso suas cooperativas fossem liquidadas. Órgãos reguladores se beneficiam pela escala, robustez financeira e manutenção de ativos que seriam perdidos nas liquidações.

Existem limitações neste trabalho, como a dificuldade de tratar a possível relação entre as taxas de serviços bancários e o desempenho financeiro por serem variáveis que se determinam durante o tempo. Mesmo assim, pesquisas podem ser inspiradas por este trabalho. Cisões não foram investigadas devido à baixa frequência, mas podem ser abordadas através de estudos qualitativos. O lado das incorporadoras pode ser utilizado em pesquisas sobre a busca por benefícios privados pelos diretores pois se trata de um choque na dispersão de propriedade maior do que a adesão à livre admissão. Incorporações são benéficas ao cooperativismo de crédito, mas precisam ser bem monitoradas. Por fim, pesquisas podem investigar a interação entre diretores e órgãos reguladores. Diretores podem influenciar não apenas os membros, mas também os sistemas cooperativistas para conseguir transformações que os beneficiem.

3 MÁ S INCORPORAÇÕES E O “MERCADO” DE CONTROLE DAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO⁵

Resumo

Incorporações entre cooperativas de crédito são frequentes, mas geralmente não resultam em benefícios significativos de desempenho ou vantagens para os membros da cooperativa incorporadora. Este estudo teve como objetivo identificar perfis gerenciais relacionados ao retorno das incorporações, especialmente aqueles ligados a más incorporações que não proporcionaram benefícios aos membros, como melhores taxas de serviços bancários. Com uma amostra de 215 cooperativas responsáveis por 292 incorporações entre 2008 e 2018, observou-se que diretores mais habilitados realizam incorporações com retorno menos favorável para os membros, indicando possível excesso de confiança no processo. Além disso, identificou-se que o mau retorno se associou à busca por crescimento e diversificação na cooperativa incorporadora. Nos anos de maior quantidade de incorporações nos principais sistemas cooperativistas de crédito, as incorporações realizadas pelos três perfis investigados se intensificaram, assemelhando-se a um “mercado de controle”. Identificar perfis relacionados ao mau retorno é crucial para um planejamento eficaz, evitando o aumento do risco setorial.

Palavras-chave: Cooperativas de crédito. Incorporações. Confiança gerencial. Crescimento. Diversificação.

3.1 Introdução

Os diretores das cooperativas de crédito são agentes escolhidos pelos membros para tomar decisões em nome do quadro social (Hart & Moore, 1998). Uma decisão comum é a incorporação de outras cooperativas de crédito, um fenômeno observado no Brasil, onde 246 cooperativas foram incorporadoras entre 2008 e 2018. Justificadas por sinergias, eficiência e poder de mercado, é esperado que vez mais incorporações sejam realizadas. Contudo, a literatura tem mostrado que os ganhos esperados dificilmente se confirmam, fora o aumento de escala (McKillop et al., 2020). Também tem apontado que os membros das incorporadoras,

⁵ Apresentado e publicado em versão preliminar nos Anais do 7º Encontro Brasileiro de Pesquisadores em Cooperativismo, realizado em Brasília-DF, 2023. Acesso em: www.even3.com.br/Anais/ebpc-encontro-brasileiro-de-pesquisadores-em-cooperativismo-312961/617722-MAS-INCORPORACOES-E-O-MERCADO-DE-CONTROLE-PARA-COOPERATIVAS-DE-CREDITO.

para quem as decisões deveriam atender aos interesses, muitas vezes veem os seus benefícios piorarem após as incorporações (Peng, 2022; Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Se o retorno gerado pelas incorporações não beneficia os membros, por que são tão frequentes?

Jensen (1986) aponta que gestores obtêm benefícios privados nas incorporações, podendo reinvestir o fluxo de caixa livre das operações para tal fim. Reguladores também têm interesse em incorporações, conforme sugestão de Manne (1965), para reduzir o risco setorial. Contudo, o interesse de diretores e reguladores, por si só, explica a quantidade de incorporações, mas não o retorno das incorporadoras. Se a literatura já identificou que as incorporações geralmente não beneficiam os membros das incorporadoras (Bauer et al., 2009; Ralston et al., 2001; Haynes & Thompson, 1999), não investigou o que determina o mau retorno.

Assim, este trabalho associou o retorno das cooperativas de crédito incorporadoras à habilidade gerencial e ao interesse no crescimento e na diversificação. Esses são os três perfis citados por Morck et al. (1990) presentes nas chamadas más incorporações em empresas listadas, onde o retorno não beneficia os investidores da incorporadora. Especificamente, foi investigado se o mau retorno aos membros das incorporadoras foi determinado pela maior habilidade dos diretores, pelo crescimento anterior das operações e pela busca por diversificar o quadro social. Cooperativas com tais características teriam incorporações promovidas pelos sistemas cooperativistas de crédito, reguladores buscando reduzir o risco setorial (Manne, 1965). Isso emularia um “mercado” de controle, onde diretores interessados em benefícios privados teriam suas incorporações viabilizadas mesmo resultando em mau retorno.

Com base em 292 processos de incorporação realizados por 215 incorporadoras entre 2008 e 2018, o efeito dos perfis mencionados foi testado sobre o retorno gerado aos membros, medido pela variação do *spread* bancário anormal da cooperativa. Os resultados indicam que cooperativas com maior eficácia na geração de sobras, maior crescimento prévio das rendas e com perfil ocupacional do município-sede distinto da incorporada apresentaram piores retornos. Além disso, esses perfis foram mais destacados nos anos de intensificação das incorporações nos principais sistemas cooperativistas de crédito, quando houve maior empenho na promoção e busca por incorporadoras. Assim, os resultados são suporte à lógica proposta de que certos perfis, viabilizados pelos sistemas, se associam ao mau retorno das incorporadoras.

Assim, esse trabalho inovou em relação a estudos anteriores, como Bauer et al. (2009) e Ralston et al. (2001), que analisaram o efeito das incorporações sobre as incorporadoras, ao investigar causas por trás da piora aos benefícios gerados aos membros. Para a prática, a operacionalização de um “mercado” de controle pelos sistemas implica que, para resguardar o setor, tenham interesse em compreender os motivos dos resultados das incorporações. A

coordenação dos reguladores, seguindo proposta de Cowan (2022) e Spokeviciute et al. (2021) para os bancos comerciais, é primordial para que as cooperativas incorporadoras alcancem ganhos em sinergias e eficiência ao incorporar aquelas com dificuldades financeiras, convertendo esses ganhos em benefícios aos membros. Além disso, os reguladores devem evitar que o mau retorno gere ineficiências que aumentem o risco setorial (Mishkin, 1996).

3.2 Referencial Teórico

Ondas de incorporações são comuns no cooperativismo de crédito, sendo observadas em países como Brasil, Estados Unidos, Austrália, Nova Zelândia, Reino Unido e Espanha (McKillop et al., 2020). Ocorre que a literatura tem encontrado que a maioria das incorporações não melhoraram, ou pioraram, os serviços e o desempenho da incorporadora, beneficiando apenas os membros da incorporada, que provavelmente teriam as suas cooperativas liquidadas. Incorporações também são bem-vistas pelos órgãos reguladores, pois alavancam a escala e removem más gestões do setor, transferindo ativos, que seriam liquidados, para a incorporadora (Peng, 2022; Canassa et al., 2021; Wilcox & Dopico, 2011; Bauer et al., 2009; Ralston et al., 2001; Haynes & Thompson, 1999; Fried et al., 1999; Grifell-Tatjé & Lovell, 1996).

Um preceito de finanças corporativas aponta que decisões de investimento só devem ser ratificadas caso o retorno esperado compense o investimento realizado (Brealey et al., 2020). Nas cooperativas de crédito, os beneficiados seriam os membros, que investiram capital para acessar taxas de serviços bancários vantajosas comparadas as demais no mercado (Rubin et al., 2013; Hart & Moore, 1998). A recorrência das más incorporações, sugere que a decisão de incorporação não estaria sendo tomada sob expectativa de melhorar os serviços aos membros. Mesmo possíveis benefícios indiretos aos membros, por sinergias e eficiências (Cowan et al., 2022; Renneboog & Vansteenkiste, 2019), são discutíveis dada a frequente piora no desempenho após as incorporações. O efeito certo é a maior escala e complexidade.

Jensen (1986) aponta que gestores apreciam incorporações pois o crescimento da escala e da complexidade promove o *status*, a remuneração e a segurança em seus cargos. Más incorporações seriam recorrentes pois o fluxo de caixa livre gerado pelas operações da empresa, que não tem custo de capital, permite à gestão realizar investimentos sob menor pressão de recompensar quem investiu na empresa. Quanto maior o fluxo de caixa livre disponível, maior o incentivo aos gestores realizarem investimentos de retorno incerto. Jensen (1986), porém, não determina o que torna uma incorporação boa ou ruim. Para Morck et al. (1990), o mau retorno

decorre dos custos assumidos pelos gestores da incorporadora na incorporação, que são maiores em três perfis de incorporações conforme as características e os interesses da gestão.

3.2.1 Perfis de incorporações e o retorno das incorporadoras

A habilidade da gestão pauta o primeiro perfil tratado por Morck et al. (1990). Más incorporações podem ser realizadas tanto por gestões mais hábeis, quanto por gestões menos hábeis. No primeiro caso, devido à confiança que gestores mais hábeis costumam ter (Heavey et al., 2020). Gestores confiantes podem subestimar custos de transação, de adaptação e de influência, superestimando a capacidade de gerar sinergias (Malmendier & Tate, 2008; Roll, 1986) e de lidar com a possível dificuldade financeira da incorporada (Bruyland & De Maeseneire, 2016). Como consequência, gestores mais hábeis tenderiam a realizar incorporações cujo custo elevado não se reverte em retorno, acreditando que sejam bons investimentos que lhes trariam *status* (Malhotra et al., 2018; Malmendier & Tate, 2015). Por outro lado, também é possível que gestores menos hábeis tenham dificuldade para identificar potenciais boas incorporadas, realizando incorporações ruins, mas que ainda assim lhes garantiriam segurança nos seus cargos (Dong & Doukas, 2021; Morck et al., 1990).

O segundo perfil levantado por Morck et al. (1990) trata do interesse dos gestores pelo crescimento das operações para, com isso, obter *status*, segurança e maior remuneração através do aumento de escala. Por exemplo, gestores expansionistas de cooperativas de crédito podem realizar incorporações para absorver o quadro social da incorporada e promover as operações da incorporadora. Porém, é possível que o crescimento obtido pudesse ter sido alcançado sem as incorporações, tornando-as desnecessárias à incorporadora (Ralston et al., 2001). Já os gestores de cooperativas estagnadas poderiam retomar o crescimento das operações incorporando cooperativas de crescimento destacado e bom desempenho, assumindo custos elevados na incorporação (Levine, 2017; Kim et al., 2011). Em ambos os casos, o custo da incorporação para crescimento é desnecessário ou alto, e prejudica o retorno obtido.

Por fim, o terceiro perfil posto por Morck et al. (1990) envolve o interesse dos gestores em diversificar as operações de suas empresas. Quanto menos relacionado o portfólio de produtos e serviços da incorporadora e da incorporada, e maiores as suas distâncias geográficas e culturais, maior o crescimento da complexidade na incorporadora e, com isso, maior a segurança proporcionada aos seus gestores. Entretanto, também se tornam maiores os custos de coordenação, adaptação e mesmo transação após a incorporação (Clougherty & Duso, 2023; Lee et al., 2018; Uysal et al., 2008). O distanciamento entre matriz e filiais também torna

custoso monitorar as operações nas novas localidades de atuação (Agarwal & Hauswald, 2010). O aumento desses custos atinge a eficiência da incorporadora e o retorno alcançado.

Aqui, destaca-se que as cooperativas de crédito têm características que reforçariam o incentivo aos diretores para buscar incorporações. As quotas não são comercializáveis, portanto não há desembolso direto de caixa na incorporação, que é uma negociação política sobre a transferência dos ativos e passivos da incorporada, muitas vezes sob dificuldades financeiras (Nan et al., 2019;). O uso do fluxo de caixa livre, então, fica oculto na retenção de reservas para absorver o mau desempenho da incorporada (Hansmann, 1996, p. 38). Também, como o retorno se dá por taxas de serviços bancários, e não pelas sobras, o custo de capital próprio não é bem especificado, prejudicando a percepção dos membros sobre o retorno dos investimentos da gestão (Holmström, 1979). Caberia aos diretores apenas manter liquidez suficiente para eventuais retiradas de depósitos e quotas pelos membros, e obrigações com terceiros.

3.2.2 Coordenação pelos sistemas cooperativistas de crédito

As quotas das cooperativas de crédito não são comercializáveis, não existindo um mercado de controle para os diretores das incorporadoras monitorarem e adquirirem potenciais incorporadas. No entanto, sabe-se que o controle em comum entre incorporadora e incorporada facilita as incorporações (Schmalz, 2021). Nas cooperativas de crédito brasileiras, esse controle em comum seria exercido pelos sistemas cooperativistas de crédito, que por meio de suas centrais, exercem influência sobre as suas afiliadas (Pinheiro, 2008). Os sistemas têm interesse nas incorporações para remover más gestões e transferir ativos das cooperativas em dificuldades financeiras para cooperativas mais sólidas (Gorton & Schmid, 1999; Manne, 1965).

Os dados deste trabalho dão suporte a sugestão de viabilização de incorporações pelos sistemas. Das 374 incorporações entre cooperativas de crédito singulares entre 2008 e 2018, 323 envolveram afiliadas ao mesmo sistema. São 107 incorporações entre afiliadas a mesma central nos 109 casos com essa informação disponível. Os sistemas estariam emulando um “mercado” de controle para as cooperativas de crédito, onde potenciais cooperativas liquidadas são incorporadas por cooperativas maiores e com bom desempenho (Manne, 1965).

A lógica de emulação de um “mercado” de controle não implica que os sistemas visam gerar retorno positivo às incorporadoras, mas sim que procuram minimizar o risco setorial (Mishkin, 1996). Caberia aos sistemas identificar quais cooperativas são mais adequadas para assumir as dificuldades financeiras da incorporada. Os sistemas se beneficiariam de cooperativas de grande porte e com operações crescentes, que são características comuns das

incorporadoras (Thompson, 1997), pois teriam escala suficiente para assimilar as incorporadas, sendo pouco provável que permitam que gestores menos hábeis consigam incorporações. Assim, pode-se sugerir que os sistemas viabilizam incorporações almeçadas por gestores (1) mais hábeis e interessados em promover ainda mais (2) o crescimento e (3) a diversificação de suas cooperativas. Mesmo sendo perfis associados ao mau retorno, incorporadoras do tipo favoreceriam os sistemas por produzir cooperativas *too big to fail* (Nan et al., 2019).

Aqui, é importante ressaltar que, mesmo que esses perfis sejam promovidos, a participação dos sistemas nas incorporações pode auxiliar as incorporadoras. Sabe-se que uma terceira parte relacionada e interessada na incorporação pode minimizar os custos financeiros, de coordenação e de transação, facilitando o fluxo de informações entre as partes e auxiliando na negociação e na assimilação das dificuldades financeiras da incorporada pela incorporadora (Schmalz, 2021; Brooks et al., 2018). Os sistemas também podem limitar a busca dos diretores por incorporações com custo elevado (Cowan et al., 2022; Spokeviciute et al., 2021).

Sendo assim, este trabalho investigou se o retorno das incorporações foi pior quando realizadas por diretores mais hábeis e mais interessados no crescimento e na diversificação. Além disso, analisou se esses perfis de incorporação foram promovidos pelos sistemas cooperativistas de crédito, emulando um “mercado” de controle para as cooperativas.

3.3 Métodos

3.3.1 Dados e amostra

Os dados utilizados neste trabalho provêm dos *sites* do Banco Central do Brasil e do Ministério do Trabalho e Emprego. Inicialmente, foram identificadas as incorporações entre cooperativas de crédito singulares de 2008 a 2018 listadas nas Divulgações Mensais da Evolução do Sistema Financeiro Nacional, que registra incorporadoras e respectivas incorporadas. Município-sede, requisito para associação, categoria de serviços permitida a atuar, e afiliação à central e sistema cooperativista de crédito, foram identificados no Cadastro das Instituições Financeiras. Quando preciso, a afiliação foi inserida manualmente. Os dados financeiros são dos Balancetes das Instituições Financeiras, atualizados pelo IGP-M para dezembro de 2021. Para construir as variáveis foram coletados dados cadastrais e financeiros semestrais de todas as cooperativas singulares entre 2005 e 2021. As ocupações dos moradores dos municípios-sede são da Relação Anual de Informações Sociais (RAIS) de 2020.

As análises foram conduzidas sobre 292 observações de semestres em que 215 incorporadoras realizaram incorporações (335 no total). Foram analisados semestres pois não é possível distinguir o efeito individual de cada incorporação realizada em um mesmo semestre por uma incorporadora, mas é possível analisar o efeito do conjunto de incorporações após o semestre em que ocorreram. As observações têm origem em 374 incorporações realizadas por 246 incorporadoras, das quais foram removidas aquelas que envolveram cooperativas capital e empréstimo em algum semestre dos dados cadastrais ou financeiros, e os casos de “fusão”.⁶ As capital e empréstimo são orientadas ao crédito consignado e não recebem depósitos (Pinheiro, 2008), enviesando as suas variáveis e, posteriormente, as análises deste trabalho. Já nas “fusões” não é possível apontar, de fato, incorporadora e incorporada. Ainda foram removidas duas cooperativas incorporadas no semestre seguinte após realizarem incorporações.

3.3.2 Retorno das incorporações

Pesquisas sobre o retorno obtido por incorporadoras listadas costumam se pautar no chamado retorno anormal acumulado após realizada a incorporação, que é a soma das diferenças entre o retorno observado para a ação da empresa e um parâmetro de retorno esperado, como os índices de bolsa de valores (Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

Membros investem seu capital nas cooperativas de crédito esperando acessar taxas de serviços bancárias que lhes sejam vantajosas como clientes; isto é, taxas menores cobradas nas operações de crédito e taxas de remuneração maiores aos depósitos do que as alternativas encontradas na região onde residem. Portanto, as decisões dos diretores deveriam ser voltadas a cumprir o objetivo das cooperativas de crédito de minimizar o *spread* bancário (Rubin et al., 2013; Hart & Moore, 1998). O *spread* bancário médio pode ser calculado como (3.1).

$$spread_{it} = \frac{r_{oc_{it}}}{oc_{it}} - \frac{d_{cap_{it}}}{dep_{it}} \quad (3.1)$$

Onde o *spread* bancário médio observado na cooperativa de crédito *i* no semestre *t* é a razão da renda obtida com as operações de crédito (*r_{oc}*) pelo total em operações de crédito (*oc*) menos a razão do dispêndio com captação (*d_{cap}*) pelos depósitos totais (*dep*).

⁶ Respectivamente identificadas pela categoria de serviços em que atua ou pelo valor zero em depósitos em ao menos um dos semestres coletados, e pelos processos em que as duas envolvidas se tornaram uma terceira.

Como Jensen (1986) aponta que gestores não podem precificar arbitrariamente produtos visando obter benefícios privados, sob a pena de os clientes buscarem alternativas às suas empresas, as taxas praticadas nas cooperativas de crédito são pautadas pelas demais taxas encontradas no mercado. A diferença entre o *spread* observado em uma cooperativa e o *spread* que seria esperado pelo tipo de serviço que opera em sua área de atuação é o *spread* anormal gerado aos membros, que não é explicado pelo produto e pelo mercado. Se o *spread* anormal for maior do que zero, o benefício aos membros foi menor do que seria o esperado.

Características como porte e fatores institucionais e administrativos também determinam o *spread* bancário observado nas cooperativas de crédito (Brickley et al., 2015). Nesse caso, termos de erro de regressões por mínimos quadrados ordinários (MQO) permitem estimar o *spread* anormal gerado aos membros de uma cooperativa i em determinado semestre t controlando essas demais características, pois são a diferença entre os valores observados e os esperados (previstos) pelo modelo considerado. Assumindo que essas demais características sejam intrínsecas a cada cooperativa i , os seus termos de erro idiossincráticos em cada semestre t podem ser estimados pela regressão de (3.2) por dados em painel com efeitos fixos.

$$spread_{it} = \alpha + \mu_1 med(spread_{k(j \ni i)_t}) + \theta_t + u_i + \vartheta_{it} \quad (3.2)$$

Onde o *spread* bancário observado da cooperativa de crédito i no semestre t , calculado em (3.1), é função de um parâmetro de serviço e mercado ($med[spread]$) e variáveis θ identificadoras do semestre da observação para o controle de efeitos fixos do tempo. O termo de erro u captura o efeito de características intrínsecas de i sobre o *spread* observado, como o porte e a complexidade históricos (grande ou não, por exemplo) e a afiliação a um sistema. ϑ é o termo de erro idiossincrático; no caso, o *spread* não explicado pelo serviço e mercado ($med[spread]$), oscilações do tempo (θ) e características intrínsecas de i (u). ϑ é a diferença entre o *spread* observado e o esperado em i em cada semestre t , e reflete o efeito de decisões tomadas internamente na cooperativa. Se ϑ for maior do que zero, o *spread* foi maior do que o esperado dada as características da cooperativa, beneficiando menos seus membros.

(3.2) foi estimado utilizando todas as observações de cooperativas de crédito singulares em atuação entre 2005 e 2021, menos as capital e empréstimo. $med(spread)$ é a mediana do *spread* bancário observado no semestre t nas cooperativas com o mesmo tipo k de principal serviço bancário que i sediadas no mesmo estado j que i . k é a especialização de i em crédito

rural, identificada pelo critério para associação ($\mathbb{1}[\text{ser produtor rural}]$). O R^2 da regressão foi 0,60, com a validação de efeitos fixos contra efeitos aleatórios e MQO empilhados.

Uma premissa do retorno anormal acumulado nas empresas listadas envolve o papel da informação na precificação das ações. No anúncio da incorporação, as ações da incorporadora já estão precificadas com base nas informações disponíveis até então. O efeito sobre o retorno da incorporadora é o efeito da nova informação sobre aquelas já conhecidas (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Isso não se aplica às cooperativas, pois não existe um mercado que precifique quotas pelas expectativas de benefícios aos membros. Então, adaptando Beitel et al. (2004), nesse trabalho o *spread* anormal das incorporadoras após as incorporações foi parametrizado em relação ao padrão anterior. O cálculo do retorno anormal acumulado da incorporadora i após realizar incorporações no semestre centralizado $s = 0$ está em (3.3).

$$ret_{is} = \sum_{n=1}^5 \left(\frac{\vartheta_{i(s+n)}}{\frac{\sum_{n=1}^5 \vartheta_{i(s-n)}}{N}} - 1 \right) \quad (3.3)$$

Onde o retorno anormal acumulado (*ret*) gerado por incorporações da cooperativa de crédito i no semestre s é o somatório da variação do *spread* anormal ϑ de i em cada um dos cinco semestres após a incorporação em relação à média de ϑ nos cinco semestres anteriores. Renneboog & Vansteenkiste (2019) identificou a moda de três anos de período analisado em estudos sobre o retorno de longo prazo. Ao iniciar o cálculo do retorno anormal acumulado em $s = 1$, os cinco semestres completam os três anos de retorno para a incorporadora i .

Considerando que o objetivo das cooperativas de crédito é minimizar o *spread* bancário, se $ret > 0$, o *spread* anormal aumentou após s e a incorporação prejudicou o benefício gerado aos membros da incorporadora. É importante destacar que o cálculo de *ret* admite que a incorporação pode levar alguns semestres até gerar benefícios. Por exemplo, o *spread* anormal pode ter diminuído consideravelmente a partir do terceiro semestre, compensando algum aumento anterior. Também, a parametrização pelo padrão anterior admite que o benefício aos membros pode melhorar ou piorar mesmo com a manutenção do sinal de ϑ entre períodos. Por exemplo, uma cooperativa pode ter operado historicamente com $\vartheta > 0$, mas ϑ pode ter diminuído após a incorporação mesmo continuando positivo. Apenas somar os valores de ϑ após a incorporação indicaria retorno ruim, ainda que os membros tenham se beneficiado.

3.3.3 Perfis nas incorporações

Para representar a habilidade gerencial foi considerada a consistência da gestão em produzir sobras a partir da margem da atividade bancária. Reflete a eficácia e eficiência em controlar dispêndios, gerando sobras que podem ser reinvestidas ou distribuídas aos membros, além de permitir que a cooperativa de crédito se mantenha adequada a requisitos regulatórios quanto ao capital e liquidez (Nan et al., 2019; Hart & Moore, 1998). Primeiro, foi calculada a eficiência das incorporadoras i para produzir sobras, conforme apresentado em (3.4).

$$ef_sobr_{it} = \frac{sobr_{it}}{r_{oc_{it}} - d_{cap_{it}}} \quad (3.4)$$

Em que a eficiência em produzir sobras (ef_sobr) na cooperativa de crédito i no semestre t é a razão das sobras antes das destinações estatutárias ($sobr$) pela diferença entre as rendas obtidas com operações de crédito e os seus dispêndios com captação.

Como no caso do *spread*, os dispêndios das cooperativas dependem de fatores como o mercado, o porte e a complexidade (Brickley et al., 2015). É natural que cooperativas de características distintas também tenham estruturas distintas de dispêndios, que atingem a eficiência para gerar sobras. Portanto, este trabalho considerou que para cada cooperativa existe um padrão de ef_sobr , e que a habilidade da gestão é refletida pela eficácia em manter esse padrão. Assim, foi calculado o desvio padrão (σ) de ef_sobr de i nos cinco semestres anteriores ao que realizou as incorporações (centralizado em $s = 0$), como apresentado em (3.5).

$$\sigma(ef_sobr)_{is} = \left(\frac{\sum_{n=1}^5 \left[ef_sobr_{i(s-n)} - \frac{\sum_{n=1}^5 ef_sobr_{i(s-n)}}{N} \right]^2}{N-1} \right)^{1/2} \quad (3.5)$$

Quanto menor $\sigma(ef_sobr)$, maior foi a eficácia da gestão para produzir sobras na cooperativa de crédito i nos cinco semestres anteriores as incorporações. Como Morck et al. (1990) indica que o bom desempenho prévio dos gestores indica, além da habilidade, a confiança na incorporação, pode-se sugerir que gestores que produzam sobras consistentemente tenham superestimado a capacidade de continuar as produzindo após a incorporação, minimizando o possível efeito negativo de absorver o mau desempenho da incorporada (Bruyland & De Maeseneire, 2016). Também, gestores hábeis na produção de sobras seriam

confiantes pelo *status* junto aos membros (Heavey et al., 2020), que têm na distribuição de sobras um benefício complementar às taxas atrativas da cooperativa. A eficácia para gerar sobras também pode sinalizar a capacidade de assimilar as dificuldades financeiras da incorporada, tendo incorporações viabilizadas pelos sistemas. Assim, quanto menor $\sigma(\text{ef_sobr})$, maior a habilidade da gestão e, conseqüentemente, confiança dos diretores e sinalização de solidez financeira aos sistemas, levando a piores retornos obtidos nas incorporações.

Para representar o interesse pelo crescimento das operações foi utilizado a evolução da renda obtida pela incorporadora com operações de crédito antes de realizar as incorporações. Seguindo Morck et al. (1990), o crescimento das operações é a diferença em *log* (3.6).

$$\text{cresc}_{is} = \ln(r_{oc_{is-1}}) - \ln(r_{oc_{is-5}}) \quad (3.6)$$

Onde o crescimento das operações (*cresc*) da incorporadora *i* antes de realizar incorporações no semestre *s* é igual a diferença dos logaritmos naturais das rendas obtidas com operações de crédito em *s-1* e em *s-5*. A variável *cresc* reflete o quanto as transações da incorporadora haviam aumentado nos cinco semestres anteriores a incorporação. Como cooperativas de crédito são restritas a transacionar apenas com os seus membros, entende-se que gestores de cooperativas com crescimento destacado das operações possam ter se interessado em realizar incorporações para que esse crescimento continuasse ou fosse potencializado pela absorção do quadro social da incorporada (Ralston et al., 2001; Thompson, 1997). Os sistemas mediarão incorporações para estes gestores, pois o crescimento contínuo das operações tende a tornar a incorporadora *too big to fail*, ainda que o custo gerado à incorporadora seja elevado e possa prejudicar o retorno. Assim, quanto maior *cresc*, maior o interesse em promover o crescimento, e pior é o retorno obtido após a incorporação.

Morck et al. (1990) identificou o interesse dos gestores pela diversificação quando a incorporada atuava em atividades econômicas diferentes da incorporadora. No caso das cooperativas de crédito, todas atuam no mesmo código de atividade econômica. Como são restritas a operar apenas com os seus membros, podem buscar a diversificação do perfil do quadro social, como uma “carteira de potenciais clientes”, por meio de incorporadas localizadas em municípios com características distintas aos que já atua.⁷ O interesse de *i* em diversificar o quadro social através de incorporações foi identificado pela variável dicotômica (3.7).

⁷ 120 incorporadoras eram de livre admissão quando realizaram incorporações. 50 aderiram a livre admissão em até dois anos após as incorporações. 75% das incorporadoras ainda em atividade em 2021 eram de livre admissão. Sendo de livre admissão, são abertas a qualquer morador das localidades onde atuam.

$$perf_{is} = \begin{cases} 1, & \text{se } \sum \mathbb{1}(CBO_{m\exists i} \neq CBO_{m\exists a}) > 0 \\ 0, & \text{se } \sum \mathbb{1}(CBO_{m\exists i} \neq CBO_{m\exists a}) = 0 \end{cases} \quad (3.7)$$

CBO é a principal ocupação dos moradores dos municípios-sede *m* da incorporadora *i* e da incorporada *a*, oriundo da RAIS de 2020.⁸ Quando *CBO* de *i* é diferente de *CBO* de *a*, atribuiu-se valor 1. *perf* = 1 quando o somatório para as incorporações realizadas por *i* no semestre *s* é maior do que 0, ou seja, ao menos uma das incorporadas por *i* era sediada em município *m* com perfil ocupacional dos moradores diferente do perfil em que *i* atuava anteriormente. Se *perf* = 1, as incorporações no semestre *s* permitiram aos gestores de *i* avançar para novas localidades e diversificar o quadro social, sugerindo o interesse em diversificar. Os sistemas mediarão incorporações para diretores interessados em avançar para novas localidades e diversificar o quadro social de suas cooperativas, pois a diversificação da “carteira de clientes” da incorporadora reduz o seu risco. Contudo, as incorporações visando diversificação têm custos de adaptação e coordenação maiores do que as demais (Lee et al., 2018). Desta forma, quando *perf* = 1, pior o retorno gerado para as incorporadoras.

3.3.4 Modelo econométrico

A associação entre o retorno das incorporadoras e os perfis foi testada por MQO através de (3.8).

$$ret_{is} = \beta_0 + \beta_1(\sigma[ef_{sobr}])_{is} + \beta_2cresc_{is} + \beta_3perf_{is} + X'_{is}\rho + \delta_i + \theta_s + \varepsilon_{is} \quad (3.8)$$

No qual o retorno anormal acumulado (*ret*) da incorporadora *i* após incorporar no semestre *s* calculada em (3.3) é função da habilidade prévia dos diretores em gerar sobras ($\sigma[ef_{sobr}]$) estimado em (3.5), do crescimento anterior (*cresc*) dado em (3.6) e da diversificação do quadro social (*perf*) apresentada em (3.7), além de um conjunto de controles *X* sobre o retorno das incorporações de *i* em *s*, e efeitos fixos da afiliação de *i* a um dos principais sistemas cooperativas de crédito (δ) e do semestre *s* em que as incorporações ocorreram (θ).

⁸ O perfil ocupacional de um município pode ter mudado entre 2008 e 2020, mas é improvável que dois municípios tenham passado a compartilhar a mesma principal ocupação de seus moradores se isto já não ocorresse antes. Trabalhos como Saboia e Kubrusly (2021), onde nota-se que a distribuição de indivíduos entre as ocupações variou muito pouco quando comparados 2010 e 2017, dão suporte a essa premissa.

X inclui a quantidade anterior de incorporações realizadas por i até o semestre s , com associação positiva ou negativa com ret , pois pode tanto sinalizar confiança excessiva dos diretores (Heavey et al., 2020), quanto gerar aprendizado sobre processos de incorporação (DeLong & DeYoung, 2007). A associação da quantidade de incorporações realizadas por i no próprio semestre s com ret é positiva pelo aumento dos custos de coordenação à incorporadora (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Já a média das distâncias (logaritmo natural dos quilômetros) entre as sedes de i e de suas incorporadas no semestre s dificulta a obtenção de informações e aumenta os custos de coordenação. Porém, também seria esperado que exista maior controle dos sistemas nas incorporações entre cooperativas muito distantes (Brooks et al., 2018; Uysal et al., 2008). Assim, pode ter efeito positivo ou negativo sobre ret .

A média do ROA dos cinco últimos semestres das incorporadas por i em s controlou o efeito das dificuldades financeiras das incorporadas sobre o retorno da incorporadora. O ROA é a razão das sobras antes das destinações estatutárias pelos ativos totais, sendo negativo em caso de perdas. Quanto menor o ROA, maior a dificuldade financeira (Thompson, 1997). A diferença de porte entre incorporadora e incorporadas controlou o impacto das dificuldades financeiras. Quanto maior a diferença do logaritmo natural da subtração da média dos cinco semestres anteriores a s dos ativos totais de i pela média dos ativos totais dos cinco últimos semestres de suas incorporadas, menor o impacto sobre a incorporadora. Quando i realizou mais de uma incorporação em s , foram consideradas as médias dos ROA e dos ativos totais das incorporadas. Espera-se que as duas variáveis tenham associação negativa com ret .

3.3.4.1 Procedimentos para validade

Todas as variáveis foram verificadas por histogramas quando construídas. Valores extremos do *spread* dado em (3.1), do ROA das incorporadas e em $\sigma(e\text{f_sobr})$ dado em (3.5) foram *winsorizados* a 1%. Acredita-se que o efeito desse ajuste seja mínimo sobre os resultados, pois atingiu apenas a mediana do *spread* utilizada como parâmetro em (3.2), e apenas uma observação ajustada de $\sigma(e\text{f_sobr})$ e cinco ROA das incorporadas continuaram para as análises.

Uma análise de correlação não apontou associações expressivas entre as variáveis de (3.8), sendo maior coeficiente entre *perf* e a distância entre as sedes (0,46, correlação moderada). Portanto, exclui-se o problema de colinearidade no modelo. Testes heterocedasticidade e de normalidade dos resíduos foram conduzidos sobre estimações preliminares de (3.8). Testes de Breusch-Pagan não indicaram heterocedasticidade no modelo, enquanto testes de Kolmogorov-Smirnov indicaram que os termos de erro estimados seguem

distribuição normal. Contudo, não é possível afirmar que não existe correlação entre os termos de erro, pois 59 das incorporadoras têm duas ou mais observações (máximo de 6 observações). Algumas incorporadoras têm observações em semestres seguidos. Para a validade das estimações de (3.8), foram utilizados erros padrão robustos *clusterizados* nas incorporadoras (Cameron & Trivedi, 2005).

3.3.5 Coordenação pelos sistemas

Cerca de 86,36% ($\approx 323 \div 374$) das incorporações envolveram afiliadas pertencentes ao mesmo sistema cooperativista de crédito, com destaque para Sicoob (143 incorporações entre afiliadas, 44,27% do total), Cresol (79, 24,46%) e Sicredi (51, 15,79%). Esses sistemas são os maiores em quantidade de afiliadas e em ativo total combinado de suas cooperativas, o que os tornariam mais interessados em incorporações para reduzir o risco sistêmico (Mishkin, 1996). Contudo, se os dados sugerem um esforço coordenado dos sistemas nas incorporações, não fornecem variação para analisar o efeito da afiliação em comum nas incorporações.

Uma alternativa para analisar a coordenação dos sistemas é comparar períodos de maior ou menor quantidade de incorporações. Supõe-se que sempre houve interesse dos principais sistemas em viabilizar incorporações, mas que o empenho para as coordenar foi maior quando suas incorporadoras foram mais ativas. Quanto mais empenho na coordenação, mais viabilizaram incorporações para cooperativas aptas a lidar com as dificuldades financeiras das incorporadas, emulando um “mercado” de controle para reduzir o risco setorial (Mishkin, 1996; Manne, 1965). Portanto, quando incorporações foram viabilizadas para diretores ainda mais hábeis e mais interessados no crescimento e da diversificação (Morck et al., 1990).

Dois critérios separaram as observações para essa comparação. Primeiro, foram identificadas as incorporações realizadas por incorporadoras da Sicoob, Cresol e Sicredi, que seriam os sistemas mais interessados em reduzir o risco sistêmico com incorporações. Depois, foram identificados os anos que, individualmente, têm mais de 10% das incorporações nesses sistemas. Foram considerados anos, pois, a suavidade da distribuição das incorporações por semestre dificultou a distinção de quando as incorporadoras mais incorporaram. Para a Sicoob, foram identificados os anos 2009 (12,09% das incorporações), 2012 (12,64%), 2013 (10,99%) e 2015 (14,29%). Na Cresol, os anos 2016 (18,99%), 2017 (36,71%) e 2018 (27,85%). Já para a Sicredi, os anos 2011 (17,86%), 2013 (16,07%), 2014 (16,07%) e 2015 (10,71%).

As médias das variáveis de (3.8) das 143 observações que atenderam a esses dois critérios foram comparadas às médias das 149 demais observações. Testes de médias

verificaram se as diferenças têm significância estatística. Se houve interesse dos sistemas em promover gestores mais hábeis e mais interessados no crescimento e na diversificação das operações de suas cooperativas, é esperado que a média de $\sigma(\text{ef_sobr})$ seja menor e as médias de *cresc* e *perf* sejam maiores quando as incorporações foram intensificadas na Sicoob, Cresol e Sicredi.⁹

3.4 Resultados

As incorporadoras tiveram $\text{ret} > 0$ em 172 das observações (58,90%). A predominância de más incorporações ($\text{ret} > 0$) alinha o caso brasileiro ao de outros países, principalmente Estados Unidos e Austrália, onde também foi observado que as incorporações não beneficiaram os membros da maioria das cooperativas incorporadoras (McKillop et al., 2020; Bauer et al., 2009). Em 2008, a cooperativa média que veio a realizar alguma incorporação no período analisado tinha patrimônio líquido 2,42 vezes maior do que a cooperativa média que não realizou incorporações e que não foi incorporada. Em 2018, essa proporção aumentou para 3,14. O capital social da incorporadora média em 2008 era 1,79 maior do que as demais, sendo 2,57 maior em 2018, sugerindo a entrada contínua de membros com a livre admissão. Seguindo a lógica de Jensen (1986), o crescimento do fluxo de caixa livre, representado pelo patrimônio líquido, teria permitido e incentivado essas cooperativas se tornarem incorporadoras.

Na Tabela 3.1 estão as médias (desvios-padrão entre parênteses) das variáveis de (3.8), para todas as observações e agrupando-as entre aquelas com $\text{ret} > 0$ e aquelas com $\text{ret} \leq 0$.

Em média, os processos de incorporação que não beneficiaram os membros da incorporadora ($\text{ret} > 0$) tiveram ret de 0,062, contra -0,054 daqueles que beneficiaram ($\text{ret} \leq 0$). Isso indica que incorporações entre cooperativas de crédito podem eventualmente gerar benefícios aos membros, embora esses casos não sejam a maioria. A média de $\sigma(\text{ef_sobr})$ é menor no grupo com $\text{ret} > 0$ (0,238, contra 0,287), enquanto as médias de *cresc* e *perf* são maiores quando $\text{ret} > 0$ (0,475 e 0,610, respectivamente, contra 0,330 e 0,500 para $\text{ret} \leq 0$). Esses resultados são o primeiro sinal de que as más incorporações, que prejudicaram o benefício gerado aos membros das incorporadoras, podem ter sido conduzidas por diretores mais hábeis, possivelmente confiantes, e mais interessados no crescimento e na diversificação de suas cooperativas do que os demais (Malhotra et al., 2018; Morck et al., 1990; Roll, 1986).

⁹ Também foi conduzida análise considerando o ano de 2012 da Sicredi (3 incorporações) como de intensificação, para abranger todo o período de 2011 a 2015 do sistema. Essa análise comparou dois grupos de 146 observações, produzindo resultados similares à Tabela 3.3.

Tabela 3.1 – Médias das variáveis utilizadas em (3.8)

	Geral	<i>ret</i> > 0	<i>ret</i> ≤ 0
<i>ret</i> (retorno anormal acumulado)	0,014 (0,080)	0,062 (0,054)	-0,054 (0,056)
$\sigma(\text{ef_sobr})$ (habilidade)	0,258 (0,375)	0,238 (0,308)	0,287 (0,453)
cresc (crescimento)	0,416 (0,393)	0,475 (0,394)	0,330 (0,377)
perf (diversificação)	0,565 (0,497)	0,610 (0,489)	0,500 (0,502)
Incorporações anteriores	0,401 (0,866)	0,424 (0,918)	0,367 (0,788)
Incorporações no semestre	1,147 (0,527)	1,174 (0,596)	1,108 (0,406)
Distância entre sedes (km)	124,97 (254,23)	112,51 (216,29)	142,83 (300,47)
ROA das incorporadas	-0,014 (0,047)	-0,016 (0,052)	-0,011 (0,038)
Diferença de porte (R\$ milhões)	267,42 (552,42)	324,90 (667,26)	185,04 (307,99)
Quantidade de observações	292	172	120

Nota: A distância entre sedes e a diferença de porte não estão em logaritmo natural para facilitar a comparação. Abaixo das médias, entre parênteses, estão os desvios padrão. Fonte: O autor.

A média de incorporações anteriores é maior em *ret* > 0 (0,424, contra 0,367), sugerindo que não geraram aprendizado. A quantidade de incorporações no semestre é um pouco maior quanto *ret* > 0 (média de 1,174, contra 1,108), o que pode significar que a complexidade do processo de incorporação tenha atingido o retorno. As dificuldades financeiras das incorporadas são representadas pelo ROA médio geral (-0,014) que indica prejuízos nessas cooperativas (Thompson, 1997); as dificuldades seriam maiores nas incorporadas em processos com *ret* > 0 (-0,016, contra -0,011). Já a distância das sedes é maior para *ret* ≤ 0. As maiores distâncias estão na Sicredi (195,24 km), sistema reconhecido pelo forte controle sobre as afiliadas, e na Cresol (145,34 km), com várias afiliadas do Nordeste incorporadas por afiliadas do Sul em um período curto de anos, reforçando a sugestão de coordenação de incorporações nos sistemas.

Na Tabela 3.2 estão os resultados de regressões MQO para (3.8). Além da regressão com o modelo (3.8) completo, também foram conduzidas regressões para cada perfil isolado.

O modelo apresenta significância global, com a estatística F rejeitando a hipótese nula de igualdade entre os coeficientes e zero em todas as regressões. Por sua vez, os testes de Kolmogorov-Smirnov não rejeitam a hipótese nula de que os resíduos das regressões seguem distribuição similar à normal. Em todas as regressões os fatores de inflação da variância foram menores que 5, indicando que não há problema de multicolinearidade, corroborando a sugestão da análise preliminar de correlação. Por fim, o R^2 das regressões foi 0,175 em MQO (1), 0,150

em MQO (2), e 0,156 em MQO (3) e MQO (4). Como comparação, o maior R^2 obtido por Morck et al. (1990) em investigação similar aplicada para empresas listadas foi 0,10.

Tabela 3.2 – Resultados das regressões MQO para (3.8)

	MQO (1)	MQO (2)	MQO (3)	MQO (4)
$\sigma(\text{ef_sobr})$ (habilidade)	-0,017* (0,009)	-0,021** (0,009)		
cresc (crescimento)	0,025** (0,013)		0,028** (0,012)	
perf (diversificação)	0,022** (0,010)			0,024** (0,011)
Incorporações anteriores	0,007 (0,006)	0,008 (0,006)	0,007 (0,006)	0,007 (0,006)
Incorporações no semestre	0,016** (0,006)	0,021*** (0,007)	0,017** (0,007)	0,020*** (0,006)
Distância entre sedes	-0,004* (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,004* (0,002)
ROA das incorporadas	-0,199 (0,129)	-0,162 (0,127)	-0,198 (0,130)	-0,171 (0,127)
Diferença de porte	0,006 (0,015)	0,005 (0,014)	0,007 (0,015)	-0,002 (0,015)
Dummy (Cresol) ^a	0,021 (0,018)	0,031* (0,017)	0,026 (0,017)	0,026 (0,018)
Dummy (Sicredi) ^a	0,023* (0,013)	0,030** (0,012)	0,023* (0,013)	0,027** (0,013)
Dummy (outros e independentes) ^a	0,044*** (0,015)	0,040*** (0,015)	0,038** (0,015)	0,038** (0,015)
Dummies de semestre	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	-0,160 (0,311)	-0,140 (0,310)	-0,197 (0,315)	0,005 (0,317)
Observações	292	292	292	292
Clusters	215	215	215	215
R^2	0,175	0,150	0,156	0,156
F(30, 214)	2,93***	2,43***	2,61***	2,06***
Breusch-Pagan ($\chi^2[1]$) ^b	1,66	1,47	1,68	0,55
Kolmogorov-Smirnov (D)	0,07	0,06	0,05	0,07
Fator de inflação da variância	2,14	2,15	2,16	2,17

Nota: Abaixo dos coeficientes, dentro de parênteses, estão seus erros padrão robustos *clusterizados* nas incorporadoras. Fonte: O autor.

^a A categoria base das variáveis *dummy* foi a afiliação a Sicoob.

^b Resultados do teste aplicado a regressões prévias sem uso de erros padrão robustos *clusterizados*.

*** p-valor < 0,01, ** p-valor < 0,05, * p-valor < 0,10

O coeficiente de $\sigma(\text{ef_sobr})$ foi negativo em ambas as regressões em que a variável foi utilizada (-0,017, p-valor<0,10, em MQO [1], e -0,021, p-valor<0,05, em MQO [2]), indicando que quanto maior a habilidade da gestão, pior o retorno das incorporações. É possível que esses diretores mais hábeis também sejam mais confiantes do que os demais, sugestão que recebe suporte da maior média de quantidade de incorporações anteriores em $ret > 0$ na Tabela 3.1, pois as experiências prévias parecem não ter gerado aprendizagem à gestão (Heavey et al.,

2020). Outro complemento a esse resultado vem das médias negativas encontradas para o ROA das incorporadas (Tabela 3.1), que apontam a recorrência de prejuízos antes da incorporação. Então, seguindo trabalhos como Bruylant e De Maeseneire (2016) e Malmendier & Tate (2008), teria sido o caso de diretores realizando incorporações confiantes de que conseguiriam lidar com as dificuldades financeiras das cooperativas incorporadas devido a própria habilidade.

As variáveis *cresc* e *perf* apresentaram sinal positivo em todas as regressões em que foram utilizadas (coeficientes de 0,025 e 0,028 para *cresc* em MQO [1] e MQO [3], e de 0,022 e 0,024 para *perf* em MQO [1] e MQO [4], p-valores < 0,05), permitindo sugerir que quando houve procura por diversificação e quanto maior foi a busca pelo crescimento das operações, pior o retorno gerado pela incorporação. Conforme Clougherty e Duso (2023) e Lee et al. (2018), a procura por diversificação através da entrada em municípios com perfil ocupacional distinto pode ter gerado dificuldades de adaptação e coordenação para a incorporadora. Adicionando os possíveis custos elevados, financeiros ou não, assumidos pelos diretores para realizar incorporações visando crescimento (Ralston et al., 2001; Morck et al., 1990), o retorno gerado pelas incorporações acabou sendo prejudicial aos membros da incorporadora.

Aqui, vale questionar, como Ralston et al. (2001) fez às incorporadoras Australianas, se o crescimento e a diversificação não ocorreriam naturalmente, sem que os custos elevados assumidos nas incorporações fossem necessários. Ainda, a experiência anterior com incorporações parece não ter gerado aprendizado aos diretores das incorporadoras, pois $ret > 0$ teve média maior de incorporações anteriores (Tabela 3.1). Sem o aprendizado, a confiança sugerida por $\sigma(e_{f_sobr})$ pode ter levado os gestores a minimizar o efeito dos custos assumidos para realizar incorporações para crescimento e diversificação, que geram *status* (Morck et al., 1990; Jensen, 1986). Também, foi encontrado sinal negativo para a distância entre as sedes, significativo em duas regressões, indicando possível benefício gerado aos membros da incorporadora. Isso implica que, mais do que os custos de coordenação, que seriam crescentes com a distância, teriam sido os custos de adaptação as novas localidades que prejudicaram o retorno gerado pelas incorporações. Isso, pois, os sistemas podem ter amenizado os custos associados à distância entre as suas afiliadas (Brooks et al., 2018; Uysal et al., 2008).

Os três perfis de incorporação apresentaram significância em todas as estimações de (3.8), sugerindo que o mau retorno obtido em incorporações seja associado à busca por crescimento e diversificação pelos diretores, possivelmente confiantes em suas habilidades. Para verificar a promoção desses perfis pelos sistemas cooperativistas de crédito, a Tabela 3.3 apresenta as médias das variáveis de (8) nos anos de intensificação das incorporações nos

maiores sistemas e nos demais anos e sistemas, junto com resultados dos respectivos testes de médias.

Tabela 3.3 – Comparação dos anos de intensificação da coordenação dos sistemas e os demais

	Intensificação	Demais anos e sistemas	t(290)
ret (retorno anormal acumulado)	0,017	0,011	0,66
$\sigma(\text{ef_sobr})$ (habilidade)	0,218	0,296	-1,78*
cresc (crescimento)	0,480	0,354	2,77***
perf (diversificação)	0,636	0,497	2,42**
Incorporações anteriores	0,392	0,410	-0,18
Incorporações no semestre	1,196	1,100	1,55
Distância entre sedes (ln)	2,75	2,47	0,94
ROA das incorporadas	-0,016	-0,012	-0,77
Diferença de porte (ln)	21,01	21,00	-0,14
Quantidade de observações	143	149	

Nota: Anos de intensificação das incorporações na Sicoob (2009, 2012, 2013 e 2015), Cresol (2016, 2017 e 2018) e Sicredi (2011, 2013, 2014 e 2015). Fonte: O autor.

*** p-valor < 0,01, ** p-valor < 0,05, * p-valor < 0,10

As únicas diferenças estatísticas entre as médias das observações de anos de intensificação da coordenação dos sistemas e as médias das demais observações são das variáveis dos perfis de incorporação ($t = -1,78$ para $\sigma[\text{ef_sobr}]$, p-valor < 0,10, $t = 2,77$ para *cresc*, p-valor < 0,01, e $t = 2,42$ para *perf*, p-valor < 0,05). Nas demais variáveis não houve diferença estatística. Para o caso de *ret*, o resultado significa que a coordenação dos sistemas, por si só, tem pouco efeito direto sobre o retorno das incorporações. De fato, era esperado apenas que os sistemas buscassem coordenar incorporações para remover gestões ruins e transferir os ativos das cooperativas em dificuldades financeiras para aquelas cooperativas que compreendam ser sólidas (Mishkin, 1996; Manne, 1965). Embora possam ajudar a mitigar custos nas incorporações, não é papel dos sistemas gerar retorno às incorporadoras.

A média de $\sigma(\text{ef_sobr})$ é menor quando coordenação dos sistemas intensificou (0,218 contra 0,296), sugerindo que foram nesses anos que as incorporações almeçadas por diretores mais hábeis foram viabilizadas, conforme esperado pela lógica de transferir ativos para gestões melhores do que as das incorporadas (Manne, 1965). As médias de *cresc* e *perf* foram maiores nesses anos (0,480 contra 0,354 para *cresc* e 0,636 contra 0,497 para *perf*), indicando que cooperativas de maior crescimento e interessadas em expandir e diversificar as suas operações foram privilegiadas para atuar como incorporadoras quando houve maior empenho dos sistemas em viabilizar as incorporações. Vale destacar que Sicredi (0,528 e 0,735 para *cresc* e *perf*) e Cresol (0,605 e 0,717, respectivamente) foram os sistemas com maiores médias nessas variáveis, também detendo as maiores distâncias médias entre incorporadora e incorporadas.

Isso reforça que cooperativas cujos diretores têm esses perfis foram utilizadas como incorporadoras quando os sistemas buscaram promover incorporações nas afiliadas.

Os resultados da Tabela 3.3, em conjunto com os da Tabela 3.2, sugerem que certos perfis de incorporação sejam privilegiados pelos sistemas, pois o que distingue os anos de intensificação das incorporações são esses perfis, e não outras características como a distância ou a experiência anterior dos diretores das incorporadoras. Dessa forma, através da atuação dos sistemas, que têm interesse na robustez do setor pela saída de gestões ruins e promoção de cooperativas *too big to fail*, foi emulado um mercado de controle no qual os diretores mais hábeis e mais interessados no crescimento e na diversificação das operações de suas cooperativas podem realizar incorporações, ainda que assumindo custos elevados prejudiciais ao retorno aos membros. O caso do mau retorno nas incorporações nas cooperativas de crédito, portanto, se alinha ao que foi observado para empresas listadas (Morck et al., 1990).

3.5 Conclusão

Neste trabalho, foi investigada a associação entre o retorno das cooperativas de crédito incorporadoras e a habilidade gerencial e interesse no crescimento e diversificação das operações. Os resultados revelaram que o retorno aos membros das incorporadoras foi pior nas incorporações envolvendo diretores mais hábeis e incorporadoras de maior crescimento operacional que, com a incorporação, passaram a atuar em localidades de características distintas das que atuavam anteriormente. Ainda apontam que esses perfis foram promovidos pelos sistemas quando a coordenação das incorporações intensificou. Conclui-se que, como um “mercado” de controle para cooperativas de crédito, o interesse dos diretores no crescimento e na diversificação de suas cooperativas, e possível confiança em reverter as dificuldades financeiras da incorporada, determinaram o mau retorno obtido pelas incorporadoras.

Os resultados desse trabalho acrescentam à literatura em duas maneiras. Primeiro, no contexto das cooperativas de crédito, os resultados ajudam a explicar o baixo retorno obtido pelas incorporadoras, destacando a importância da análise das características gerenciais ao estudar o impacto das incorporações nas cooperativas envolvidas e no setor como um todo. Segundo, em relação à literatura sobre incorporações, os resultados alinham o caso das cooperativas de crédito ao das empresas listadas, revelando que para ambos as más incorporações são determinadas, pelo menos em parte, por perfis semelhantes. Essas contribuições sugerem que pesquisas futuras sobre o mau retorno nas cooperativas de crédito

devem continuar explorando determinantes derivados de estudos sobre empresas listadas, mesmo que sejam necessárias algumas adaptações dadas as diferenças nas operações.

Para a prática, os resultados indicam que os sistemas cooperativistas de crédito devem fortalecer suas políticas de auxílio nas incorporações, que parecem ter sido efetivas no controle dos custos associados à distância entre incorporadora e incorporada. Embora possa ser sugerido que os diretores buscaram benefícios privados com as incorporações, eles são hábeis e suas cooperativas vinham crescendo. Reforçar o auxílio às incorporadoras não significa atuar em prol de algumas cooperativas específicas e seus diretores, mas sim permitir que os membros não sejam prejudicados. O cooperativismo tem como pilar atender aos interesses dos membros, e as incorporações nem sempre os beneficiam, o que pode gerar ineficiências no setor.

Existem limitações neste trabalho, especialmente em relação ao tratamento dado aos custos das incorporações. Foi preciso assumir como premissa que as más incorporações tenham custos elevados, pois não se trata de um desembolso observável como nas empresas listadas. Apesar dessa limitação, acredita-se que este trabalho abra caminho para novas pesquisas, como o aprofundamento do papel e efeito dos sistemas cooperativistas de crédito na contenção de custos das incorporações. Vale destacar que não foi objetivo deste trabalho investigar o efeito dos sistemas sobre o retorno, mas pesquisas nesse tema podem trazer contribuições importantes, especialmente à prática. Além disso, também seria interessante examinar a influência dos diretores de grandes cooperativas na coordenação das incorporações pelos sistemas, considerando o poder de barganha que possuem devido ao porte de suas cooperativas.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta tese, foram apresentados dois ensaios que abordam transformações na propriedade no contexto das cooperativas de crédito brasileiras. O primeiro investigou a escolha entre adesão à livre admissão ou incorporação por outra cooperativa, enquanto o segundo abordou as recorrentes más incorporações e características as quais estão associadas. Os resultados indicam que as transformações nas cooperativas de crédito estão vinculadas aos interesses de diretores e membros, e também evidenciam que o mau retorno nas incorporações está associado à habilidade dos gestores e a sua busca por crescimento e diversificação. Os sistemas cooperativistas de crédito viabilizam incorporações por diretores com tais perfis.

Os resultados são importantes, pois a pesquisa sobre cooperativas de crédito historicamente enfatizou os efeitos das transformações na propriedade, dando pouco destaque para os motivos que as desencadeiam. Os ensaios destacam que as decisões são determinadas pelo controle exercido dentro das cooperativas, guiadas pelos interesses dos detentores do poder decisório. Em contraste, pesquisas anteriores, quando não se restringiram aos efeitos das transformações, destacaram principalmente o papel dos reguladores, relegando o papel dos agentes internos das cooperativas para um segundo plano.

Esses resultados reforçam a importância de investigar o papel dos diretores e membros nas decisões sobre a propriedade das cooperativas, assim como sua influência no retorno gerado pelas transformações. Para a prática, os resultados enfatizam a necessidade de políticas dos órgãos reguladores não apenas promoverem transformações na propriedade das cooperativas de crédito visando ganhos em escala, mas também protegê-las contra os riscos inerentes ao crescimento.

Apesar das limitações, entende-se que os resultados desta tese possam inspirar pesquisas futuras. Sugere-se que seja explorado o nível de proteção dos diretores em seus cargos em relação à probabilidade de uma cooperativa ser incorporada ou atuar como incorporadora. Isso se deve ao fato de que, na incorporação, esses gestores geralmente perdem seus cargos ou são realocados para outros menores. Por outro lado, diretores excessivamente protegidos podem ter incentivos para realizar incorporações continuamente, mesmo prejudicando o desempenho da incorporadora. Outros trabalhos podem se aprofundar no consumo de benefícios privados por diretores de cooperativas de livre admissão, considerando a margem para essa extração como potencialmente maior do que nas demais cooperativas.

REFERÊNCIAS

- Agarwal, S., & Hauswald, R. (2010). Distance and private information in lending. *The Review of Financial Studies*, 23(7), 2757-2788. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq001>
- Banco Central do Brasil. (2019). *Panorama do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo, Data-base: Dezembro/2019*. Brasília: Banco Central do Brasil.
- Bauer, K., Miles, L., & Nishikawa, T. (2009). The effect of mergers on credit union performance. *Journal of Banking & Finance*, 33(12), 2267-2274. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.06.004>
- Bebchuk, L. (1999). *A rent-protection theory of corporate ownership and control* (NBER Working Paper 7203). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. Acesso em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7203/w7203.pdf
- Beitel, P., Schiereck, D., & Wahrenburg, M. (2004). Explaining M&A success in European banks. *European Financial Management*, 10(1), 109-139. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00242.x>
- Brealey, R., Myers, C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13. ed.). Nova York, NY: McGraw-Hill Education.
- Bressan, V., Braga, M., Bressan, A., & Resende Filho, M. (2011). Uma aplicação do sistema PEARLS às cooperativas de crédito brasileiras. *Revista de Administração*, 46(3), 258-274. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072011000300005>
- Brickley, J., Smith, C., & Zimmerman, J. (2015). *Managerial economics and organizational architecture* (6. ed.). Nova York: McGraw-Hill Education.
- Brooks, C., Chen, Z., & Zeng, Y. (2018). Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 48, 187-216. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.003>
- Bruyland, E., & De Maeseneire, W. (2016). The risk effects of acquiring distressed firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(9-10), 1297-1324. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12210>
- Cameron, A., & Trivedi, P. (2005). *Microeconometrics: Methods and applications*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Canassa, B., Soares, G., & Costa, D. (2021). Incorporações entre cooperativas de crédito brasileiras: Uma análise da eficiência de incorporadoras e incorporadas. *Anais do 59º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural &*

6º Encontro Brasileiro de Pesquisadores em Cooperativismo. Brasília: Universidade de Brasília. <https://doi.org/10.29327/soberebpc2021.340281>

- Carvalho, F., Diaz, M., Bialoskorski Neto, S., & Kalatzis, A. (2015). Saída e insucesso das cooperativas de crédito no Brasil: Uma análise do risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(67), 70-84. <https://doi.org/10.1590/rcf.v26i67.98099>
- Clougherty, J., & Duso, T. (2023). Revisiting the relatedness hypothesis: The impact of merger relatedness on acquiring and rival firm value. *Long Range Planning*, 102325. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2023.102325>
- Cowan, A., Salotti, V., & Schenck, N. (2022). The long-term impact of bank mergers on stock performance and default risk: The aftermath of the 2008 financial crisis. *Finance Research Letters*, 48, 102925. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102925>
- D'Souza, J., & Nash, R. (2017). Private benefits of public control: Evidence of political and economic benefits of state ownership. *Journal of Corporate Finance*, 46, 232-247. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.07.001>
- DeLong, G., & DeYoung, R. (2007). Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. *The Journal of Finance*, 62(1), 181-216. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01205.x>
- Dong, F., & Doukas, J. (2021). The effect of managers on M&As. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101934. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101934>
- Ewens, M., & Farre-Mensa, J. (2020). The deregulation of the private equity markets and the decline in IPOs. *The Review of Financial Studies*, 33(12), 5463-5509. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa053>
- Fidrmuc, J., & Xia, C. (2019). M&A deal initiation and managerial motivation. *Journal of Corporate Finance*, 59, 320-343. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.010>
- Fried, H., Lovell, C., & Yaisawarng, S. (1999). The impact of mergers on credit union service provision. *Journal of Banking & Finance*, 23(2-4), 367-386. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00090-9](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00090-9)
- Gaiman, N., Dringenberg, M., & Jones, M. (1995). Dream a little dream of me. In K. Berger (Ed.), *The Sandman, volume 1: Preludes & Nocturnes* (pp. 80-105). Nova York: DC Comics.
- Garden, K., & Ralston, D. (1999). The x-efficiency and allocative efficiency effects of credit union mergers. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 9(3), 285-301. [https://doi.org/10.1016/S1042-4431\(99\)00012-8](https://doi.org/10.1016/S1042-4431(99)00012-8)

- Goddard, J., McKillop, D., & Wilson, J. (2002). The growth of US credit unions. *Journal of Banking & Finance*, 26(12), 2327-2356. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00203-5](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00203-5)
- Goddard, J., McKillop, D., & Wilson, J. (2009). Which credit unions are acquired? *Journal of Financial Services Research*, 36(2-3), 231-252. <https://doi.org/10.1007/s10693-009-0055-x>
- Goddard, J., McKillop, D., & Wilson, J. (2014). U.S. credit unions: Survival, consolidation, and growth. *Economic Enquiry*, 52(1), 304-319. <https://doi.org/10.1111/ecin.12032>
- Gorton, G., & Schmid, F. (1999). Corporate governance, ownership dispersion and efficiency: Empirical evidence from Austrian cooperative banking. *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 119-140. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(98\)00019-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(98)00019-4)
- Grifell-Tatjé, E., & Lovell, C. (1996). Deregulation and productivity decline: The case of Spanish savings banks. *European Economic Review*, 40(6), 1281-1303. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00024-0](https://doi.org/10.1016/0014-2921(95)00024-0)
- Grossman, S., & Hart, O. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691-719. <https://doi.org/10.1086/261404>
- Hansmann, H. (1996). *The ownership of the enterprise*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Hart, O., & Moore, J. (1990). Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119-1158. <https://doi.org/10.1086/261729>
- Hart, O., & Moore, J. (1996). The governance of exchanges: Members' cooperatives versus outside ownership. *Oxford Review of Economic Policy*, 12(4), 53-69. <https://doi.org/10.1093/oxrep/12.4.53>
- Hart, O., & Moore, J. (1998). *Cooperatives vs. outside ownership* (NBER Working Paper 6421). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6421/w6421.pdf
- Haynes, M., & Thompson, S. (1999). The productivity effects of bank mergers: Evidence from the UK building societies. *Journal of Banking & Finance*, 23(5), 825-846. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00117-4](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00117-4)
- Heavey, C., Simsek, Z., Fox, B., & Hersel, M. (2020). Executive confidence: A multidisciplinary review, synthesis, and agenda for future research. *Journal of Management*, 48(6), 1430-1468. <https://doi.org/10.1177/0149206321106256>

- Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91. <https://doi.org/10.2307/3003320>
- Ingham, H., & Thompson, S. (1995). Deregulation, firm capabilities and diversifying entry decisions: The case of financial services. *The Review of Economics and Statistics*, 77(1), 177-183. <https://doi.org/10.2307/2110004>
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Josephy, M., Harrison, J., Sirmon, D., & Carnes, C. (2017). Living and dying: Synthesizing the literature on firm survival and failure across stages of development. *Academy of Management Annals*, 11(2), 770-799. <https://doi.org/10.5465/annals.2015.0148>
- Lee, K., Mauer, D., & Xu, E. (2018). Human capital relatedness and mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 129(1), 111-135. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.03.008>
- Leggett, K., & Strand, R. (2002). Membership growth, multiple membership groups and agency control at credit unions. *Review of Financial Economics*, 11(1), 37-46. [https://doi.org/10.1016/s1058-3300\(01\)00032-5](https://doi.org/10.1016/s1058-3300(01)00032-5)
- Lei n. 5764, de 16 de dezembro de 1971.* Define a Política Nacional de Cooperativismo, institui o regime jurídico das sociedades cooperativas, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília: Banco Central do Brasil.
- Levine, O. (2017). Acquiring growth. *Journal of Financial Economics*, 126(2), 300-319. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.07.001>
- Malhotra, S., Reus, T., Zhu, P., & Roelofsen, E. (2018). The acquisitive nature of extraverted CEOs. *Administrative Science Quarterly*, 63(2), 370-408. <https://doi.org/10.1177/0001839217712240>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2015). Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, 29(4), 37-60. <http://dx.doi.org/10.1257/jep.29.4.37>
- Manne, H. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120. <https://doi.org/10.1086/259000>

- Masulis, R., & Simsir, S. (2018). Deal initiation in mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(6), 2389-2430. <https://doi.org/10.1017/S0022109018000509>
- McAlevey, L., Sibbald, A., & Tripe, D. (2010). New Zealand credit union mergers. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 81(3), 423-444. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8292.2010.00414.x>
- McKillop, D., French, D., Quinn, B., Sobiech, A., & Wilson, J. (2020). Cooperative financial institutions: A review of the literature. *International Review of Financial Analysis*, 71, 101520. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101520>
- Mishkin, F. (1996). Bank consolidation: A central banker's perspective. In Y. Amihud & G. Miller (Eds.), *Bank mergers & acquisitions* (pp. 3-19). Boston, MA: Springer.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x>
- Nan, Y., Gao, Y., & Zhou, Q. (2019). Rural credit cooperatives' contribution to agricultural growth: evidence from China. *Agricultural Finance Review*, 79(1), 119-135. <https://doi.org/10.1108/AFR-06-2017-0042>
- Peng, Q. (2022). *US Credit Unions: Mergers and failures* (Tese de doutorado). Queen's University Belfast.
- Pinheiro, M. (2008). *Cooperativas de crédito: História da evolução normativa no Brasil* (6. ed.). Brasília: Banco Central do Brasil.
- Ralston, D., Wright, A., & Garden, K. (2001). Can mergers ensure the survival of credit unions in the third millennium? *Journal of Banking & Finance*, 25(12), 2277-2304. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00193-5](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00193-5)
- Rasmusen, E. (1988). Mutual banks and stock banks. *The Journal of Law and Economics*, 31(2), 395-421. <https://doi.org/10.1086/467162>
- Reiff, A., & Tykvová, T. (2021). IPO withdrawals: Are corporate governance and VC characteristics the guiding light in the rough sea of volatile markets? *Journal of Corporate Finance*, 67, 101908. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101908>
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010>
- Resolução n. 3106, de 25 de junho de 2003*. Dispõe sobre os requisitos e procedimentos para a constituição, a autorização para funcionamento e alterações estatutárias, bem como para

o cancelamento da autorização para funcionamento de cooperativas de crédito. Diário Oficial da União. Brasília: Banco Central do Brasil.

- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216. <https://www.jstor.org/stable/2353017>
- Rubin, G., Overstreet, G., Beling, P., & Rajaratnam, K. (2013). A dynamic theory of the credit union. *Annals of Operations Research*, 205(1), 29-53. <https://doi.org/10.1007/s10479-012-1246-7>
- Saboia, J., & Kubrusly, L. (2021). Evolução das ocupações no Brasil no crescimento e na crise - Um estudo dos subgrupos principais no período 2003/2017. *Economia Aplicada*, 25(4), 609-636. <https://doi.org/10.11606/1980-5330/ea164989>
- Schmalz, M. (2021). Recent studies on common ownership, firm behavior, and market outcomes. *The Antitrust Bulletin*, 66(1), 12-38. <https://doi.org/10.1177/0003603X20985804>
- Spokeviciute, L., Jahanshahloo, H., Keasey, K., & Vallascas, F. (2021). *Three decades of failed bank acquisitions*. Social Science Research Network. <https://ssrn.com/abstract=3992515>
- Thompson, S. (1997). Takeover activity among financial mutuals: An analysis of target characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 21(1), 37-53. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(96\)00026-X](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(96)00026-X)
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. New Jersey: Princeton University Press.
- Uysal, V., Kedia, S., & Panchapagesan, V. (2008). Geography and acquirer returns. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), 256-275. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.12.001>
- Wilcox, J. (2005). *Economies of scale and continuing consolidation of credit unions* (FRBSF Economic Letter 2005-29). San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco. Acesso em www.frbsf.org/economic-research/files/el2005-29.pdf
- Wilcox, J., & Dopico, L. (2011). *Credit union mergers: Efficiencies and benefits* (FRBSF Economic Letter 2011-28). San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco. Acesso em <https://www.frbsf.org/economic-research/files/el2011-28.pdf>
- Worthington, A. (2004). Determinants of merger and acquisition activity in Australian cooperative deposit-taking institutions. *Journal of Business Research*, 57(1), 47-57. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(02\)00283-7](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(02)00283-7)
- Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *The Review of Economic Studies*, 62(3), 425-448. <https://doi.org/10.2307/2298036>

ANEXO – Declaração de anuência do periódico



ISSN 1807-734X 

ISSN 1808-2386 

Vitória (ES), Brasil, 06 de fevereiro de 2024.

DECLARAÇÃO DE ANUÊNCIA

O Prof. Doutor Bruno Felix, Editor-Chefe da Brazilian Business Review - BBR, expressa sua anuência para que o autor Bruno José Canassa utilize o artigo intitulado “Transformações na Estrutura de Propriedade em Cooperativas de Crédito: Taxas de Serviços Bancários e Expectativas de Membros e Diretores” publicado em 15 de setembro de 2022, Volume 6, Número 2, Páginas 619 a 625 em sua tese de doutorado.

 Documento assinado digitalmente
 BRUNO FELIX GUILHERME DE ABALJO
 Data: 06/02/2024 18:08:17 -0300
 Verifique em <https://validar.j5.gov.br>

DR. Bruno Felix
 Brazilian Business Review - BBR
 Editor-in-Chief

Av. Fernando Ferrari, 1358 – Bairro Boa Vista - Vitória/ES – CEP: 29075-505
 Telefone: 27 4009-4408 – Fax: 27 4009-4422 - E-mail: bbronline@bbronline.com.br

www.bbronline.com.br