

O impacto de dimensões ambientais, sociais e de governança em processos de fusão e aquisição de empresas: uma revisão sistemática

GUSTAVO ALVES DE MELO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS

LUIZ GONZAGA DE CASTRO JUNIOR

MARIA GABRIELA M PEIXOTO
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - USP

SAMUEL BORGES BARBOSA

MARIA CRISTINA ANGÉLICO MENDONÇA

Introdução

Tratar da mensuração de desempenho nas empresas passa a ser visto mais como uma necessidade do que uma exigência, pois o nível de competição de mercados acaba por selecionar as empresas que são eficazes em cada tipo de setor considerado. A consideração de aspectos não-financeiros e seus impactos no desempenho econômico das empresas também merecem atenção, visto que temas ambientais, de desenvolvimento sustentável e gestão de pessoas têm sido amplamente discutidos ao longo dos anos por grupos de executivos e incorporados às metas das organizações.

Problema de Pesquisa e Objetivo

A sustentabilidade corporativa envolve aspectos relacionados ao reaproveitamento de resíduos, utilização responsiva dos recursos hídricos, entre outros. Desta forma, há uma agregação de valor nos processos de F&A com a incorporação do pensamento sustentável. Sendo assim, como as dimensões ESG têm auxiliado nas tomadas de decisões sobre processos de fusões e aquisições em empresas? O estudo teve por objetivo realizar uma revisão sistemática sobre impacto de fatores de responsabilidade social corporativa, no caso, as dimensões ESG no desempenho de processos de fusões e aquisições em empresas.

Fundamentação Teórica

A decisão de operações de F&A em empresas parte de alguns pressupostos e motivações que devem ser considerados para a redução de riscos nas operações de compra e venda. Além disso, a frente de pesquisa relacionada ao impacto de aspectos não-financeiros a partir de dimensões ESG nos processos de F&A tem crescido nos últimos anos. As dimensões ESG representam fatores inerentes a responsabilidade social corporativa que incentivam a reestruturação de empresas na criação de estratégias rentáveis e eticamente comprometidas com os princípios de CSR.

Metodologia

Foram realizadas algumas análises bibliométricas com o auxílio dos softwares VOSviewer e Bibliometrics R de trabalhos publicados nas bases científicas Web of Science e Scopus em um horizonte de tempo indeterminado, além da escolha de estudos relevantes para a discussão do tema. Frente a isso, o estudo apresentou uma abordagem qualitativa e descritiva.

Análise dos Resultados

Os resultados apontaram uma evolução crescente dos estudos da área, uma influência positiva das dimensões ESG como métricas de desempenho para decisões de fusão e aquisições de empresas e uma sobreposição na consideração de dimensões sociais e de governança à dimensão ambiental pelas organizações. A dimensão ambiental contempla a base do desafio das empresas para o alcance de melhores índices de desempenho no plano sustentável. Além disso, é observado um crescimento no sentido das empresas alvos após a realizações de fusões e/ou aquisições.

Conclusão

Em uma análise geral o presente estudo alcançou a plenitude em seu objetivo, demonstrando os principais aspectos relacionados aos impactos das dimensões ESG em processos de F&A. As limitações estiveram relacionadas ao ineditismo do tema, a quantidade reduzida de estudos de alta aderência e ao horizonte de análise reduzido. Por fim, foi sugerido a realização de um estudo considerando novas bases científicas a fim de possibilitar o desenvolvimento de novos estudos comparativos.

Referências Bibliográficas

Cho, K., Han, S. H., Kim, H. J., & Kim, S. (2021). The valuation effects of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence from US target firms [Article]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(1), 378-388. <https://doi.org/10.1002/csr.2055> Ibrahimi, M., & Meghouar, H. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions [Article]. *Managerial Finance*, 45(10/11), 1398-1415. <https://doi.org/10.1108/mf-02-2018-0053>

Palavras Chave

Fusões, Aquisições, Dimensões ESG

Agradecimento a órgão de fomento

Agradecimentos a Universidade Federal de Lavras - UFLA pelo apoio à realização da pesquisa.

O IMPACTO DE DIMENSÕES AMBIENTAIS, SOCIAIS E DE GOVERNANÇA EM PROCESSOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO DE EMPRESAS: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA

1. INTRODUÇÃO

Os processos de fusão e aquisição (F&A) contemplam a união de empresas ou conglomerados como uma estratégia de aumento dos fluxos de caixa iniciais (Fischer *et al.*, 2021; Hsu *et al.*, 2021; Wang *et al.*, 2021). Desta maneira, falar destes processos implica diretamente na consideração do desempenho econômico vinculado a estas empresas (Gupta; Zhan, 2020). Em um contexto recente, a busca por melhores resultados econômicos tem sido constante pelas organizações a fim de ocuparem posições de destaque no nicho de mercado em que cada uma atua (Govender; Bussin, 2020; Hsu *et al.*, 2021).

Frente a isso, tratar da mensuração de desempenho nas empresas passa a ser visto mais como uma necessidade do que uma exigência, pois o nível de competição de mercados acaba por selecionar as empresas que são eficazes em cada tipo de setor considerado (Richards *et al.*, 2019; Pulakos *et al.*, 2019). Além disso, o acompanhamento do desempenho é importante e representa uma oportunidade de crescimento para as empresas em termos econômicos e não-econômicos (Ibrahimi; Meghouar, 2019; Cho *et al.*, 2021). Cabe lembrar que o desenvolvimento e implementação de novas técnicas de gestão têm contribuído efetivamente não apenas para a manipulação de recursos e tomadas de decisões internas, mas também no âmbito organizacional externo, no apoio a decisões sobre processos de fusão e aquisição de empresas (Kiessling *et al.*, 2021).

Dessa maneira, a consideração de aspectos não-financeiros e seus impactos no desempenho econômico das empresas também merecem atenção, visto que temas ambientais, de desenvolvimento sustentável e gestão de pessoas têm sido amplamente discutidos ao longo dos anos por grupos de executivos e incorporados às metas das organizações (Halme *et al.*, 2020; Cho *et al.*, 2021). Nesse sentido, considerando a importância verificada para o desempenho econômico das empresas, surgiram as dimensões *ESG* (*Environmental, Social and Governance*) a fim de avaliar o nível de comprometimento das organizações frente às questões ambientais, sociais e de partes interessadas (Halme *et al.*, 2020; Rajesh, 2020; Kraus *et al.*, 2020; Cornell; Shapiro, 2021; Duque-Grisales; Aguilera-Caracuel, 2021).

Segundo Rajesh (2020), Jia (2020) e Cornell e Shapiro (2021), a associação de aspectos ambientais, sociais e de governança impactam na criação de organizações sustentáveis e de alta adaptabilidade às mudanças sociais e tecnológicas. Além disso, se tratando de processos de F&A, muitos investidores têm avaliado sua carteira de investimentos sob a perspectiva de como as empresas gerem seu capital humano e o meio ambiente que estão inseridas bem como sua relação com a ética e a transparência em suas decisões (Cho *et al.*, 2021). Entretanto, considerando os estudos da área, nota-se uma carência no desenvolvimento de novas pesquisas a fim de promover um conhecimento mais robusto sobre o tema e, sobretudo, dar suporte a investidores na escolha de seus investimentos (Tampakoudis; Anagnostopoulou, 2020; Cho *et al.*, 2021).

Vale ressaltar a importância do apelo sustentável vinculado a consideração de dimensões *ESG* em processos de F&A (Kraus *et al.*, 2020; Cornell; Shapiro, 2021). A sustentabilidade é um fator amplo, que envolve aspectos relacionados ao reaproveitamento de resíduos, utilização responsiva dos recursos hídricos, redução de emissões de gases de efeito estufa, entre outros (Halme *et al.*, 2020; Rajesh, 2020). Desta forma, há uma agregação de valor nos processos de F&A com a incorporação do pensamento sustentável (Tampakoudis; Anagnostopoulou, 2020; Cho *et al.*, 2021). Sendo assim, este estudo busca a resolução da seguinte questão de pesquisa: Como as dimensões *ESG* têm auxiliado nas tomadas de decisões sobre processos de fusões e aquisições em empresas?

Por fim, o estudo teve por objetivo realizar uma revisão sistemática sobre impacto de fatores de responsabilidade social corporativa (CSR), no caso, as dimensões ESG no desempenho de processos de fusões e aquisições em empresas. Para tanto, o estudo seguiu as seguintes etapas de realização, a saber, inicialmente foi realizada esta introdução do tema, em seguida foi construído o referencial teórico com base na revisão de literatura relevante sobre fusões e aquisições de empresas e dimensões ESG, posteriormente foi realizada a metodologia expondo as características e etapas de pesquisa, logo após foram apresentados os resultados e discussões, e por fim, foram realizadas as considerações finais do estudo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Fusões e Aquisições de empresas

A decisão de operações de F&A em empresas parte de alguns pressupostos e motivações que devem ser considerados para a redução de riscos nas operações de compra e venda (Fischer *et al.*, 2021; Da Costa *et al.* 2021; Wang *et al.*, 2021). Neste sentido, algumas motivações podem ser citadas como, o aumento da sinergia, alavancagem financeira, aumento da eficiência operacional a partir da análise dos objetivos declarados nos anúncios de F&A e inferência de motivações de F&A a partir da análise de dados de mercado, por exemplo (Ibrahimi; Meghouar, 2019; Fischer *et al.*, 2021).

Nesse sentido, há processos de F&A que ocorrem verticalmente, horizontalmente e com a formação de conglomerados (Ibrahimi; Meghouar, 2019; Da Costa *et al.* 2021). As fusões verticais ocorrem entre empresas em diferentes estágios da operação de produção e são amparadas pela redução dos custos de transação, melhoria do planejamento interno, comunicação e coordenação interna mais eficiente (Ibrahimi; Meghouar, 2019). As fusões horizontais correspondem ao envolvimento de duas empresas que competem no mesmo tipo de atividade empresarial (Ibrahimi; Meghouar, 2019). Já as fusões do tipo conglomerados, ocorrem entre empresas envolvidas em tipos de atividades comerciais não-relacionadas, podendo ser divididas em fusões de conglomerados puros, de extensão de produto e extensão de mercado geográfico (Fischer *et al.*, 2021; Kiessling *et al.*, 2021).

No contexto de F&A, tratando-se da possibilidade de criação ou destruição de valor, as empresas têm realizado estudos de alto rigor sobre o mercado para a avaliação de cenários (Ozgur; Wirl, 2020). Estes estudos são promissores no sentido de ampliar a visão das empresas e promover seu crescimento (Wang *et al.*, 2021). Sendo assim, em alguns casos, são relacionadas as metas, a empresa adquirente e os ganhos totais associados (Kiessling *et al.*, 2021; Wang *et al.*, 2021). Tais parâmetros permitem uma avaliação criteriosa sobre o sucesso de atividades de fusão e aquisição (Ibrahimi; Meghouar, 2019; Fischer *et al.*, 2021; Wang *et al.*, 2021).

O processo de criação de valor em fusões e aquisições é complexo e envolve uma análise profunda de variáveis, contexto econômico e mercado para a tomada de decisão (Ibrahimi; Meghouar, 2019; Chiu *et al.*, 2021; Fischer *et al.*, 2021). Frente a isso, o conceito de sinergia pode ser citado como sinônimo da criação de valor para as firmas visto que há sinergia quando o valor combinado das firmas excede a soma dos valores das empresas combinadas, ou seja, uma empresa agrega valor a outra (Chiu *et al.*, 2021; Kiessling *et al.*, 2021).

Nesse sentido, há processos de aquisições relacionadas e não-relacionadas (Fischer *et al.*, 2021). Em processos de aquisições relacionadas, estas ocorrem entre firmas de setores conectados a partir de processos de aquisição vertical, horizontal, de extensão de produto ou mercado (conglomerados), por exemplo (Ibrahimi; Meghouar, 2019). Já processos de aquisições não-relacionadas ocorrem entre firmas de setores distintos a partir de aquisição de conglomerados puros, por exemplo (Ibrahimi; Meghouar, 2019; Kiessling *et al.*, 2021). A criação de valor em processos de F&A relacionadas pode estar associada a aspectos de eficiências econômicas a partir de economias de escala e escopo bem como a eficiências

operacionais e ao poder de mercado (Ibrahimi; Meghouar, 2019). Se tratando de processos de F&A não-relacionadas, a criação de valor pode estar associada ao efeito de coparticipação, ou seja, nesse caso há uma correlação imperfeita entre ganhos das firmas, havendo a possibilidade de transferência de fundos pós-fusão para compensar a desigualdade existente entre empresas (Fischer *et al.*, 2021).

Vale ressaltar o impacto dos processos de F&A na geração de economia de escala (Ozgun; Wirl, 2020). Além disso, tais processos podem modificar a maneira como a capacidade da firma é gerida, possibilitando a redução de custos fixos médios (Fischer *et al.*, 2021). Outro aspecto relevante se trata da importância de uma estrutura consistente de custos de transação como um forte apoio à decisão de realização ou não das fusões (Ibrahimi; Meghouar, 2019). Ou seja, os custos de transação podem determinar a ocorrência ou não de atividades de fusão e aquisição, pois fornecem dados para a comparação da viabilidade de se recorrer ao mercado ou integrar verticalmente, por exemplo (Ibrahimi; Meghouar, 2019; Wang *et al.*, 2021).

Em sua maioria os processos de aquisições são motivados pela expectativa de crescimento do fluxo de caixa das empresas (Bartov *et al.* 2021). Dessa maneira, realizar uma estimativa consistente de receitas e despesas é importante, servindo como um indicador financeiro sobre a quantidade máxima que o licitante poderá pagar pela empresa alvo (Fischer *et al.*, 2021). Por outro lado, se tratando de processos de destruição de valor esses podem ser motivados pelo gerencialismo, por exemplo, a partir de ações de redução de riscos com capital humano em processos de F&A (Ibrahimi; Meghouar, 2019). Por fim, o conceito de “internacionalização reversa” pode ser uma alternativa para a criação de valor em processos de F&A, onde competências são adquiridas em firmas de outros países para a aplicação em mercados domésticos, ou seja, há uma relação de *benchmarking* para o aprimoramento de recursos e gestão interna de firmas (Wang, 2019; Bartov *et al.* 2021).

2.2 Dimensões ambientais, sociais e de governança (ESG)

As dimensões *ESG* representam fatores inerentes a responsabilidade social corporativa (*CSR*) (Kraus *et al.*, 2020; Duque-Grisales; Aguilera-Caracuel, 2021). Frente a isso, tais dimensões têm sido úteis na mensuração do desempenho não-financeiro das organizações (Jia, 2020). Além disso, a proposta de acompanhamento de dimensões ambientais, sociais e de governança apresenta relação direta com alguns dos objetivos de desenvolvimento sustentável (ODS), além de compor as agendas de diferentes setores econômicos e incentivar a reestruturação de empresas na criação de estratégias rentáveis e eticamente comprometidas com os princípios de *CSR* (Jia, 2020; Rajesh, 2020; Halme *et al.*, 2020).

Na perspectiva ambiental, as dimensões *ESG* se comprometem com a análise das relações de empresas e meio ambiente (Kowalczyk; Kucharska, 2020). Nesse sentido, são avaliados o nível de envolvimento destas perante medidas associadas a economia circular, prevenção de riscos ambientais, gestão responsiva de recursos, preservação da biodiversidade, iniciativas de combate ao aquecimento global, entre outros (Cornell; Shapiro, 2021). Frente a isso, o desenvolvimento sustentável de comunidades se torna uma preocupação das organizações, que buscam a melhoria e preservação do ambiente com medidas de apoio que partem inicialmente de dentro do ambiente corporativo e eclodem para o ambiente externo incentivando novas ações relacionadas (Duque-Grisales; Aguilera-Caracuel, 2021).

No âmbito social, as dimensões *ESG* tratam da responsabilidade das organizações com o bem estar de seus *stakeholders* (Kraus *et al.*, 2020). Assim, as empresas têm a oportunidade a partir desta dimensão de rever questões de direitos humanos, relacionamento com funcionários, construção da carteira de fornecedores e clientes, por exemplo (Jia, 2020; Cornell; Shapiro, 2021). Além disso, as questões de igualdade de gênero, representatividade de minorias e combate a exploração do trabalho infantil também são aspectos chave para a criação de uma

cultura organizacional socialmente responsável, e têm sido amplamente introduzidas aos objetivos estratégicos das empresas (Uyar *et al.*, 2020).

Se tratando do aspecto de governança, as dimensões *ESG* se direcionam à busca pela transparência de uma conduta focada nos direitos e responsabilidades de *stakeholders* no ambiente corporativo (Rajesh, 2020; Halme *et al.*, 2020). A partir da governança corporativa se torna possível a gestão de riscos, proteção de investimentos e ativos organizacionais de acionistas, além do compromisso com a ética de divulgação de informações (Halme *et al.*, 2020). Frente a isso, a adoção destes critérios aumenta a prosperidade de negócios, servindo como atrativos para novos investidores (Kowalczyk; Kucharska, 2020).

A utilização de métricas baseadas nas dimensões *ESG* é uma proposta viável para a incorporação de aspectos de natureza não econômica em debates corporativos, e sobretudo, uma forma de quantificar tais aspectos e possibilitar a criação de indicadores de desempenho a serem geridos pelas organizações (Cornell, 2021). Dessa forma, as empresas estabelecem um planejamento estratégico mais consistente com uma visão de longo prazo, o que as tornam organizações sustentáveis e resilientes (Broadstock *et al.*, 2020).

Vale ressaltar que a consideração das dimensões *ESG* nas tomadas de decisões corporativas incentiva o alcance de novos índices de desempenho e, conseqüentemente, a formação de uma equipe de colaboradores mais engajada (Uyar *et al.*, 2020; Rajesh, 2020). Dessa maneira, o resultado desta medida é a otimização dos recursos financeiros das organizações com o direcionamento de gastos com custos de agência desnecessários para outros setores importantes destas (Cornell; Shapiro, 2021). Nesse contexto, há uma sobreposição de valor destas organizações perante outras que não utilizam tais métricas, sendo um aspecto decisivo para a escolha de investimentos (Halme *et al.*, 2020; Rajesh, 2020).

3. METODOLOGIA

A metodologia de pesquisa contempla a utilização de métodos científicos como estratégia de ordenação do pensamento e alcance do conhecimento (Isso, 2020). Para tanto, seguir uma estrutura pautada em métodos científicos é importante para a plenitude dos resultados da pesquisa bem como para a construção de modelos que possam ser replicados em outros estudos (Chowdhury; Brahma, 2020). Além disso, a metodologia de pesquisa busca examinar, descrever e avaliar as possibilidades existentes para a realização dos estudos, de modo a promover o máximo entendimento de todos (Chowdhury; Brahma, 2020; Isso, 2020).

Frente a isso, se tratando do tipo de pesquisa, este estudo se caracterizou como uma pesquisa descritiva, pois partiu de uma sequência detalhada e ordenada de atividades buscando identificar relações e descrevê-las no campo de análise. No que se refere aos procedimentos adotados, o estudo ocorreu na forma de uma pesquisa bibliográfica, especificamente nos padrões de uma revisão sistemática, onde foram buscadas fontes relevantes sobre o tema. Por fim, o estudo apresentou uma abordagem qualitativa, pois não se utilizou de técnicas quantitativas como centro do processo de análise do problema de pesquisa. Além disso, neste estudo não há uma preocupação com a enumeração e comprovação de hipóteses, mas sim, com a coleta, análise e interpretação dos dados.

Neste sentido, a pesquisa seguiu as etapas previamente definidas, a saber:

- 1- A escolha do tema (definição de *strings* de busca);
- 2- O levantamento bibliográfico preliminar;
- 3- A formulação da questão de pesquisa;
- 4- A elaboração do plano provisório do assunto;
- 5- A definição das bases de pesquisa;
- 6- A busca das fontes (coleta de dados e triagem);
- 7- Leitura do material (avaliação crítica);
- 8- Fichamento da literatura (síntese);

9- Organização Lógica (análise de *clusters*, limitações e agenda de estudos futuros);

10- Redação do texto.

Dessa forma, as etapas 1, 2 e 3 ocorreram com o auxílio de pesquisas realizadas nas principais bases científicas, *sites* e seções de *brainstorming* dos autores. Ainda conforme as seções de *brainstorming* realizadas, as etapas 4 e 5 ocorreram simultaneamente. Neste sentido, para a construção da pesquisa foram utilizadas referências internacionais das bases *Web of Science* e *Scopus* apenas. Assim, as etapas 6, 7, 8 e 9 ocorreram de acordo com a Figura 1.

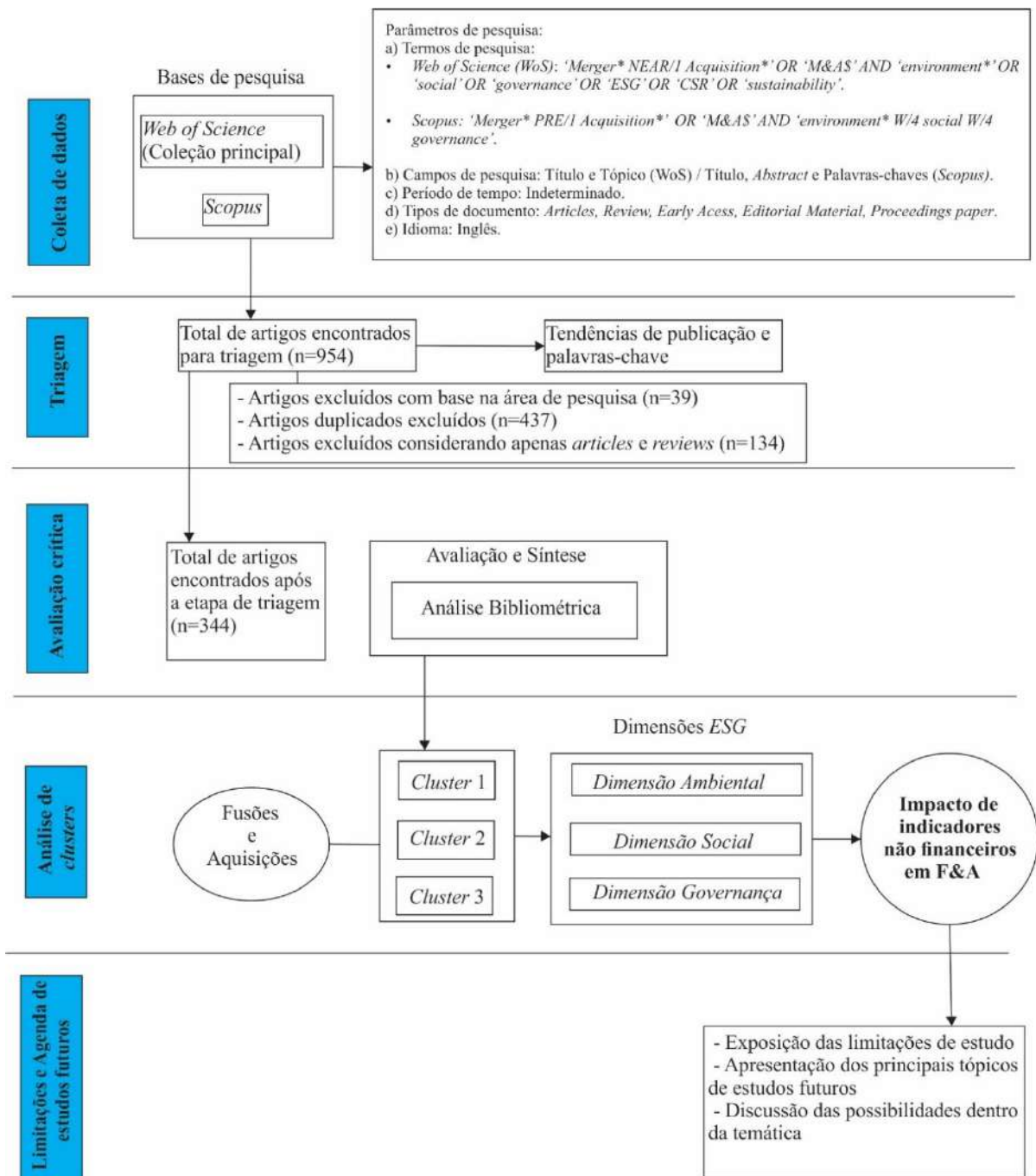


Figura 1 – *Framework* de pesquisa. Fonte: Adaptado de Haddaway *et al.* (2017a).

de governança (ESG) no ambiente organizacional, como uma fonte adicional de crescimento e retorno financeiro e não-financeiro para as empresas. Vale ressaltar o alto nível de interações existentes entre as palavras-chaves na Figura 2 como uma resposta à relevância do tema abordado bem como ao seu considerável grau de ineditismo, a partir da formação de pequenos polos interativos.

Ainda se tratando da evolução do tema de análise, a Figura 3 contempla a ocorrência cumulativa de palavras-chaves feita com o auxílio do *software Bibliometrics R* para a frente de pesquisa entre os anos de 1997-2021. Dessa forma, foi identificado uma sobreposição dos termos desempenho (*performance*) e governança corporativa (*corporate governance*) em relação aos demais termos elencados nos últimos 10 anos de análise. Isso indica o crescimento e evolução dos aspectos não-financeiros nas discussões acadêmicas, governamentais e corporativas. Além disso, tal fato está correlacionado a definição dos objetivos de desempenho sustentável (ODS) definidos periodicamente em nível global. Ou seja, a partir da Figura 3 pode-se extrair informações que ultrapassam o âmbito organizacional, a fim de promover a sustentabilidade, bem estar e qualidade de vida da população.

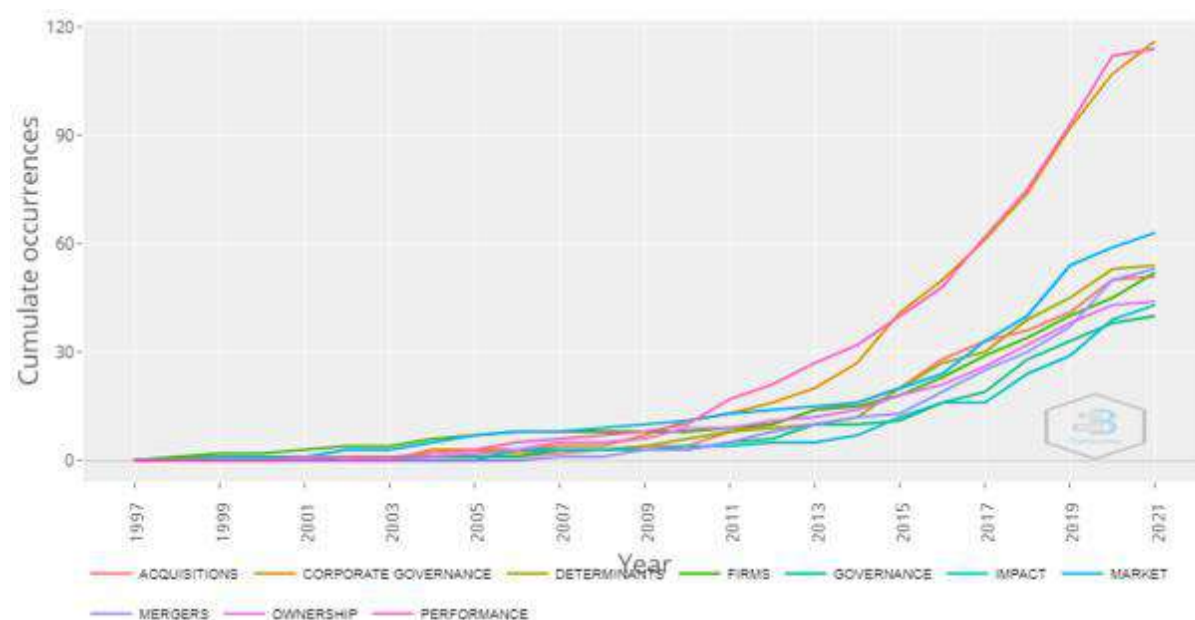


Figura 3 – Análise de ocorrência cumulativa de palavras-chaves. Fonte: Autores (2021).

Por outro lado, ainda conforme a Figura 3, pode ser observado o crescimento de pesquisas relacionadas a processos de F&A a partir do aumento cumulativo observado para a utilização dos termos fusões (*mergers*) e aquisições (*acquisitions*). No entanto, ao ser realizada a confluência destas áreas foram encontradas poucas pesquisas sobre os impactos de dimensões não-financeiras em processos de F&A. No que corresponde a contribuição dos países nos estudos relacionados à frente de pesquisa, a Figura 4 representa um *ranking* dos países que mais colaboram para o campo de análise realizado pelo *software Bibliometrics R* e indica uma alta taxa de publicações para a China, Estados Unidos e Inglaterra. Isso revela a dependência de recursos para a realização de pesquisas na área, além da falta de uniformidade na distribuição destes recursos.

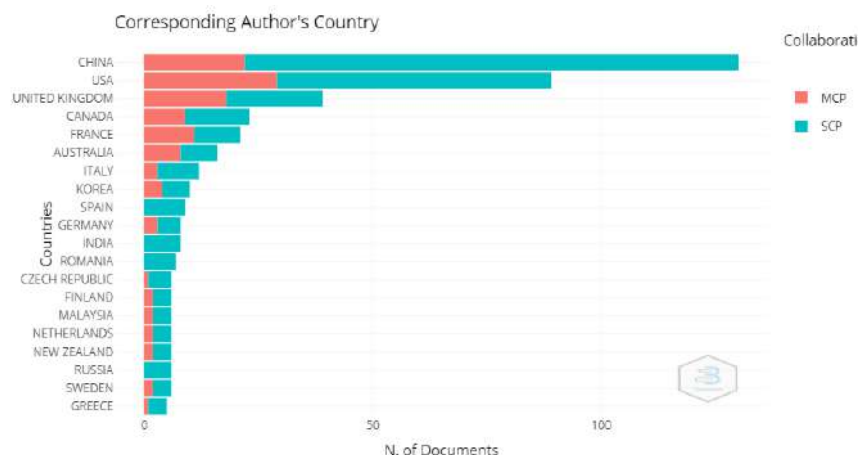


Figura 4 – Análise da colaboração dos países para a frente de pesquisa. Fonte: Autores (2021).

No que se refere ao impacto de pesquisas da área, a Figura 5 a partir do *software Bibliometrics R* representa uma análise sobre o número de citações, indicando os países mais citados no campo de análise. Novamente, China, Estados Unidos e Inglaterra lideram o *ranking*, reafirmando o alto potencial destes países para a publicação de materiais de qualidade e alto impacto. No entanto, diferentemente da Figura 4, a Figura 5 indica uma sobreposição dos Estados Unidos e Inglaterra à China, com base no número de citações recebidas. Além disso, esta análise contempla uma avaliação de artigos de periódicos, revisões e artigos publicados em anais de eventos. Desta maneira, é notável a falta de pesquisas brasileiras relevantes e de alto impacto na área, visto que o Brasil não está inserido neste conjunto amostral, representando um *gap* de pesquisa a ser explorado.

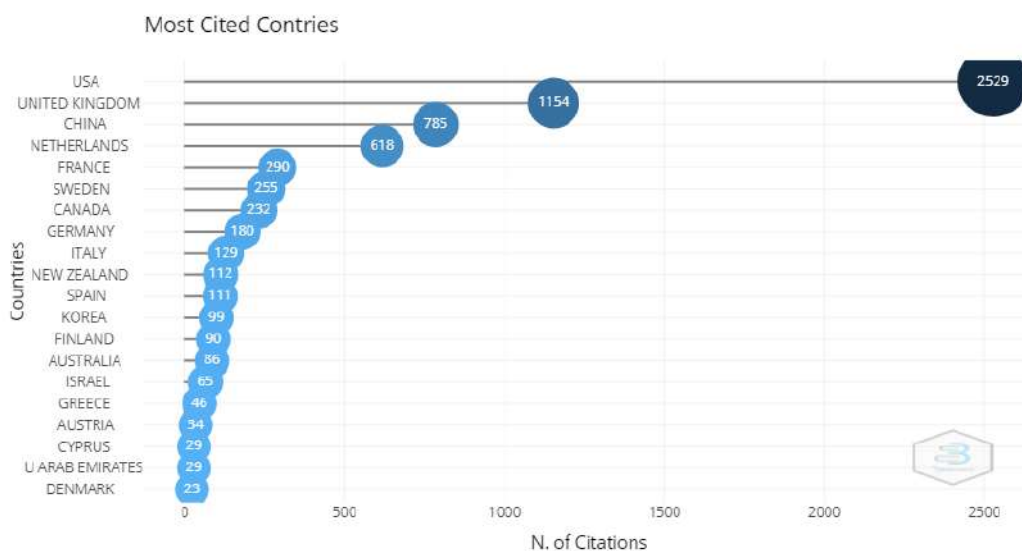


Figura 5 – Análise de países mais citados. Fonte: Autores (2021).

A tomada de decisão sobre processos de fusões e aquisições de empresas que contemplem a dinâmica de aspectos não-financeiros tem ganhado notoriedade nos últimos anos. Paralelamente, o desenvolvimento de ativos intangíveis atualmente é tão importante quanto a prosperidade de uma empresa no acúmulo de seus ativos tangíveis (ZHANG, 2020). No entanto, uma avaliação de alto rigor se faz necessária sobre as possibilidades de aquisição ou desenvolvimento interno dessas habilidades, pois isto também incorrerá em custos para a organização (GOMES, 2020). Frente a isso, o risco presente em operações de F&A é um fator que merece atenção, mas que pode ser minimizado a partir de estratégias de diversificação e

formação de alianças como as *joint-ventures*, por exemplo (BRINSTER, 2020). Desta maneira, uma análise complementar a partir do *software Bibliometrics R* sobre a evolução do tema foi realizada na Figura 6, onde pode-se perceber com clareza a escala de prioridade acerca dos aspectos ressaltados em pesquisas relacionadas.

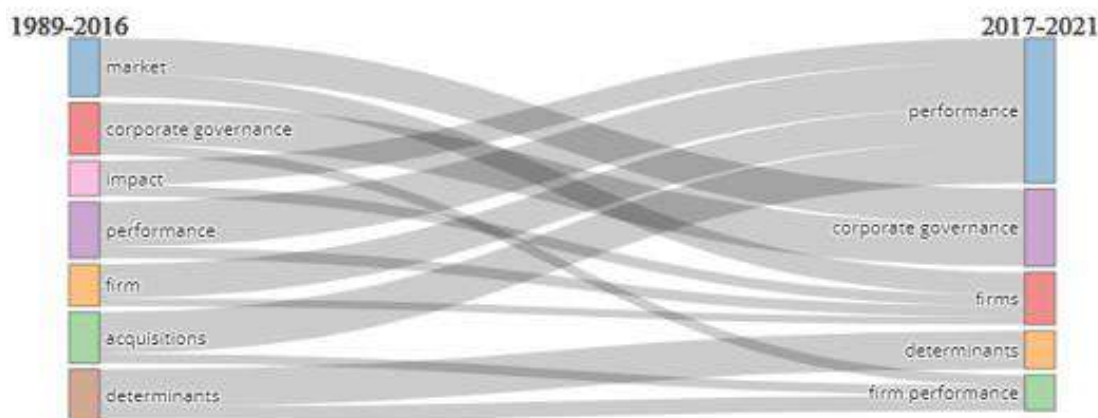


Figura 6 – Análise da evolução do tema em diferentes escalas de tempo. Fonte: Autores (2021).

De acordo com a Figura 6, o que se observa é um aumento significativo de estudos relacionados ao desempenho e governança corporativa, indo de encontro com a análise de ocorrência cumulativa da Figura 3. Entretanto, esta análise vai além, promovendo uma ligação entre os aspectos tratados em diferentes escalas temporais, o que é relevante para o conhecimento e as modificações de pensamento acerca do tema pelos pesquisadores da área. Frente a isso, foi percebida uma forte correlação entre os termos “*performance*”, “*impact*”, “*firm*” e “*acqsitions*” indicando que a busca por melhores níveis de desempenho tem sido um alvo recorrente pelas empresas, sobretudo, a partir da exploração de áreas de responsabilidade corporativa social.

Além disso, outra análise interessante acerca do tema foi realizada na Figura 7, a partir do *software VOSviewer* que elucida um conjunto dos periódicos que mais publicam trabalhos na área.



Figura 7 – Análise das citações das fontes. Fonte: Autores (2021).

Além disso, a Figura 7 incorpora a formação de *clusters* na análise dos periódicos. Desse modo, podem ser citados grupos relacionados a sustentabilidade, economia, negócios e finanças corporativas, ressaltando a ênfase das publicações nos periódicos “*Sustainability*” e “*Journal of Corporate Finance*”. Dessa maneira, a fim promover uma visão detalhada e de maior rigor sobre os estudos publicados na temática abordada, foi desenvolvido a Tabela 1 que contempla uma amostra de estudos relevantes que compõe a frente de pesquisa. Tais estudos foram escolhidos com base na alta aderência ao tema pesquisado, número de citações e indexação nas bases consideradas.

Tabela 1 – Amostra da frente de pesquisa

Título	Método	Escopo	Autores	DOI
Corporate Social Responsibility and Operating Performance: The Role of Local Character in Emerging Economies	Análise de regressão múltipla hierárquica	O estudo apontou um impacto positivo de dimensões <i>ESG</i> no desempenho corporativo, e que a dimensão ambiental é menos considerada pelas empresas em processos de F&A.	He <i>et al.</i> (2020)	https://doi.org/10.3390/su12124874
An analysis of the methodologies adopted by CSR rating agencies	Classificação de agências	O estudo revelou uma abordagem mista, apontando prós e contras da consideração de aspectos <i>ESG</i> , além de indicar as pressões de mercado como aspecto norteador.	Saadaoui e Soobaroyen (2018)	https://doi.org/10.1108/SA-MPJ-06-2016-0031
Corporate Governance as a Key Driver of Corporate Sustainability in France: The Role of Board Members and Investor Relations	Modelo econométrico	O estudo apontou a necessidade de um treinamento direcionado a líderes corporativos para a melhoria da gestão na área de sustentabilidade corporativa.	Crifo <i>et al.</i> (2019)	https://doi.org/10.1007/s10551-018-3866-6
ESG ratings: relevant information or misleading clue? Evidence from the S&P Global 1200	Análise fatorial	Os resultados do estudo indicaram a influência do tipo de indústria e país sede para o desempenho focado em dimensões <i>ESG</i> .	Gyöngyörová <i>et al.</i> (2021)	https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1922062
A Systematic Review of Research on Sustainability in Mergers and Acquisitions	Revisão sistemática	O estudo aponta um crescimento de publicações relacionadas a processos de F&A e sustentabilidade desde 2014, mas atenta sobre a concentração em um grupo de periódicos.	González-Torres <i>et al.</i> (2020)	https://doi.org/10.3390/su12020513

Corporate social responsibility and M&A uncertainty	Avaliação de spreads de arbitragem	Os resultados apontaram as dimensões <i>ESG</i> como um importante critério de avaliação de desempenho das operações de F&A.	Arouri <i>et al.</i> (2019)	https://doi.org/10.1016/j.jcorfin.2019.02.002
Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles	Análise descritiva comparativa	O estudo complementa a visão das dimensões <i>ESG</i> na conjuntura de F&A. As agencias consideradas não integram a sustentabilidade no processo de avaliação CSR.	Escrig-Olmedo <i>et al.</i> (2019)	https://doi.org/10.3390/su11030915
Evidence on the trade-off between corporate social responsibility and mergers and acquisitions investment	Teoria das partes interessadas	Os resultados apontaram uma pontuação negativa entre atividades de CSR e processos de F&A para firmas sem folga.	Krishna murti <i>et al.</i> (2020)	https://doi.org/10.1177%2F0312896220950394
The Effect of Cultural Similarity on Mergers and Acquisitions: Evidence from Corporate Social Responsibility	Análise descritiva comparativa	O estudo indicou uma maior propensão na fusão de empresas que apresentam culturas corporativas semelhantes.	Bereskin <i>et al.</i> (2018)	https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2920129
The Impact of Mergers and Acquisitions and Sustainability on Company Performance in the Pharmaceutical Sector	Análises estatísticas	O estudo apontou a ocorrência de uma pontuação <i>ESG</i> alta como determinante de desempenho empresarial.	Mihaiu <i>et al.</i> (2021)	https://doi.org/10.3390/su13126525
Is corporate social responsibility an agency problem? An empirical note from takeovers	Análises estatísticas	O resultado do estudo apontou que o maior desempenho CSR está associado a prêmios de aquisição mais altos.	Hussaini <i>et al.</i> (2021)	https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102007
Multicultural leaders from emerging markets: transforming international	Entrevistas, observações e evidências documentais	O estudo indica uma relação entre as vantagens estratégicas e a ascensão de líderes multiculturais.	Park e Wallace (2021)	https://doi.org/10.1108/IJOE-M-01-2019-0074

Fonte: Autores (2021).

A partir dos resultados expostos pela amostra da frente de pesquisa, a Figura 8 contempla um esquema gráfico sobre os impactos de dimensões financeiras e não-financeiras no desempenho organizacional de empresas.

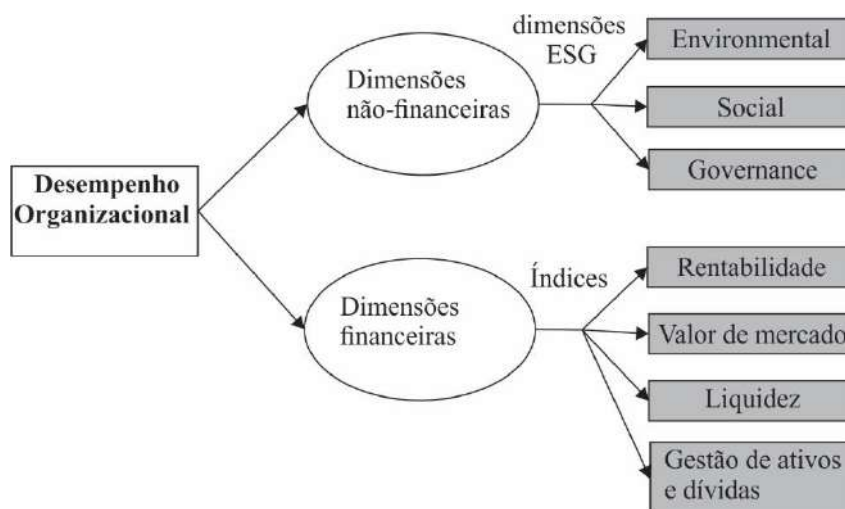


Figura 8 – Análise do desempenho organizacional. Fonte: Autores (2021).

Frente a isso, com base na frente de pesquisa, observa-se uma tendência na consideração de aspectos sociais e de governança para a melhoria de desempenho das empresas. No caso da dimensão ambiental, esta não se apresenta diretamente associada ao aumento de desempenho e às necessidades operacionais das empresas. No entanto, vale ressaltar que os estudos apontaram um impacto positivo das dimensões *ESG* no desempenho operacional corporativo, a partir de um efeito sinérgico e do fornecimento de vantagens para a acumulação, distribuição e utilização de recursos.

4.1 *Environmental*

A dimensão ambiental contempla a base do desafio das empresas para o alcance de melhores índices de desempenho no plano sustentável. Dito isso, poucas empresas alvos ou licitantes tem se dedicado satisfatoriamente na discussão de medidas para os ajustes e acompanhamento de variáveis ambientais. Dessa forma, o impacto da dimensão ambiental em processos de F&A reside no aumento de valor de mercado de empresas, sendo um critério decisivo para a formação de alianças ou aquisições. Além disso, é observado um crescimento no sentido das empresas alvos após a realizações de fusões e/ou aquisições.

4.2 *Social*

No âmbito social, a maioria dos estudos contemplados na análise bibliométrica apontaram que o bem estar dos funcionários vinculado ao treinamento destes promovem a satisfação e, conseqüentemente, o aumento de produtividade destes e otimização do uso de recursos. Dessa forma, no contexto dos processos de F&A, a dimensão social tem relação direta com a força de trabalho organizacional apontando a importância do autoconhecimento

organizacional como aspecto norteador de empresas que veem nas operações de F&A a forma de internacionalização mais promissora para seu desenvolvimento.

4.3 Governance

A dimensão de governança, com base na frente de pesquisa, esteve direcionada aos aspectos de governança corporativa. Nesse sentido, o impacto desta dimensão em processos de F&A pode ser associado a formação de alianças mais simplificadas entre empresas que apresentam padrões de governança semelhantes. Isso é um aspecto útil para as empresas licitantes, por exemplo, permitindo a categorização e avaliação destas sobre seus alvos a fim de conferir maior eficácia nas tomadas de decisões e desempenho organizacional.

5. CONCLUSÃO

Em uma análise geral o presente estudo alcançou a plenitude em seu objetivo, demonstrando os principais aspectos relacionados aos impactos das dimensões *ESG* em processos de F&A. Além disso, pode ser ressaltado como um dos pontos relevantes deste, o *framework* de pesquisa, que indicou de maneira clara as etapas de estudo, direcionando o foco para a interação da questão de pesquisa e objetivo do estudo. Cabe lembrar o crescimento de estudos desta magnitude na área considerada, conforme revelado na análise bibliométrica. Tal fato indica a prosperidade para o surgimento de novos estudos complementares.

Neste sentido, as limitações do estudo estiveram relacionadas a um certo grau de ineditismo do tema, uma vez que foram encontrados poucos estudos publicados nas bases científicas abordadas para a área em questão. Além disso, o estudo contemplou uma análise bibliométrica sucinta apresentando poucas análises, pois o foco foi direcionado aos impactos das dimensões *ESG* nos processos de F&A. Outro fator limitante foi o tempo considerado para a realização deste estudo com um horizonte de tempo de apenas 10 semanas. Ademais, foram considerados os estudos de diferentes anos para a análise de evolução do tema considerado.

Por fim, é uma preocupação deste estudo a proposição de uma agenda de estudos futuros como aspecto norteador para pesquisadores da área. Assim, foi sugerido a realização de um estudo considerando novas bases científicas a fim de possibilitar o desenvolvimento de novos estudos comparativos. Outra possibilidade consiste na separação das dimensões, com desenvolvimento de artigos focados em cada dimensão com foco quantitativo, direcionando para a proposição de hipóteses. Além disso, este estudo considerou um horizonte de tempo indeterminado, no entanto, seria interessante a realização de pesquisas que contemplem os últimos 5 anos de pesquisas e posteriormente realizar análises comparativas entre as perspectivas dos autores, avaliando quais aspectos sofreram modificações na escala de tempo.

REFERÊNCIAS

- Arouri, M., Gomes, M., & Pukthuanthong, K. (2019). Corporate social responsibility and M&A uncertainty. *Journal of Corporate Finance*, 56, 176-198. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.02.002>
- Bartov, E., Cheng, C. S. A., & Wu, H. (2021). Overbidding in Mergers and Acquisitions: An Accounting Perspective [Article]. *Accounting Review*, 96(2), 55-79. <https://doi.org/10.2308/tar-2018-0260>
- Bereskin, F. L., Byun, S. K., Officer, M. S., & Oh, J. M. (2018). The effect of cultural similarity on mergers and acquisitions: Evidence from corporate social responsibility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, 53(5), 1995-2039. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2920129>
- Brinster, L. (2020). The Role of Related Strategic Alliances Before M&As. *Available at SSRN* 3511396. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3511396>

- Broadstock, D. C., Matousek, R., Meyer, M., & Tzeremes, N. G. (2020). Does corporate social responsibility impact firms' innovation capacity? The indirect link between environmental & social governance implementation and innovation performance [Article]. *Journal of Business Research*, 119, 99-110. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.07.014>
- Chiu, Y. H., Lin, T. Y., Chang, T. H., Lin, Y. N., & Chiu, S. Y. (2021). Prevaluating efficiency gains from potential mergers and acquisitions in the financial industry with the Resample Past-Present-Future data envelopment analysis approach [Article]. *Managerial and Decision Economics*, 42(2), 369-384. <https://doi.org/10.1002/mde.3241>
- Cho, K., Han, S. H., Kim, H. J., & Kim, S. (2021). The valuation effects of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence from US target firms [Article]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(1), 378-388. <https://doi.org/10.1002/csr.2055>
- Chowdhury, A. N., & Brahma, A. (2020). Update on Koro research methodology [Letter]. *Indian Journal of Psychiatry*, 62(1), 102-+. <https://doi.org/10.4103/psychiatry.IndianJPsychiatry.183.19>
- Cornell, B. (2021). ESG preferences, risk and return [Article]. *European Financial Management*, 27(1), 12-19. <https://doi.org/10.1111/eufm.12295>
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (2021). Corporate stakeholders, corporate valuation and ESG [Article]. *European Financial Management*, 27(2), 196-207. <https://doi.org/10.1111/eufm.12299>
- Crifo, P., Escrig-Olmedo, E., & Mottis, N. (2019). Corporate governance as a key driver of corporate sustainability in France: The role of board members and investor relations. *Journal of Business Ethics*, 159(4), 1127-1146. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3866-6>
- Da Costa, R. L., Miguel, J., Dias, A., Pereira, L., & Santos, J. (2021). Exploring the Cultural, Managerial and Organizational Implications on Mergers and Acquisitions Outcomes [Article]. *Organizacija*, 54(1), 18-35. <https://doi.org/10.2478/orga-2021-0002>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack [Article]. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M., & Muñoz-Torres, M. J. (2019). Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 11(3), 915. <https://doi.org/10.3390/su11030915>
- Fischer, S., Rodwell, J., & Pickering, M. (2021). A Configurational Approach to Mergers and Acquisitions [Review]. *Sustainability*, 13(3), 15, Article 1020. <https://doi.org/10.3390/su13031020>
- Gomes, E. (2020). Mergers, acquisitions, and strategic alliances as collaborative methods of strategic development and change. *Strategic Change*, 29(2), 145-148. <https://doi.org/10.1002/jsc.2317>
- González-Torres, T., Rodríguez-Sánchez, J. L., Pelechano-Barahona, E., & García-Muiña, F. E. (2020). A systematic review of research on sustainability in mergers and acquisitions. *Sustainability*, 12(2), 513. <https://doi.org/10.3390/su12020513>
- Govender, M., & Bussin, M. H. R. (2020). Performance management and employee engagement: A South African perspective [Article]. *Sa Journal of Human Resource Management*, 18, 19, Article a1215. <https://doi.org/10.4102/sajhrm.v18i0.1215>

- Gupta, V., & Zhang, Y. (2020). Investigating Environmental Performance Management [Article]. *Rbgn-Revista Brasileira De Gestao De Negocios*, 22(1), 5-28. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i1.4034>
- Gyönyörövá, L., Stachoň, M., & Stašek, D. (2021). ESG ratings: relevant information or misleading clue? Evidence from the S&P Global 1200. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-35. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1922062>
- Haddaway, N., B. Macura, P. Whaley, A. Pullin. (2017a). ROSES for Systematic Review Reports. Version 1.0. <https://doi.org/10.6084/m9.figshare.5897272>.
- Halme, M., Rintamaki, J., Knudsen, J. S., Lankoski, L., & Kuisma, M. (2020). When Is There a Sustainability Case for CSR? Pathways to Environmental and Social Performance Improvements [Article]. *Business & Society*, 59(6), 1181-1227. <https://doi.org/10.1177/0007650318755648>
- He, F., Miao, X., Wong, C. W., & Tang, Y. (2020). Corporate social responsibility and operating performance: The role of local character in emerging economies. *Sustainability*, 12(12), 4874. <https://doi.org/10.3390/su12124874>
- Hussaini, M., Hussain, N., Nguyen, D. K., & Rigoni, U. (2021). Is corporate social responsibility an agency problem? An empirical note from takeovers. *Finance Research Letters*, 102007. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102007>
- Hsu, P. H., Huang, P., Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2021). Cross-border mergers and acquisitions for innovation [Article]. *Journal of International Money and Finance*, 112, 26, Article 102320. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102320>
- Ibrahimi, M., & Meghouar, H. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions [Article]. *Managerial Finance*, 45(10/11), 1398-1415. <https://doi.org/10.1108/mf-02-2018-0053>
- Isso, D. (2020). Scientific Knowledge and Research Methodology [Book Review]. *Revista Latinoamericana De Metodologia De La Investigacion Social*(20), 92-95.
- Jia, X. P. (2020). Corporate social responsibility activities and firm performance: The moderating role of strategic emphasis and industry competition [Article]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 65-73. <https://doi.org/10.1002/csr.1774>
- Kiessling, T., Vlacic, B., & Dabic, M. (2021). Mapping the Future of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda [Review]. *Ieee Transactions on Engineering Management*, 68(1), 212-222. <https://doi.org/10.1109/tem.2019.2954799>
- Kowalczyk, R., & Kucharska, W. (2020). Corporate social responsibility practices incomes and outcomes: Stakeholders' pressure, culture, employee commitment, corporate reputation, and brand performance. A Polish-German cross-country study [Article]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 595-615. <https://doi.org/10.1002/csr.1823>
- Kraus, S., Rehman, S. U., & Garcia, F. J. S. (2020). Corporate social responsibility and environmental performance: The mediating role of environmental strategy and green innovation [Article]. *Technological Forecasting and Social Change*, 160, 8, Article 120262. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120262>
- Krishnamurti, C., Shams, S., & Chowdhury, H. (2020). Evidence on the trade-off between corporate social responsibility and mergers and acquisitions investment. *Australian Journal of Management*, 0312896220950394. <https://doi.org/10.1177%2F0312896220950394>
- Mihaiu, D. M., Șerban, R. A., Opreana, A., Țichindelean, M., Brătian, V., & Barbu, L. (2021). The Impact of Mergers and Acquisitions and Sustainability on Company Performance in the Pharmaceutical Sector. *Sustainability*, 13(12), 6525. <https://doi.org/10.3390/su13126525>

- Ozgur, S., & Wirl, F. (2020). Cross-Border Mergers and Acquisitions in the Oil and Gas Industry: An Overview [Article]. *Energies*, 13(21), 25, Article 5580. <https://doi.org/10.3390/en13215580>
- Park, K., & Wallace, F. (2021). Multicultural leaders from emerging markets: transforming international acquisitions and corporate social responsibility. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-01-2019-0074>
- Pulakos, E. D., Mueller-Hanson, R., & Arad, S. (2019). The Evolution of Performance Management: Searching for Value. In F. Morgeson, S. J. Ashford, & H. Aguinis (Eds.), *Annual Review of Organizational Psychology and Organizational Behavior*, Vol 6 (Vol. 6, pp. 249-271). <https://doi.org/10.1146/annurev-orgpsych-012218-015009>
- Rajesh, R. (2020). Exploring the sustainability performances of firms using environmental, social, and governance scores [Article]. *Journal of Cleaner Production*, 247, 18, Article 119600. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.119600>
- Richards, G., Yeoh, W., Chong, A. Y. L., & Popovic, A. (2019). Business Intelligence Effectiveness and Corporate Performance Management: An Empirical Analysis. *Journal of Computer Information Systems*, 59(2), 188-196. <https://doi.org/10.1080/08874417.2017.1334244>
- Saadaoui, K., & Soobaroyen, T. (2018). An analysis of the methodologies adopted by CSR rating agencies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-06-2016-0031>
- Tampakoudis, I., & Anagnostopoulou, E. (2020). The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance performance and market value: Evidence from EU acquirers [Article]. *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 1865-1875. <https://doi.org/10.1002/bse.2475>
- Uyar, A., Kilic, M., Koseoglu, M. A., Kuzey, C., & Karaman, A. S. (2020). The link among board characteristics, corporate social responsibility performance, and financial performance: Evidence from the hospitality and tourism industry [Article]. *Tourism Management Perspectives*, 35, 13, Article 100714. <https://doi.org/10.1016/j.tmp.2020.100714>
- Wang, Q. P., Lau, R. Y. K., & Xie, H. R. (2021). The impact of social executives on firms' mergers and acquisitions strategies: A difference-in-differences analysis [Article]. *Journal of Business Research*, 123, 343-354. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.10.004>
- Zhang, C. M. (2020). Mergers and Acquisitions as Strategic Decisions for a Decision-Making Theory. In *Advances in Mergers and Acquisitions*. Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S1479-361X20200000019006>