

Fusões e Aquisições e Conselho de Administração criam valor não financeiro nas empresas?

GEOVANE CAMILO DOS SANTOS

*Universidade Federal Fluminense
geovane_camilo@yahoo.com.br*

PABLO ANDRÉS ZAMBRA ALLIÚ

*Universidad de Sevilla
pzambra@deloitte.com*

CAMILA LIMA BAZANI

*Universidade Federal de Uberlândia
camilabazani@ufu.br*

Resumo

O objetivo desta pesquisa é investigar a relação das fusões e aquisições (F&A) e das características do conselho de administração com o desempenho Environmental, Social, and Governance (ESG) em empresas dos BRICS, distinguindo entre setores sensíveis e não sensíveis. A amostra foi constituída de 11.402 observações de 2.293 empresas dos BRICS. Foram utilizados modelos Generalized Least Square (GLS), Panel-Corrected Standard Error (PCSE) e regressão logística. A amostra foi dividida entre setores sensíveis e não sensíveis. Os resultados evidenciam que a F&A apresenta relação positiva com o desempenho ESG geral e seus componentes, indicando criação de valor não financeiro. O tamanho do conselho apresentou relação positiva com os componentes ambientais e sociais, e negativa com a governança corporativa. A dualidade do CEO se relaciona positivamente com os componentes ambientais e sociais em empresas não sensíveis, e negativamente com o ESG geral e governança. E a independência do conselho teve relação positiva com todos os componentes do ESG. A pesquisa contribui com a literatura ampliando a compreensão de F&A como mecanismo de criação de valor não financeiro, especialmente em ESG, e evidencia que a estrutura do conselho afeta o desempenho ESG. De forma prática, o estudo sugere que empresas devem integrar considerações ESG em processos de F&A e que investidores podem utilizar esses insights para priorizar investimentos sustentáveis. Este estudo é o primeiro a comparar a relação das F&A e estrutura de capital com o ESG segregando em setores sensíveis e não sensíveis. Essa distinção oferece uma compreensão mais aprofundada de como as dinâmicas de F&A afetam as práticas ESG de maneira diferenciada conforme o setor de atuação.

Palavras-chave: F&A; ESG; Estrutura do conselho; setores sensíveis.

1 Introdução

O conceito de environmental, social and governance (ESG) tem ganhado importância crescente nas agendas de diversos gestores governamentais, reguladores internacionais e locais, setor empresarial, grupos de interesse e sociedade em geral. Como resultado, tem havido um

Realização

maior interesse por parte de investidores e instituições que apoiam a tomada de decisões em relação a empresas mais ativas nos conceitos abrangidos pelo ESG (Iurkov et al. 2024; Pereira et al. 2023).

O setor empresarial tem reagido aos diferentes sinais do mercado por meio de avaliações de suas cadeias de valor, fortalecimento de estratégias e fortalecimento dos conselhos de administração que promovem a inovação (Chan et al., 1997; Iurkov et al., 2024). Essa pesquisa se concentra em F&A e na composição dos conselhos de administração e sua relação com o desempenho não financeiro.

A crescente importância das iniciativas de ESG tem levado empresas com menor conhecimento em ESG a buscar alianças com parceiros que possuam um conhecimento superior nessa área (Iurkov et al. 2024). Isto enfatiza a necessidade de analisar o conselho de administração e suas características porque desempenham um papel crucial no desempenho de uma empresa (Arici, Aladag, e Koseoglu 2024; Disli, Yilmaz, e Mohamed 2022; Husted e Sousa-Filho 2019; Lin e Nguyen 2022; Mallin e Michelon 2011; Uyar et al. 2021). Bolourian et al.(2023) e Jizi et al. (2014), mencionam que a independência, o tamanho e a dualidade estão entre as características mais importantes do conselho.

Diferentes estudos têm concluído uma relação positiva entre as F&A e resultados financeiros e desempenho operacional em comparação com seus concorrentes do setor (Chan et al., 1997; Iurkov et al., 2024; Li & Zhang, 2023). No entanto, os estudos que analisam a relação do F&A e o ESG, ainda são escassos (Gillan, Koch, e Starks 2021; Martiny et al. 2024). Tampakoudis e Anagnostopoulou (2020) examinaram se uma F&A aumenta o desempenho ESG e se o mercado valoriza positivamente esse aumento no desempenho ESG. Barros et al. (2022) analisaram se as operações de F&A impactam o desempenho ESG geral e seus componentes, utilizando de dados de 41 países no período de 2002 e 2020. Rahman e Wu (2023) exploraram o efeito F&As no desempenho ESG das corporações no mercado financeiro chinês no período de 2011 a 2020.

Percebe-se nos estudos anteriores sobre o tema, que nenhum deles analisaram a relação do F&A e o ESG comparando setores sensíveis e não sensíveis. Os setores sensíveis geralmente enfrentam maior pressão regulatória e expectativas mais rigorosas de stakeholders em relação a práticas ESG (Garcia, Mendes-Da-Silva, e Orsato 2017; Richardson e Welker 2001). Por esse motivo, as empresas que pertencem aos setores sensíveis podem responder de maneira diferente às operações de F&A em comparação com aquelas em setores menos sensíveis, visto que as pressões ESG podem ser menos intensas (Garcia et al. 2017). Portanto, a análise dessas categorias permite identificar como as dinâmicas de F&A afetam o ESG de forma diferenciada, fornecendo *insights* mais específicos e relevantes para formuladores de políticas, investidores e gestores que buscam alinhar estratégias corporativas com objetivos de sustentabilidade em contextos variados. Além disso, essa distinção permite que se avalie com maior precisão a eficácia das F&A como mecanismo de criação de valor não financeiro, considerando as particularidades e desafios inerentes a cada setor.

Diante desse contexto, o objetivo do estudo é investigar a relação da F&A e das características do conselho de administração com o desempenho ESG em empresas dos BRICS, distinguindo entre setores sensíveis e não sensíveis. A escolha desses países é justificada pela necessidade de realizar mais pesquisas em países em desenvolvimento, considerando os graves

Realização

problemas ambientais e os comportamentos antiéticos das empresas, conforme argumentado por Lin e Nguyen (2022).

A contribuição teórica desta pesquisa enriquece a literatura ampliando a compreensão de F&A como mecanismo de criação de valor não financeiro de forma comparativa entre empresas de setores sensíveis e não sensíveis. Além disso, evidencia que a estrutura do conselho afeta o desempenho ESG de forma diferente ao comparar empresas de setores sensíveis e não sensíveis. De forma prática, o estudo sugere que empresas devem integrar considerações ESG em processos de F&A e que investidores podem utilizar esses *insights* para priorizar investimentos sustentáveis.

2 Fundamentação Teórica e Desenvolvimento das Hipóteses

2.1 Fusões e aquisições e práticas ESG

As fusões e aquisições (F&A) permitem que empresas independentes colaborem em áreas como produção, sustentabilidade da cadeia de valor, design de produtos e marketing (Chan et al., 1997; Pereira et al., 2023), além de desempenharem um papel importante na obtenção de vantagens competitivas no mercado (Iurkov et al. 2024).

A literatura aponta que as F&A contribuem para: (i) alinhar o conhecimento com a autoridade de tomada de decisões potencializadas por um maior conhecimento técnico ou especializado (Chan et al., 1997; Iurkov et al., 2024); (ii) agregar valor às empresas parceiras fornecendo flexibilidade organizacional, permitindo estabelecer novas conexões com outras empresas ou dissolver-se rapidamente em resposta às mudanças do mercado (Chan et al., 1997); (iii) promover o desenvolvimento de melhores produtos e serviços nas empresas, compartilhando recursos e criando estratégias para alcançar um objetivo comum (Pereira et al. 2023); (iv) mitigar comportamentos oportunistas dos parceiros, por meio de mecanismos como a disposição de ativos não recuperáveis, transferência de conhecimentos especializados e vigilância constante. Esses mecanismos comprometem as empresas parceiras, promovendo benefícios mútuos e um compromisso contínuo (Chan et al., 1997).

No que concerne ao valor não financeiro que pode ser criado a partir das F&A, o debate atual perpassa pela compreensão da redução dos padrões de crescimento voltados exclusivamente para criação de valor, rendimento e aumento do processo do capitalismo financeiro (Organisation for Economic Co-Operation and Development [OECD], 2012). Büyüközkan e Karabulut (2018) asseguram que a pressão da sociedade por atitudes socialmente responsáveis por parte das empresas contribuiu para a relevância das questões não financeiras, como as práticas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC).

A RSC é uma das principais concepções no estudo acadêmico no que tange as relações empresariais e sociais (Windsor 2001). De acordo com Ashley et al. (2003), a RSC despontou como uma nova estratégia empresarial para melhores resultados. O estudo seminal acerca da RSC data de 1953, quando Bowen publicou sua obra na qual questionava as implicações para a sociedade quanto às ações dos negócios do setor privado, buscando compreender se os interesses das empresas e da sociedade se fundem no longo prazo com fundamento na ética e valores morais (Ashley et al. 2003). Carroll (1979) propôs um modelo em que compreende

Realização

quatro obrigações relacionadas à RSC, sendo elas: econômicas, legais, éticas e voluntárias. Mais tarde, o autor passou a incluir a perspectiva dos *stakeholders* (Carroll 1991).

A partir de então, muito passou a ser pesquisado se disseminado, sendo esta questão bastante discutida atualmente, haja vista a crescente preocupação com o desenvolvimento sustentável e os aspectos para além do financeiro (Almeyda e Darmansyah 2019). Diante desse cenário, as empresas também começaram a incluir em suas ações práticas não financeiras em busca por atuações socialmente responsáveis, de modo a não só atender as pressões da sociedade, mas garantir um posicionamento estratégico frente à concorrência (Dupire & M’Zali, 2018; Xu et al., 2024). Xu et al. (2024) mencionam que a adoção da RSC pelas empresas pode ensejar em custos maiores, contudo, o retorno financeiro também é maior.

Frente ao exposto, as práticas de ESG emergiram entre 2004-2005 como uma ferramenta estratégica para empresas aliarem competitividade e retornos financeiros com as demandas da sociedade, se tornando um diferencial quanto à sustentabilidade empresarial e que subsidiam ações quanto análise de riscos, além de decisões de investimentos (Al Amosh e Khatib 2023; Xu et al. 2024). O ESG envolve práticas adotadas e divulgadas pela comunidade empresarial acerca do meio ambiente, questões sociais, além de governança corporativa (Al Amosh e Khatib 2023), e se tornaram decisões centrais (Martins 2022).

Sharma et al. (2020) mencionam que há um crescimento notável no uso do ESG enquanto estratégia sustentável global, com crescente preocupação e consciencialização dos investidores e gestores. Raimo et al. (2021) asseveram que as empresas têm recebido progressiva pressão dos stakeholders para adotar comportamento sustentável e, nesse sentido, a divulgação não financeira assumiu um papel crucial nas empresas. Nos mercados emergentes, Soni (2023) encontrou que apesar da tendência crescente por empresas e investidores preocupados com práticas ESG, ainda há muito a ser feito para compreender progresso e qualidade das divulgações ESG.

Van Brecht et al. (2018) demonstraram a relevância do valor de informações não financeiras e as relações entre valor da empresa e desempenho de sustentabilidade ao mostrar que o mercado tailandês também responde favoravelmente à divulgação ESG. Yoon et al. (2018) relacionam o desempenho empresarial com a responsabilidade socioambiental, bem como no valor das empresas no mercado, mas que ainda há divergência entre os resultados das empresas. Zhao et al. (2018) investigaram o setor de energia chinês e identificaram que um bom desempenho ESG pode de fato melhorar o desempenho financeiro, sendo significativo para investidores, gestores empresariais, tomadores de decisão e reguladores do setor.

A disparidade de conhecimento e experiências específicos em ESG entre empresas parceiras pode afetar as empresas de diferentes formas (Iurkov et al. 2024). As empresas com melhor desempenho em ESG transferem recursos-chave, como conhecimento e reputação, para seus parceiros, melhorando o valor para os acionistas (Iurkov et al. 2024). Por exemplo, empresas chinesas de inovação verde promovem a formação de F&A transfronteiriças como uma forma de entrarem nos mercados internacionais e aproveitarem os recursos e a experiência adquiridos (Li e Zhang 2023). No entanto, se a empresa se associa a uma com desempenho inferior em ESG, os investidores podem avaliá-la negativamente, resultando em perdas de valor (Iurkov et al. 2024).

Tampakoudis e Anagnostopoulou (2020) encontraram que o desempenho ESG pós-fusão do adquirente aumenta, enquanto o valor de mercado pós-fusão do adquirente aumenta

Realização

após um aumento no desempenho ESG. Barros et al.(2022) identificaram que os acordos de M&A têm um impacto positivo na pontuação ESG das empresas, sendo que o aumento ocorre no ano seguinte à transação. Os resultados são similares em cada um dos componentes do ESG. Rahman e Wu (2023) encontraram que a aquisição de empresas com alto desempenho ESG pode ajudar a aumentar o desempenho da empresa, o que, por sua vez, aumenta o valor de mercado. Diante disso, formula-se a primeira hipótese.

H₁: Há uma associação positiva entre F&A e o ESG.

2.2 Características do conselho de administração e o ESG

Diferentes aspectos podem contribuir para adoção e impacto do ESG. A literatura enfatiza a importância de ter uma ampla gama de habilidades e experiências dentro do conselho de administração. Essas características-chave são fundamentais para garantir os retornos dos acionistas e reduzir comportamentos oportunistas por parte dos gestores, o que, por sua vez, se torna um estímulo para a inovação (AlHares, 2020; Chan et al., 2015; Jensen & Meckling, 1976).

Desde uma perspectiva ampla de diversidade nos conselhos de administração, F&A são favorecidas em termos de inovação, criatividade e habilidades eficazes para resolver problemas (Almor, Bazel-Shoham, e Lee 2022). Além disso, o interesse na participação diversa nos conselhos também foi documentado por fatores além dos financeiros, como as divulgações corporativas (Reguera-Alvarado & Bravo-Urquiza, 2020), a sustentabilidade ambiental e a inovação (Fältholm e Norberg 2017), entre outros. Entre as diversas variáveis que refletem as características do board, aquelas com uso recorrente são: tamanho do conselho, independência e dualidade do CEO (Bolourian et al. 2023; Jizi et al. 2014).

A participação de membros diversos no conselho de administração pode contribuir para uma maior variedade de habilidades e perspectivas, o que, por sua vez, pode aumentar a inovação (Singh, Singhania, e Aggrawal 2023). Em uma análise em bancos comerciais dos EUA para 2009-2011, Jizi et al. (2014) identificaram evidências de que o tamanho do conselho está positivamente relacionado à divulgação de RSC. Thirumagal et al. (2023) identificaram que o ESG tem impacto no desempenho da empresa e também constataram que o tamanho do conselho e o tamanho da empresa têm impacto significativo nos fatores ESG. Gurol e Lagasio (2023) também encontraram evidências de que o tamanho do conselho tem uma relação positiva com o ESG em bancos europeus. Frente ao exposto, propõe-se a seguinte hipótese.

H₂: Há relação positiva entre o tamanho do board e as práticas ESG.

Conselhos mais independentes podem apresentar maior transparência, o que pode refletir em maiores práticas ESG (Disli et al. 2022; Mallin e Michelon 2011). Jizi et al. (2014) identificaram evidências de que a independência do conselho aumenta o ESG em bancos comerciais americanos. Disli et al. (2022) ao analisar 439 empresas não financeiras de 20 países encontraram que a independência do conselho tem um efeito positivo sobre as práticas ESG. Gurol e Lagasio (2023) analisaram bancos europeus e os resultados indicam que a proporção

Realização

de diretores independentes no conselho está positiva e significativamente relacionada ao ESG. Assim, é proposta a terceira hipótese.

H₃: Há relação positiva entre a independência e as práticas ESG.

A dualidade de funções entre CEO e chairman pode levar a concentração de poder e limitar a supervisão independente, o que contribui para redução do ESG (Arici et al. 2024; Uyar et al. 2021). Husted e Sousa-Filho (2019) analisando empresas latino-americanas encontraram que a dualidade do CEO tem um efeito negativo sobre o ESG. Uyar et al. (2021) ao investigarem o setor de saúde encontrou que há uma relação negativa entre a dualidade do CEO e as práticas ESG. Com foco no setor de hospitalidade e turismo, Arici et al. (2024) encontraram que a dualidade do CEO impacta negativamente o pilar ambiental, mas não tem efeito sobre o social e governança. Desse modo, é proposta a última hipótese deste estudo.

H₄: Há relação negativa entre a dualidade e as práticas ESG.

3 Aspectos Metodológicos

3.1 Amostra e coleta dos dados

Os dados foram coletados na plataforma Refinitiv Eikon para o período de 2004 a 2023, relativas aos cinco países que compõem os BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). O ano de 2004 corresponde ao ano de criação do termo ESG (Worldbank 2004), e o ano de 2023 corresponde ao ano com informações mais recentes disponíveis na base Refinitiv Eikon. A Tabela 1 detalha o número de observações desde a amostra inicial até a amostra final.

Tabela 1. Detalhamento da amostra por país

Países	Amostra inicial		Dados faltantes		Amostra final	
	Frequência absoluta	Frequência relativa	Frequência absoluta	Frequência relativa	Frequência absoluta	Frequência relativa
Brasil	12.880	4,69%	11.750	4,47%	1.130	9,91%
China	135.560	49,38%	130.314	49,29%	5.874	51,52%
Índia	108.660	39,58%	106.036	40,30%	2.624	23,01%
Rússia	12.460	4,54%	12.017	4,57%	443	3,89%
África do Sul	4.940	1,80%	3.609	1,37%	1.331	11,67%
Total	274.500	100%	263.098	100%	11.402	100%

Fonte: Elaborada pelos autores

De acordo com a Tabela 1, da amostra inicial de 274.500 observações relativas a 13.725 empresas, houve uma redução de 95,85%, resultando em uma amostra final de 11.402 observações (2.293 empresas) devido dados faltantes.

Realização

3.2 Variáveis

As variáveis utilizadas nesta pesquisa são apresentadas na Tabela 2. Essas variáveis formam a base para analisar a relação entre a *dummy* de F&A e de estrutura do conselho com a criação de valor não financeira, medida pelo ESG. Todas as variáveis foram coletadas do banco de dados Refinitiv Eikon.

Tabela 2. Relações esperadas

Variáveis	Explicação da variável	Relação esperada	Autores
Variáveis dependentes			
ESG	Score ESG varia entre 0 e 100, sendo que quanto mais próximo a 100, maior é o envolvimento da empresa com práticas ESG.	Variável dependente	(Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel 2021; Gonçalves, Gaio, e Ferro 2021; Grimaldi et al. 2020)
ESG_Acima	Uma variável dummy é codificada como 1 para empresas acima do nível mediano de práticas ESG e 0 caso contrário, usada para distinguir entre maiores e menores práticas ESG.	Variável dependente	--/--
Variáveis explicativas			
DummyF&A	Dummy com valor 1, para empresas que realizaram fusão ou aquisição e 0, caso contrário.	Ao realizar uma F&A, uma empresa pode ter melhoria em suas práticas de ESG, uma vez que as sinergias resultantes dessa união podem otimizar processos, reduzir desperdícios e implementar políticas mais eficientes e éticas podendo aumentar o valor não financeiro.	(Barros et al. 2022; Rahman e Wu 2023; Tampakoudis e Anagnostopoulou 2020)
Bsize	Número total de membros	Conselhos administrativos maiores podem ter representantes de diversos stakeholders. Por isso, maiores conselhos permitem uma variedade de habilidades, conhecimentos e experiências. Com isso, pode aumentar as práticas ESG.	(Husted e Sousa-Filho 2019; Lin e Nguyen 2022)
Dual	CEO é também o presidente do conselho	A dualidade de funções entre CEO e chairman pode levar a concentração de poder e limitar a supervisão independente, o que contribui para redução do ESG.	(Arici et al. 2024; Uyar et al. 2021)
Bindep	O percentual de independência do conselho de administração	Conselhos mais independentes podem apresentar maior transparência, contribuindo para o aumento das práticas ESG.	(Disli et al. 2022; Mallin e Michelon 2011)
Variáveis de controle			
Size	Tamanho total dos ativos da empresa, em logaritmo natural.	Empresas maiores podem ter mais incentivos para adotar práticas ESG, visto que elas apresentam maior disponibilidade de dados, recursos e estão sujeitas a maior pressão.	(Drempetic, Klein, e Zwergel 2020; Harymawan et al. 2021; Rahman e Alsayegh 2021)
Leverage	Nível de endividamento da empresa, medido pelo capital oneroso em relação ao ativo total	Empresas com maiores níveis de endividamento podem adotar menos práticas ESG, visto que essas apresentam custos altos e as empresas podem focar em pagar seus compromissos.	(Harymawan et al. 2021)

Realização

Roa	Retorno sobre o ativo	Empresas com maior retorno sobre ativos (ROA) podem ser mais propensas a adotar práticas ESG, visto que tendem a apresentar maiores recursos.	(Harymawan et al. 2021)
Age	Variável com a idade da empresa	Empresas mais antigas tendem a apresentar maior ESG, visto que já estão mais consolidadas no mercado.	(Setiarini et al. 2023)

Fonte: Elaborada pelos autores

3.3 Análise dos dados

Foram empregadas duas abordagens distintas de regressão, a linear e a logística, com o intuito de aumentar a confiabilidade dos resultados. Na regressão linear, utilizou-se o teste de Chow, o teste de Lagrange de Breusch-Pagan e o teste de Hausman para determinar o painel mais adequado, sendo identificado o com efeitos fixos. Posteriormente, foram conduzidos o teste de Wooldridge para detectar autocorrelação nos resíduos e o teste de White para verificar a presença de heterocedasticidade. Os dados confirmaram a existência tanto de heterocedasticidade (pelo teste de White) quanto de autocorrelação (pelo teste de Wooldridge). Para corrigir esses problemas foram aplicados os métodos Generalized Least Square (GLS) e Panel-Corrected Standard Error (PCSE), que oferecem intervalos de confiança mais precisos e testes de hipóteses mais confiáveis na presença desses dois problemas. Além disso, não foram detectados problemas de multicolinearidade, conforme demonstrado pelo Fator de Inflação da Variância (VIF), com todas as variáveis apresentando valores inferiores a 2. As variáveis quantitativas foram winsorizadas no nível de 1%, e o teste de Bacon não indicou a presença de outliers multivariados.

O modelo de regressão linear é apresentado na Equação 1.

$$ESG_{i,t+1} = \alpha_{i,t} + \beta_1 DummyF\&A_{i,t} + \beta_2 Bsize_{i,t} + \beta_3 Dual_{i,t} + \beta_4 Bindep_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde: ESG = score environmental, social and governance no ano posterior a F&A; DummyF&A = dummy com valor 1 para empresas que realizaram F&A no ano e 0, caso contrário; Bsize = número de pessoas no conselho; Dual = CEO preside simultaneamente o conselho; Bindep = porcentagem de independência do conselho; Tamanho = tamanho da empresa, em logaritmo natural; Alavancagem = dívida da empresa; Roa = retorno sobre o ativo; Age = idade da empresa.

O segundo modelo foi o logístico, conforme Equação 2.

$$ESG_Acima = \alpha + \beta_1 DummyF\&A + \beta_2 Bsize + \beta_3 Dual + \beta_4 Bindep + \beta_5 Size + \beta_6 Leverage + \beta_7 ROA + \beta_8 Age + \varepsilon$$

Onde: ESG_Acima = codificado 1 para empresas acima da mediana nas práticas ESG e 0 para abaixo; demais variáveis definidas anteriormente.

Garcia et al. (2017) mencionam que empresas consideradas de setores sensíveis apresentam desempenho ESG superior às demais empresas. Os setores sensíveis enfrentam maior escrutínio público e regulatório, uma vez que apresentam maior potencial de impacto

Realização

ambiental e social (Garcia et al. 2017). Ao analisar separadamente a relação das F&A e ESG é possível compreender como o contexto setorial pode afetar o desempenho não financeiro das organizações. Nos setores sensíveis, cujos riscos ESG são maiores, as fusões podem intensificar ou mitigar esses riscos, a depender de como as práticas de ESG são integradas e geridas na nova entidade. Já nos setores não sensíveis, em que os riscos ESG são menores, as fusões podem impulsionar avanços em sustentabilidade.

Foram considerados setores sensíveis: Mineração, Siderurgia e Metalurgia, Óleo e Gás, Têxtil, Papel e Celulose, e Química e Petroquímica (Garcia et al. 2017; Richardson e Welker 2001). Ressalta-se que a análise por setor sensível e não sensível também foi feita por meio do modelo linear e modelo logístico. As empresas dos setores sensíveis foram 1.954 (17.14%) e dos não sensíveis de 9.448 (82.86%).

Como análise de robustez considerou-se cada um dos componentes do ESG. Barros et al. (2022) mencionam que essa análise é relevante para evidenciar como uma M&A pode afetar isoladamente, a parte ambiental, social ou de governança corporativa. Isso se torna ainda mais relevante quando se considera a sensibilidade do setor, visto que empresas de setores sensíveis podem sofrer mais impactos nos componentes ambientais e sociais (Garcia et al. 2017)

4 Resultados

4.1 Estatística descritiva

Os resultados da estatística descritiva (Tabela 3) evidenciam que a variável ESG tem pontuação média de 41,61. Em relação aos componentes do ESG, o de governança corporativa apresenta maior média (49,37) e menor coeficiente de variação (43,71), enquanto o ambiental apresenta a menor média (35,97) e o maior coeficiente de variação (68,46). Isso sugere que na média as empresas têm adotado mais práticas de governança do que práticas ambientais. Quanto às variáveis explicativas, a maioria das empresas não realizaram F&A (73,61%). O tamanho do conselho tem em média 10 conselheiros, com independência média de 49,58%, sendo que na maioria das empresas (72,65%), o CEO não é o presidente do conselho.

Tabela 3 – Estatística descritiva

Painel A – Estatística descritiva das variáveis quantitativas				
Variáveis	Média	Coeficiente de variação	Mínimo	Máximo
ESG	41,61	44,21	5,82	83,84
ENV	35,97	68,46	0,00	89,72
SOC	39,65	57,91	2,51	90,33
GOV	49,37	43,71	5,63	91,18
Board	10,14	29,92	5,00	20,00
Independence	49,58	57,81	1,45	98,80
Lntam	22,39	8,07	18,52	27,59
Leverage	0,25	76,79	0,00	0,83
ROA	0,06	139,93	-0,24	0,36
Age	21,20	44,21	3,00	114,00

Painel B – Estatística descritiva das variáveis qualitativas			
		Frequência absoluta	Frequência relativa
DummyF&A	Sim	3.009	26,39
	Não	8.393	73,61

Realização

DUAL	Sim	3.119	27,35
	Não	8.283	72,65

Fonte: Elaborada pelos autores

Legenda: variáveis explicadas anteriormente

Em relação às variáveis de controle, os resultados mostram que o tamanho da empresa medido em logaritmo, é em média, de 22,39. As empresas apresentam uma alavancagem média de 25%, indicando que a maioria do capital das empresas é de origem própria. As empresas são lucrativas, visto que o valor médio é de 6%, com empresas apresentando valores que variam de -24% a 36%. Em média, as empresas apresentam 21,20 anos de idade, sendo a empresa mais nova com 3 anos e a mais velha com 114 anos.

4.2 Análise multivariada

Os resultados (Tabela 4) mostram que quando as empresas realizam F&A há um aumento no seu ESG no período posterior, sugerindo assim, criação de valor não financeiro. Esse resultado é encontrado na amostra geral, e em cada tipo de setor (sensível ou não sensível), sugerindo que uma F&A aumenta o ESG das empresas. Esses resultados mostram que além do aspecto financeiro que uma empresa ganha com uma F&A, como maior eficiência, economia de escala (Haleblian et al. 2009); as sinergias criadas podem refletir em melhor desempenho não financeiro. Os resultados encontrados nesta pesquisa corroboram com os estudos de Barros et al. (2022), Rahman e Wu (2023) e Tampakoudis e Anagnostopoulou (2020), que também encontraram relação positiva entre as F&A e o ESG.

Uma F&A pode gerar sinergias entre as empresas permitindo melhorias nos aspectos ambientais, tais como aumento da eficiência operacional, mediante o uso de tecnologias ou processos que reduzam recursos naturais e energia; economias de escala, com redução do desperdício e a emissão de poluentes; aceleração da inovação verde da empresa. No contexto social, as empresas podem apresentar melhores práticas de trabalho, incluindo segurança e saúde do trabalho, pois fusões podem mudar a forma de fazer a gestão de recursos humanos, melhorando as condições de trabalho, diversidade e inclusão. Elas também podem melhorar a governança corporativa, transparência nos relatórios e gestão de riscos, visto que isso pode aumentar a diversidade do conselho, além de torná-lo mais independente, melhorando a supervisão e a transparência das operações. Portanto, confirma-se a hipótese 1 do estudo de que as empresas criam valor não financeiro, após as F&A.

O tamanho do conselho apresenta relação positiva com o ESG, sugerindo que conselhos maiores contribuem para a criação de valor não financeiro. Isso pode ser explicado pelo fato de mais membros trazer maior diversidade de pensamentos, conhecimentos, habilidades (Husted e Sousa-Filho 2019; Lin e Nguyen 2022), podendo proporcionar uma melhor governança e tomada de decisões estratégicas. Ressalta-se que um conselho maior tem maior potencial para monitoramento das práticas dos gestores, corroborando com os estudos de Husted e Sousa-Filho (2019) e Lin e Nguyen (2022), que encontraram relação positiva entre o tamanho do conselho e o ESG. Portanto, confirma-se a hipótese 2 de que o tamanho do conselho aumenta o ESG das empresas após uma F&A.

A independência do Conselho é benéfica para a criação de valor não financeiro para as empresas, uma vez que houve relação positiva entre a F&A e o ESG. A independência do

Realização

conselho tem o papel de assegurar que as decisões tomadas sejam as melhores para os acionistas e não influenciadas por gestores internos (Disli et al. 2022; Mallin e Michelon 2011). Desse modo, a relação positiva da independência do conselho e o ESG pode ser explicada pelo fato de conselhos mais independentes terem uma supervisão mais objetiva, o que contribui com a redução do risco de conflitos de interesse entre gestores e acionistas (Disli et al. 2022; Mallin e Michelon 2011). Portanto, confirma-se a hipótese 3, de que empresas com maior independência do conselho tem um maior ESG.

A dualidade do CEO tem efeito negativo e significativo no ESG (amostra geral), sugerindo que a concentração de poder reduz o desempenho não financeiro. Nos setores não sensíveis, a relação é significativa apenas no modelo PCSE, enquanto nos setores sensíveis, a relação é negativa em todos os modelos. A relação negativa entre a dualidade e o ESG, sugere que a maior concentração de poder pode limitar a supervisão independente (Arici et al. 2024; Uyar et al. 2021), o que pode refletir em redução dos investimentos em práticas ESG.

De forma especial, nos setores sensíveis, é esperado que as empresas apresentem maiores transparências em suas práticas ESG, visto que elas tendem a apresentar maiores riscos (Garcia et al. 2017). Isso porque as empresas que poluem mais, tem relações injustas de trabalho e/ou são menos transparentes em suas práticas de governança podem sofrer penalidades, multas, perda da reputação ou até ser forçadas a interromper a sua atividade, o que pode resultar em perda financeira (Garcia et al. 2017). Desse modo, quando a empresa de setor sensível tem o CEO com duplo papel, ela apresenta menor capacidade de responder às pressões externas, levando a um menor desempenho ESG. Portanto, confirma-se a hipótese 4 de que a dualidade tem um efeito negativo sobre a criação de valor não financeiro.

A relação positiva entre o tamanho do ativo e o ESG é devido as maiores empresas apresentarem maior disponibilidade de dados, recursos e estarem sujeitas a maior pressão, sendo que normalmente, elas possuem um perfil público mais elevado (Drempetic et al., 2020; Harymawan et al., 2021; Rahman & Alsayegh, 2021). As empresas maiores normalmente possuem mais recursos financeiros, e podem investir em iniciativas ESG.

A relação positiva entre o ROA e o desempenho em ESG pode ser explicada pelo fato de empresas mais lucrativas normalmente terem uma gestão mais eficiente de seus ativos, o que facilita a implementação e a manutenção de práticas ESG robustas (Harymawan et al. 2021). A eficiência na utilização dos ativos pode refletir uma administração mais responsável e uma estratégia de longo prazo que inclui a sustentabilidade como um componente essencial.

Realização

Tabela 4 – Modelo de regressão

	Amostra geral			Setores não sensíveis			Setores sensíveis		
	GLS	PCSE	Log	GLS	PCSE	Log	GLS	PCSE	Log
_cons	-73.71*** (3.24)	-82.80*** (7.81)	-11.45*** (0.47)	-64.13*** (3.47)	-67.86*** (11.64)	-10.58*** (0.49)	-144.50*** (6.55)	-130.02*** (10.26)	-18.67*** (1.33)
DummyF&A	2.09*** (0.33)	2.07*** (0.33)	0.20*** (0.05)	1.98*** (0.37)	2.02*** (0.37)	0.19*** (0.05)	3.11*** (0.74)	3.05*** (0.74)	0.48*** (0.15)
Board	0.26*** (0.06)	0.28*** (0.06)	0.03*** (0.01)	0.33*** (0.06)	0.35*** (0.06)	0.04*** (0.01)	0.12 (0.12)	0.13 (0.12)	0.00 (0.02)
Independence	0.09*** (0.01)	0.09*** (0.01)	0.01*** (0.00)	0.09*** (0.01)	0.09*** (0.01)	0.01*** (0.00)	0.09*** (0.01)	0.09*** (0.01)	0.01*** (0.00)
Dual	-0.88** (0.33)	-0.95** (0.33)	-0.14** (0.05)	-0.59 (0.36)	-0.82* (0.36)	-0.09 (0.05)	-2.17** (0.74)	-2.13** (0.74)	-0.45*** (0.13)
Lntam	4.96*** (0.11)	4.87*** (0.11)	0.56*** (0.02)	4.62*** (0.12)	4.54*** (0.12)	0.52*** (0.02)	6.77*** (0.28)	6.74*** (0.28)	0.90*** (0.06)
Leverage	-1.04 (0.83)	-0.67 (0.83)	-0.02 (0.12)	-0.79 (0.90)	-0.60 (0.90)	0.12 (0.13)	-0.76 (2.16)	-0.43 (2.15)	-0.93* (0.40)
ROA	14.62*** (1.79)	14.78*** (1.78)	1.63*** (0.28)	16.58*** (2.04)	16.53*** (2.03)	1.89*** (0.31)	8.99* (3.67)	9.36* (3.67)	1.03 (0.72)
Age	0.03** (0.01)	0.04*** (0.01)	0.00 (0.00)	0.04** (0.01)	0.05*** (0.01)	0.00 (0.00)	0.01 (0.03)	0.01 (0.03)	0.01 (0.01)
Efeito país/ano/setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	11402	11402	11402	9448	9448	9448	1954	1954	1954
Número de grupos	2293	2293	2293	1908	1908	1908	385	385	385
VIF	1.12	1.12	1.12	1.13	1.13	1.13	1.14	1.14	1.14
r ²	0.32			0.30			0.48		
Chi ²	15832.86***	5202.90***	2708.98***	15712.17***	3897.69***	2037.58***	13172.35***	1774.12***	771.37***

Fonte: Elaborada pelos autores; Legenda: Demais variáveis explicadas anteriormente; Erro padrão entre parêntese; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Realização

As relações positivas da idade com o ESG na amostra geral em empresas não sensíveis sugerem que as mais antigas tendem a apresentar maior ESG, visto que já estão mais consolidadas no mercado. Por outro lado, esse resultado não ocorre para as empresas dos setores sensíveis. Uma possível explicação para esse resultado é que as empresas desses setores, em decorrência de maior pressão para aderir às práticas ESG, as mais antigas podem enfrentar desafios para se adaptar e inovar, visto que os seus sistemas e práticas estabelecidas não estavam originalmente projetados para adoção de práticas ESG. Outra possível justificativa é que as empresas dos setores sensíveis por terem maior pressão regulatória (Garcia et al. 2017; Richardson e Welker 2001), enfrentam maior dificuldade em se migrarem totalmente para práticas ESG.

4.3 Análise de robustez

Como análise de robustez foi investigado o comportamento das relações para cada um dos componentes. O resumo das variáveis testadas é apresentado na Tabela 5. Os resultados evidenciam que o fato da empresa ter realizado uma F&A tem um efeito positivo sobre cada um dos componentes do ESG, exceto no modelo logístico de governança corporativa das empresas sensíveis. Isso sugere que quando uma empresa realiza uma F&A, ela tem aumento de todos os componentes ESG.

A relação negativa do tamanho do conselho e a governança corporativa pode ser explicada devido uma F&A poder diluir o controle, situação que contribui para redução dos mecanismos de governança, já que os novos acionistas podem não ter interesse em uma governança mais rigorosa. Outro fator, é um possível conflito de interesses, sendo que esse desalinhamento pode resultar em práticas de governanças corporativas mais fracas.

Tabela 5 – Resumo da análise segregada em cada componente do ESG

Painel A – Componente ambiental									
	Amostra geral			Setores não sensíveis			Setores sensíveis		
	GLS	PCSE	Log	GLS	PCSE	Log	GLS	PCSE	Log
DummyF&A	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Board	+	+	+	+	+	+	+	+	NS
Independence	+	+	+	+	+	+	+	+	NS
Dual	+	+	+	+	+	+	NS	NS	NS
Painel B – Componente social									
	Amostra geral			Setores não sensíveis			Setores sensíveis		
	GLS	PCSE	Log	GLS	PCSE	Log	GLS	PCSE	Log
DummyF&A	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Board	+	+	+	+	+	+	+	+	NS
Independence	+	+	+	+	+	+	+	+	NS
Dual	+	+	+	+	+	+	NS	NS	-
Painel C – Componente de governança									
	Amostra geral			Setores não sensíveis			Setores sensíveis		
	GLS	PCSE	Log	GLS	PCSE	Log	GLS	PCSE	Log
DummyF&A	+	+	+	+	+	+	+	+	NS
Board	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Independence	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Dual	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Realização

Fonte: Elaborada pelos autores

A relação positiva da dualidade e os componentes ambientais e sociais pode ser explicada pela proatividade e liderança visionária, visto que em empresas não sensíveis, o fato de o CEO também ser o presidente do conselho pode refletir uma liderança forte e visionária que decide proativamente adotar práticas ambientais e sociais robustas, mesmo sem a pressão externa que as empresas de setores sensíveis enfrentam. Outra possível explicação é que essas empresas podem ter uma estratégia de diferenciação, já que a liderança unificada pode facilitar a adoção de práticas ESG como uma forma de criar uma identidade de marca responsável e diferenciada, o que pode ser um importante fator competitivo em setores onde a responsabilidade social e ambiental não é obrigatória, mas pode agregar valor.

5 Implicações teóricas e práticas

O estudo possui como implicação teórica, de que a F&A cria sinergias para as empresas, e assim, amplia a compreensão da F&A como um mecanismo que vai além da criação de valor financeiro, atuando também como catalisador para a criação de valor não financeiro. Ao demonstrar seu compromisso com a sustentabilidade e com o impacto social positivo, a empresa estará contribuindo para uma abordagem mais holística de criação de valor, apresentando ao mercado que suas práticas convergem com o que a RSC discute.

O estudo também mostra que a estrutura do board pode contribuir com as práticas ESG das organizações, no qual, conselhos maiores e mais independentes contribuem positivamente para o ESG, ao passo que a dualidade do CEO pode ter efeitos negativos, especialmente em setores sensíveis. Outra implicação teórica, é que o estudo compara empresas de setores sensíveis e não sensíveis, e, evidencia uma nova perspectiva, pois demonstra que a F&A tem impacto positivo no ESG em ambos os setores. Logo, esse resultado desafia a visão convencional de que setores sensíveis estão mais propensos a melhorias em ESG devido à pressão externa, sugerindo que a F&A pode impulsionar práticas sustentáveis.

Como implicação prática, o estudo mostra que ao considerar a F&A como parte de sua estratégia de crescimento, as empresas, devem integrar considerações ESG no processo de due diligence, pois uma F&A cria também valor não financeiro. As empresas em setores sensíveis devem ter maior atenção à governança e transparência pós-F&A, principalmente quando há dualidade no CEO, visto que uma estrutura de governança adequada pode mitigar riscos e melhorar a capacidade de resposta às pressões regulatórias e sociais. Desse modo, os resultados podem sugerir aos gestores, que uma F&A pode auxiliar no desenvolvimento de práticas ESG.

Com os investidores, o estudo contribui evidenciando que após uma F&A, em média, há um aumento das práticas ESG. Assim, esses stakeholders podem priorizar investimentos sustentáveis podem usar esses insights para optar por empresas com maior potencial de investimentos em práticas ESG, visto que isso torna a empresa mais transparente, com menor risco e melhor reputação. Com isso, os investidores podem obter retornos de longo prazo mais estáveis e sustentáveis, uma vez que a melhoria do ESG após uma F&A pode auxiliar a empresa a enfrentar desafios regulatórios e reputacionais.

Ainda, considera-se que como implicação social, este estudo se alinha ao ODS 12 que discute o consumo e produção responsáveis. Este objetivo, além de ter como essência assegurar padrões de produção e de consumo sustentáveis, envolve dentre outras metas, justamente a

Realização

gestão sustentável e o incentivo às empresas para que adotem práticas mais sustentáveis. Desse modo, os resultados desse estudo deixam claro as relações positivas no que tange a realização de fusões e aquisições pelas empresas e as práticas ESG e relações decorrentes.

6 Conclusões

O objetivo deste estudo foi investigar a relação entre fusões e aquisições (F&A) e as características do conselho de administração com o desempenho Environmental, Social, and Governance (ESG) em empresas dos BRICS, distinguindo entre setores sensíveis e não sensíveis. A amostra foi constituída por 11.402 observações relativas a 2.293 empresas de empresas. Os dados foram tratados mediante modelos Generalized Least Square (GLS) e Panel-Corrected Standard Error (PCSE) e regressão logística. Os dados foram divididos em empresas de setores sensíveis e não sensíveis.

Os resultados revelaram que a F&A tem relação positiva com o ESG geral e com os seus componentes. Em relação às variáveis da estrutura do conselho, os resultados mostram que o tamanho tem um efeito positivo, exceto no componente de governança corporativa que a relação foi negativa. A dualidade apresentou relação negativa no ESG geral e no componente de governança, enquanto nos componente ambientais e sociais, a relação foi positiva, exceto nos setores sensíveis que foi não significativa. A independência é positiva em todos os componentes. Portanto, os resultados revelam que os resultados podem variar conforme componente do ESG e conforme se a empresa está em um setor sensível ou não sensível.

O estudo se limita às empresas de capital aberto dos países dos BRICS, não podendo ser generalizados para outros mercados e/ou empresas de capital fechado. O estudo também se limitou aos aspectos quantitativos, não abordando pontos qualitativos dos motivos que levam os gestores a realizarem uma F&A devido aos aspectos ESG das empresas adquiridas. Assim, em futuros estudos sugere uma análise qualitativa, mediante uma survey com gestores para identificar quais os principais motivos que levam às empresas a realizarem uma F&A em decorrência dos aspectos ESG. Além disso, poderia ser realizado um estudo comparativo das F&A entre empresas de mercados emergentes e de mercados desenvolvidos.

Referências

- Abbate, Stefano, Piera Centobelli, Roberto Cerchione, Simon Peter Nadeem, e Emanuela Riccio. 2024. “Sustainability Trends and Gaps in the Textile, Apparel and Fashion Industries”. *Environment, Development and Sustainability* 26(2):2837–64. doi: 10.1007/s10668-022-02887-2.
- Ademi, Bejtush, e Nora Johanne Klungseth. 2022. “Does It Pay to Deliver Superior ESG Performance? Evidence from US S&P 500 Companies”. *Journal of Global Responsibility* 13(4):421–49. doi: 10.1108/JGR-01-2022-0006.
- Adeneye, Yusuf Babatunde, Ines Kammoun, e Siti Nur Aqilah Ab Wahab. 2023. “Capital Structure and Speed of Adjustment: The Impact of Environmental, Social and Governance (ESG) Performance”. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* 14(5):945–77. doi: 10.1108/SAMPJ-01-2022-0060.

Realização

- Akinwande, Michael Olusegun, Hussaini Garba Dikko, e Agboola Samson. 2015. “Variance Inflation Factor: As a Condition for the Inclusion of Suppressor Variable(s) in Regression Analysis”. *Open Journal of Statistics* 05(07):754–67. doi: 10.4236/ojs.2015.57075.
- Aureli, Selena, Sabrina Gigli, Renato Medei, e Enrico Supino. 2020. “The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World Index listed companies”. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 27(1):43–52. doi: 10.1002/csr.1772.
- Ball, Ray, e Philip Brown. 1968. “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”. *Journal of Accounting Research* 6(2):159. doi: 10.2307/2490232.
- Barth, Mary E., William H. Beaver, e Wayne R. Landsman. 2001. “The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View”. *Journal of Accounting and Economics* 31(1–3):77–104. doi: 10.1016/S0165-4101(01)00019-2.
- Berger, P. G., e E. Ofek. 1995. “Diversification’s effect on firm value”. *Journal of Financial Economics* 37(1):39–65. doi: 10.1016/0304-405X(94)00798-6.
- Berwal, Rekha. 2023. “INDIAN TEXTILES INDUSTRY: PROSPECTS AND CHALLENGES—AHEAD”. 11(5).
- Busch, Timo, Peter Bruce-Clark, Jeroen Derwall, Robert Eccles, Tessa Hebb, Andreas Hoepner, Christian Klein, Philipp Krueger, Falko Paetzold, Bert Scholtens, e Olaf Weber. 2021. “Impact Investments: A Call for (Re)Orientation”. *SN Business & Economics* 1(2):33. doi: 10.1007/s43546-020-00033-6.
- Collins, Daniel W., Edward L. Maydew, e Ira S. Weiss. 1997. “Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years”. *Journal of Accounting and Economics* 24(1):39–67. doi: 10.1016/S0165-4101(97)00015-3.
- Cordazzo, Michela, Laura Bini, e Giuseppe Marzo. 2020. “Does the EU Directive on Non-financial Information Influence the Value Relevance of ESG Disclosure? Italian Evidence”. *Business Strategy and the Environment* 29(8):3470–83. doi: <https://doi.org/10.1002/bse.2589>.
- Danso, Albert, Samuel Adomako, Theophilus Lartey, Joseph Amankwah-Amoah, e Diana Owusu-Yirenkyi. 2020. “Stakeholder Integration, Environmental Sustainability Orientation and Financial Performance”. *Journal of Business Research* 119:652–62. doi: 10.1016/j.jbusres.2019.02.038.

Realização

- Dichev, Ilija D., e Vicki Wei Tang. 2009. “Earnings Volatility and Earnings Predictability”. *Journal of Accounting and Economics* 47(1–2):160–81. doi: 10.1016/j.jacceco.2008.09.005.
- Easton, Peter D., e Trevor S. Harris. 1991. “Earnings Asan Explanatory Variable for Returns”. *Journal of Accounting Research* 29(1):19. doi: 10.2307/2491026.
- Eldomiaty, Tarek, Yasmeen Saeed, Rasha Hammam, e Salma AboulSoud. 2019. “The associations between stock prices, inflation rates, interest rates are still persistent: Empirical evidence from stock duration model”. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science* 25(49):149–61. doi: 10.1108/JEFAS-10-2018-0105.
- El-Kassar, Abdul-Nasser, e Sanjay Kumar Singh. 2019. “Green Innovation and Organizational Performance: The Influence of Big Data and the Moderating Role of Management Commitment and HR Practices”. *Technological Forecasting and Social Change* 144:483–98. doi: 10.1016/j.techfore.2017.12.016.
- Elkington, John. 2006. “Governance for Sustainability”. *Corporate Governance: An International Review* 14(6):522–29. doi: 10.1111/j.1467-8683.2006.00527.x.
- EllenMacArthur Foundation. 2017. “A New Textiles Economy: Redesigning Fashion’s Future”. Recuperado 1º de abril de 2024 (<https://www.ellenmacarthurfoundation.org/a-new-textiles-economy>).
- Esty, Daniel C., e Andrew S. Winston. 2006. *Green to Gold: How Smart Companies Use Environmental Strategy to Innovate, Create Value, and Build Competitive Advantage*. New Haven [Conn.]: Yale University Press.
- E-Vahdati, Sahar, Wan Nordin Wan-Hussin, e Mohd Shazwan Mohd Ariffin. 2023. “The Value Relevance of ESG Practices in Japan and Malaysia: Moderating Roles of CSR Award, and Former CEO as a Board Chair”. *Sustainability* 15(3):2728. doi: 10.3390/su15032728.
- Flammer, Caroline. 2015. “Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach”. *Management Science* 61(11):2549–68. doi: 10.1287/mnsc.2014.2038.
- Francis, Jennifer, J. Douglas Hanna, e Linda Vincent. 1996. “Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs”. *Journal of Accounting Research* 34:117. doi: 10.2307/2491429.
- Freeman, R. Edward, e David L. Reed. 1983. “Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance”. *California Management Review* 25(3):88–106. doi: 10.2307/41165018.

Realização

- Freudenreich, Birte, Florian Lüdeke-Freund, e Stefan Schaltegger. 2020. “A Stakeholder Theory Perspective on Business Models: Value Creation for Sustainability”. *Journal of Business Ethics* 166(1):3–18. doi: 10.1007/s10551-019-04112-z.
- Friede, Gunnar, Timo Busch, e Alexander Bassen. 2015. “ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies”. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5(4):210–33. doi: 10.1080/20430795.2015.1118917.
- Gonçalves, Tiago Cruz, João Dias, e Victor Barros. 2022. “Sustainability Performance and the Cost of Capital”. *International Journal of Financial Studies* 10(3):63. doi: 10.3390/ijfs10030063.
- Gracia, O., e S. V. Siregar. 2021. “Sustainability practices and the cost of debt: Evidence from ASEAN countries”. *Journal of Cleaner Production* 300. doi: 10.1016/j.jclepro.2021.126942.
- Guay, Wayne R., S. P. Kothari, e Ross L. Watts. 1996. “A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models”. *Journal of Accounting Research* 34:83. doi: 10.2307/2491427.
- Harinurdin, Erwin. 2023. “The Influence of Financial Ratio and Company Reputation on Company Stock Prices Financial Sector”. *Proceedings* 83(1):47. doi: 10.3390/proceedings2022083047.
- Hichri, Abir. 2023. “Audit Quality, Value Relevance, Integrated Reporting and the Moderating Role of Business Ethics: Evidence from European ESG Firms”. *Review of Accounting and Finance* ahead-of-print(ahead-of-print). doi: 10.1108/RAF-03-2023-0073.
- Hossain, Laila, Sumit Kanti Sarker, e Mohidus Samad Khan. 2018. “Evaluation of Present and Future Wastewater Impacts of Textile Dyeing Industries in Bangladesh”. *Environmental Development* 26:23–33. doi: 10.1016/j.envdev.2018.03.005.
- Jensen, Michael C. 1986. “Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.99580.
- Kar, Mausumi. 2015. *The Indian Textile and Clothing Industry: An Economic Analysis*. New Delhi: Springer India.
- Khan, Muhammad Arif. 2022. “ESG Disclosure and Firm Performance: A Bibliometric and Meta Analysis”. *Research in International Business and Finance* 61:101668. doi: 10.1016/j.ribaf.2022.101668.
- Kim, Sang, e Zhichuan (Frank) Li. 2021. “Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance”. *Sustainability* 13(7):3746. doi: 10.3390/su13073746.

Realização

- Kong, Lingfu, Minhas Akbar, e Petra Poulova. 2023. “The Role of Environment, Social, and Governance Performance in Shaping Corporate Current and Future Value: The Case of Global Tech Leaders”. *Sustainability* 15(17):13114. doi: 10.3390/su151713114.
- Kotsantonis, Sakis, e George Serafeim. 2019. “Four Things No One Will Tell You About ESG Data”. *Journal of Applied Corporate Finance* 31(2):50–58. doi: 10.1111/jacf.12346.
- Kwon, Hyeok-Gi, e Heejeong Shin. 2022. “A Study on the Relationship between ESG Performance Information and Value-Relevance: Focusing on Travel & Tourism Industry in Korea”. *Journal of Global Business and Trade* 18(6):79–96. doi: 10.20294/jgbt.2022.18.6.79.
- Liu, Ting, e Xuejiao Cao. 2024. “Going Green: How Executive Environmental Awareness and Green Innovation Drive Corporate Sustainable Development”. *Journal of the Knowledge Economy*. doi: 10.1007/s13132-024-01788-1.
- Liu, Xinlai, Yu Yang, Yishuo Jiang, Yelin Fu, Ray Y. Zhong, Ming Li, e George Q. Huang. 2023. “Data-Driven ESG Assessment for Blockchain Services: A Comparative Study in Textiles and Apparel Industry”. *Resources, Conservation and Recycling* 190:1–14. doi: 10.1016/j.resconrec.2022.106837.
- Luo, Di. 2022. “ESG, liquidity, and stock returns”. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 78:1–21. doi: 10.1016/j.intfin.2022.101526.
- Miralles-Quirós, María Mar, José Luis Miralles-Quirós, e Jesús Redondo Hernández. 2019. “ESG Performance and Shareholder Value Creation in the Banking Industry: International Differences”. *Sustainability* 11(5):1404. doi: 10.3390/su11051404.
- Miralles-Quirós, María Mar, José Luis Miralles-Quirós, e Luis Miguel Valente Gonçalves. 2018. “The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case”. *Sustainability* 10(3):574. doi: 10.3390/su10030574.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, e Robert W. Vishny. 1988. “Management Ownership and Market Valuation”. *Journal of Financial Economics* 20:293–315. doi: 10.1016/0304-405X(88)90048-7.
- Myers, Stewart C. 1977. “Determinants of Corporate Borrowing”. *Journal of Financial Economics* 5(2):147–75. doi: 10.1016/0304-405X(77)90015-0.
- Ni, Yinan, e Yanfei Sun. 2023. “Environmental, social, and governance premium in Chinese stock markets”. *Global Finance Journal* 55:100811. doi: 10.1016/j.gfj.2023.100811.
- Ohlson, James A. 1995. “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation*”. *Contemporary Accounting Research* 11(2):661–87. doi: 10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x.

Realização

- Penman, Stephen H. 2007. “Financial Reporting Quality: Is Fair Value a plus or a Minus?” *Accounting and Business Research* 37(sup1):33–44. doi: 10.1080/00014788.2007.9730083.
- Potharla, Srikanth, Neeraj Kumar, Pooja Choudhary, e Surya Kumari Turubilli. 2024. “Is ESG Data Financially Viable? A Case of Stock Price Synchronicity”. *Management and Labour Studies* 49(1):62–81. doi: DOI: 10.1177/0258042X231181758.
- Sahlian, Daniela Nicoleta, Adriana Florina Popa, Viorel Costin Banța, Claudia Mihaela Răpan, e Silviu Cornel Virgil Chiriac. 2023. “The Value Relevance of Financial Performance and ESG Scores During Tumultuous Economic Periods”. *Eastern European Economics* 0(0):1–19. doi: 10.1080/00128775.2023.2225500.
- Sakamoto, Maiko, Tofayel Ahmed, Salma Begum, e Hamidul Huq. 2019. “Water Pollution and the Textile Industry in Bangladesh: Flawed Corporate Practices or Restrictive Opportunities?” *Sustainability* 11(7):1951. doi: 10.3390/su11071951.
- Santos, Geovane Camilo dos, e Marcelo Tavares. 2023. “Qual o papel do ESG no value relevance? evidências na América Latina no período da pandemia”. *Advances in Scientific and Applied Accounting* 121–45. doi: 10.14392/asaa.2023160206.
- Song, Chang Joon, Wayne B. Thomas, e Han Yi. 2010. “Value Relevance of FAS No. 157 Fair Value Hierarchy Information and the Impact of Corporate Governance Mechanisms”. *The Accounting Review* 85(4):1375–1410. doi: 10.2308/accr.2010.85.4.1375.
- Sousa, Diana, e Alexandra Nobre. 2022. “Microplásticos um Mega problema”. *Correiominho.pt*, outubro 29, 23.
- Toniollo, Michele, Natália Piva Zancan, e Caroline Wüst. 2015. “Indústria Têxtil: Sustentabilidade, Impactos e Minimização”. P. 1–5 em *Congresso Brasileiro de Gestão Ambiental*. Vol. 6. Porto Alegre: IBEAS.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative. 2005. “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment”. (October).
- Yuen, Mui Kuen, Thanh Ngo, Tu D. Q. Le, e Tin H. Ho. 2022. “The environment, social and governance (ESG) activities and profitability under COVID-19: evidence from the global banking sector”. *Journal of Economics and Development* 24(4):345–64. doi: 10.1108/JED-08-2022-0136.
- Zhou, Guangyou, Lian Liu, e Sumei Luo. 2022. “Sustainable Development, ESG Performance and Company Market Value: Mediating Effect of Financial

Realização

Performance”. *Business Strategy and the Environment* 31(7):3371–87. doi:
10.1002/bse.3089.

Zuraida, Zuraida, Muhammad Nurul Houqe, e Tony Van Zijl. 2018. “Value relevance of environmental, social and governance disclosure”. em *Research Handbook of Finance and Sustainability*, organizado por S. Boubaker, D. Cumming, e D. K. Nguyen. Edward Elgar Publishing.

Realização