

**O ESTADO DA ARTE DA CRIAÇÃO DE VALOR NAS F&A: UM ESTUDO
BIBLIOMÉTRICO (1972-2021)**

ISABEL TASSIANE ALVES SEVERINO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)

Agradecimento à órgão de fomento:
Agradeço a agência de fomento CNPq.

O ESTADO DA ARTE DA CRIAÇÃO DE VALOR NAS F&A: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO (1972-2021)

1. INTRODUÇÃO

Muitas organizações de diferentes setores têm adotado operações de fusões e aquisições (F&A) como forma estratégica de obtenção de vantagens competitivas e busca de uma maior eficiência. O termo “fusões e aquisições” faz referência à fusão dos direitos de propriedade de duas ou mais empresas, ou ainda, na aquisição total ou parcial dos direitos de propriedades de outra empresa (Akpan, Aik, Wanke e Chau, 2018; Akpan, Wanke, Chen e Antunes, 2020). As fusões e aquisições constituem estratégias interessantes para adequar o porte e as estruturas das organizações às condições do mercado (Matias & Pasin, 2001). Através dos processos de fusão e aquisição as organizações almejam alcançar a redução nos custos, o aumento da lucratividade e da rentabilidade, ganhar maior visibilidade, o fortalecimento da marca, a ampliação do mercado, a redução de riscos, dentre outros objetivos que visam aumentar a eficiência das organizações.

A teoria da firma sustenta os motivos que as organizações adotam processos de fusões e aquisições (Camargos & Coutinho, 2008). Há três diferentes motivos que levam as organizações a adotarem as operações de fusões e aquisições, que são a busca por sinergia, o motivo da agência e a arrogância. Porém, há certa dificuldade em identificar de forma clara os motivos que levam as empresas a adotarem esses processos, visto que diferentes motivos podem estar presentes na mesma operação (Berkovitch & Narayanan, 1993). Quando as empresas aderem a esses processos, motivadas por buscas de sinergia, elas visam criação de valor para a empresa e para seus acionistas. Almejando o aumento da lucratividade e rentabilidade das organizações. Na busca por sinergias essas operações de fusão e aquisição almejam a redução de custos, através da expansão das fronteiras horizontais e verticais das organizações, possibilitando a obtenção de economias de escala e de escopo.

Porém, muitas dessas operações podem ser mal sucedidas, não conseguindo alcançar os seus objetivos iniciais. Chegando até mesmo a destruir valor para as organizações envolvidas e para seus acionistas. As reorganizações malfeitas podem não acarretar em ganhos de eficiência e sinergias, podendo gerar ainda mais custos para as organizações (Matias & Pasin, 2001). Assim, percebe-se a importância de analisar as operações de fusões e aquisições, conhecendo o que leva as empresas a adotarem tais ações e o impacto para as organizações envolvidas e para o acionista. Alguns autores analisam a criação ou destruição de valor para a firma (Bahadir, Bharadwaj e Srivastava, 2008; Dos Santos, Errunza e Miller, 2008; Hitt, King, Krishnan, Makri, Schijven, Shimizu e Zhu, 2009; Swaminathan, Murshed e Hulland, 2008; Du e Boateng, 2015; Rahman e Lambkin, 2015; Rahman, Lambkin e Hussain, 2016; Alexandridis, Antypas e Travlos, 2017; Amewu e Alagidede, 2018). Outros autores analisam a criação ou destruição de valor para o acionista (Alexandridis, Antypas e Travlos, 2017; Swaminathan, Murshed e Hulland, 2008; Alexandridis, Antypas e Travlos, 2017; Cho e Ahn, 2017). Porém, as pesquisas existentes que analisam operações de fusões e aquisições são muito generalizadas e apresentam contradições (Matias & Pasin, 2001).

O presente estudo possui como objetivo conhecer o estado da arte das produções acadêmicas que tratam das fusões e aquisições relacionadas à criação de valor. Empiricamente, busca-se mapear e analisar as produções científicas existentes sobre as operações de Fusões e Aquisições e suas consequências para a firma, como a criação de valor, a redução de custos e a lucratividade. Para atingir os objetivos propostos, foi realizado um levantamento e análise bibliométrica dos estudos indexados na base de dados *Web of Science*® publicados no período de 1972 a 2021. Este estudo contribui para a ampliação do conhecimento do campo ao demonstrar a trajetória das pesquisas científicas sobre o tema e

também para a identificação de lacunas, a fim de gerar insights para pesquisas futuras.

2. REVISÃO DA LITERATURA

O crescimento das operações de fusões nas últimas décadas foi impulsionado por mudanças econômicas e culturais na sociedade, destacando-se as forças advindas pelas mudanças tecnológicas; pela busca por maior eficiência das organizações ao desejar alcançar a economia de escala e de escopo; pela globalização; pelo livre comércio e pelas mudanças nas organizações industriais (Weston, Siu & Johnson, 2001). Vários questionamentos são levantados a respeito das operações de fusão e aquisição, questionam-se elas são benéficas ou não. Há quem afirme que essas operações são capazes de aumentar o valor e a eficiência das organizações, além de aumentar o valor para o acionista; para outros, como as empresas já são eficientes, não há melhorias no desempenho delas após o processo de aquisição; há ainda aqueles que afirmam que as operações de F&A são atividades especulativas capazes de aumentar indevidamente as dívidas e corroer o patrimônio, provocando uma instabilidade econômica (Weston, Siu & Johnson, 2001).

As origens teóricas das fusões e aquisições são fundamentadas nas teorias de origem e crescimento da firma (Camargos e Barbosa, 2009). Já que grande parte das empresas que entram nessas operações em busca da criação de valor para a firma e para os acionistas. A criação de valor pode ser compreendida como o resultado de ações corporativas que elevam o valor de bens, serviços e negócios (Akpan, et. al., 2020). As empresas comumente buscam as F&A movidas pelo desejo de crescimento nas receitas, redução de custos, maiores lucros, expansão de mercados, diversificação de produtos e melhores resultados (Rahman e Lambkin, 2015; Rahman, Lambkin e Hussain, 2016).

Muitas organizações aderem operações de fusões e aquisições em busca da redução de custos, que podem ser alcançadas por meio da economia de escala e de escopo. A economia de escala consiste na economia de custos obtida por meio do aumento de produção (Seth, 1990). Segundo Swaminathan, Murshed e Hulland (2008), operando no mesmo mercado é possível eliminar a gestão pouco eficiente, melhorar a distribuição, ampliar a variedade de produtos, tornar-se mais competitivo, melhorar a eficiência dos custos e combinar recursos semelhantes. Já a economia de escopo ocorre quando uma empresa consegue produzir diferentes bens, com um custo inferior às empresas que produzem um único bem (Seth, 1990). Ou seja, a economia de escopo pode ser obtida através da diversificação de mercado (Swaminathan, Murshed e Hulland, 2008). As economias de escala e de escopo são benéficas às organizações, proporcionando a redução de custos de captação com instituições financeiras e geram ganhos produtivos (Akpan, et. al., 2020). As economias de escala e de escopo possuem como principais fontes as indivisibilidade e diluição de custos fixos, o aumento da produtividade de insumos variáveis, maior eficiência dos estoques e a lei do quadrado do cubo (Besanko, et. al., 2006). Essas fontes principais são ligadas a área da produção. Há também outras fontes, consideradas como fontes especiais de economias de escala e de escopo. As fontes especiais estão ligadas a outras áreas que não são da produção. As fontes especiais são economia de escala e escopo em compras, marketing e em pesquisa e desenvolvimento (Besanko, et. al., 2006).

Apesar de desejáveis pelos gestores, nem sempre as economias de escala e de escopo existem em processos de fusões e expansões (Besanko, et. al., 2006). Pois, as empresas se deparam com situações na qual o aumento do tamanho das firmas podem gerar ineficiências, como por exemplo, as resultantes por aumento nos custos como o de mão de obra, maior burocracia e redução de recursos especializados (Besanko, et. al., 2006). É complexa a relação entre integração econômica e lucratividade, principalmente nos casos de fusões internacionais, já que as fusões e aquisições nem sempre podem resultar em aumento de lucratividade (Bjorvatn, 2004).

A construção ou destruição de valor é dependente de diversos fatores. Segundo Amewu e Alagidede (2018), os retornos das operações de fusões e aquisições podem ser influenciados pela assimetria de informações, natureza da aquisição, forma escolhida de pagamento e tipo da indústria. Para Swaminathan, Murshed e Hulland (2008) e Hitt, et. al. (2009), o que determinará a construção ou destruição de valor é o alinhamento da ênfase estratégica. Com objetivo de evitar falhas nas F&A e possíveis destruições de valor, uma etapa fundamental que deve ser feita com cautela pela a empresa licitante é a de análise da empresa-alvo, verificando se ela possui o potencial sinérgico desejado e os atributos relevantes que complementam a incorporadora (Hitt, et. al., 2009; Akpan, et. al. 2018). Para evitar falhas também é importante evitar pagar prêmios muito altos (Hitt, et. al., 2009). Porém, muitas vezes é difícil avaliar o nível sinérgico, principalmente quando se trata da criação de valor no longo prazo (Akpan, et. al., 2020).

3. METODOLOGIA

Este estudo consiste em uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa. Realizada a partir de uma análise bibliométrica de publicações relacionadas a operações de fusões e aquisições e suas consequências, criação de valor, redução de custos e lucratividade. A opção pela coleta por meio de técnica bibliométrica foi decorrente de essa técnica ser útil para analisar grande volume de informações, já que não seria viável utilizar o procedimento de análise de conteúdo (Pinto, Serra e Ferreira, 2014).

Para a análise bibliométrica foram verificados os artigos e reviews que estavam indexados na base de dados *Web of Science*® da *Thomson Reuters* no momento da busca. A escolha da base foi decorrente da *Web of Science*® ser uma das bases mais completas (Pinto, Serra e Ferreira, 2014), possuir um rigoroso processo de avaliação dos trabalhos antes da sua indexação garantindo confiabilidade, ser uma plataforma multidisciplinar que permite rastrear ideias entre as disciplinas e entre os tempos, com aproximadamente 1.9 bilhão de referências citadas e seus registros ultrapassam 171 milhões (Clarivate, 2021).

Os estudos bibliométrico possuem como objetivo identificar as redes de produção intelectual, verificar temas emergentes, identificar as principais correntes teóricas, os principais autores do campo, a trajetória das publicações, e mapear as áreas do conhecimento (Pinto, Serra e Ferreira, 2014; Liu et. al. 2013).

Para garantir o rigor científico e a transparência, foi utilizado um framework de pesquisa adaptado de Prado et. al. (2016). Assim, para a realização da pesquisa, passou-se por algumas etapas, como pode ser observado na tabela 1. É importante ressaltar que as etapas não são lineares, podendo ser utilizadas em ordem diferente da especificada no framework.

Tabela 1 – Framework de pesquisa

Etapas	Descrição
Escolha do objeto de análise e da base de pesquisa científica	a) Definição do campo científico e teórico do trabalho; b) Delimitação dos objetivos do trabalho; c) Escolha das bases científicas para as buscas dos artigos.
Procedimentos de busca	a) Definição dos termos de busca para localizar os periódicos; b) Definição os operadores para uma pesquisa avançada; c) Definição dos filtros de busca.
Coleta e organização dos dados	a) Definição do <i>software</i> de análise bibliométrica; b) <i>Download</i> das referências para o <i>software</i> de análise c) Importação dos arquivos para o <i>software</i> de análise.
Análise da produção científica da amostra (<i>Research front</i>)	a) Análise do volume das publicações ao longo do tempo; b) Análise de citações dos artigos da amostra; c) Análise dos periódicos com maior volume de publicação; d) Análise da origem dos artigos da amostra;

	e) Análise das principais palavras-chaves f) Análise dos clusters referente as categorias da <i>Web of Science</i> g) Análise das principais obras h) Análise de tendências
Análise da rede de cocitações das obras da amostra (<i>Intellectual base</i>)	a) Análise da rede de cocitações dos trabalhos. b) Análise da rede de cocitações dos periódicos.

Fonte: Adaptado de (PRADO et. al., 2016).

Os termos de busca utilizados na pesquisa foram “Merger* Acquisition*”, “M&A”, “valu*, profit*, cost*, scal*, scop*”. Foram utilizados os operadores booleanos “*” para que fosse possível abranger possíveis variações das palavras. Foram utilizados também os conectores booleanos “OR” para abranger os sinônimos na busca, e os operadores. “AND” como exigência para que os termos aparecessem juntos na busca. Em português os termos podem ser traduzidos com fusão e aquisição, F&A, valor, lucratividade, custos, escala e escopo. Na busca realizada foi realizada a busca de todos os termos nos títulos e o termo “Merger e Acquisition” também foi buscado nos tópicos. A string de busca utilizada foi a seguinte:

((TI=(Merger* NEAR/1 Acquisition*)) OR (TI=(“M&A\$”) AND TS=(Merger* NEAR/1 Acquisition*))) AND TI=(valu* OR profit* OR cost* OR scal* OR scop*)

Após a busca foi realizado um refinamento dos trabalhos selecionando apenas *articles* e *review*, os trabalhos de outros tipos foram excluídos da análise. Foram analisados todos os *articles* e *reviews* de todos os idiomas, todas as áreas e de todos os anos disponíveis na base de dados. O período de publicação dos trabalhos identificados foi de 1972 a 2021, totalizando 116 obras. Para organização e análise dos dados foram utilizados os softwares *Microsoft Excel*®, *EndNote*,® e para o processamento e a análise foram utilizados o software *Bibliometrix*.

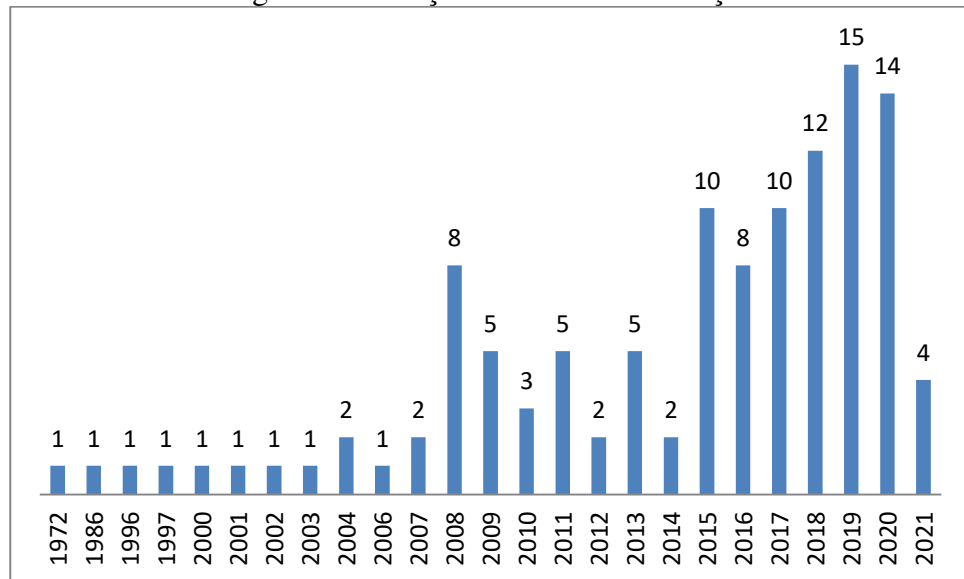
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados e discutidos os resultados da busca da pesquisa. Os resultados são subdivididos em duas partes, a primeira apresenta a análise da produção científica (*Research front*), já a segunda parte apresenta a rede de cocitações (*Intellectual base*).

4.1 Análise da produção científica (Research front)

A figura 1 apresenta a distribuição das 116 publicações ao longo dos anos, de 1972 a 2021. A primeira obra que trata da temática foi publicada no “Financial Executive” em 1972 por Heath, com o título “Valuation Factors and Techniques in Mergers and Acquisitions”. Pode-se perceber um lapso temporal entre as primeiras publicações. A segunda publicação ocorreu em 1986 com o título “HRD Value in Mergers and Acquisitions” e a terceira ocorreu em 1996 com o título “The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions”. Foi possível observar um crescimento do volume de publicações nos últimos anos, destacando-se com maior volume o ano de 2019 com quinze publicações, seguido pelo ano de 2020 com quatorze e o ano de 2018 com doze publicações. É importante observar que volume de publicações no ano de 2021 pode ser ainda maior, pelo fato da coleta de dados ter ocorrido no mês de junho do mesmo ano, não contemplando o período completo de 2021.

Figura 1: Evolução Anual das Publicações



Fonte: Dados da pesquisa 2021.

Observando a evolução anual das publicações, é possível perceber que os anos de 2008 e 2015 foram os que apresentaram os maiores crescimentos de publicações comparados aos outros anos. O pico em 2008 pode ser explicado pela crise econômica, a qual impulsionou as operações de fusões e aquisições, com isso autores preocuparam-se em desenvolver estudos que analisassem a criação de valor nas F&A.

Foi realizada uma análise de citações de artigos da amostra, com a finalidade de identificar as principais referências do campo. Os artigos mais citados foram o “Financial Value of Brands in Mergers and Acquisitions: Is Value in the Eye of the Beholder?” com 104 citações, o “The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions” com 102 citações e o “State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms” com 82 citações totais. Como pode ser observado na tabela 1.

Tabela 1: Análise de citações de artigos

Títulos	Autores	Periódicos	Ano	Total de citações	Média Anual
Financial Value of Brands in Mergers and Acquisitions: Is Value in the Eye of the Beholder?	Bahadir, S. Cem; Bharadwaj, Sundar G.; Srivastava, Rajendra K.	JOURNAL OF MARKETING	2008	104	7,43
The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions	VanderVennet, R	JOURNAL OF BANKING & FINANCE	1996	102	3,92
State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms	Du, Min; Boateng, Agyenim	INTERNATIONAL BUSINESS REVIEW RESEARCH-TECHNOLOGY MANAGEMENT	2015	82	11,71
Using patent citation analysis to target/value M&A candidates	Breitzman, A; Thomas, P	TECHNOLOGY MANAGEMENT	2002	73	3,65

Costs and benefits of friendly boards during mergers and acquisitions	Schmidt, Breno	JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS	2015	70	10
Economic integration and the profitability of cross-border mergers and acquisitions	Bjorvatn, K	EUROPEAN ECONOMIC REVIEW	2004	66	3,67
Value creation following merger and acquisition announcements: The role of strategic emphasis alignment	Swaminathan, Vanitha; Murshed, Feisal; Hulland, John	JOURNAL OF MARKETING RESEARCH	2008	62	4,43
Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs	Hijzen, Alexander; Goerg, Holger; Manchin, Miriam	EUROPEAN ECONOMIC REVIEW	2008	58	4,14
Cross-Business Information Technology Integration and Acquirer Value Creation in Corporate Mergers and Acquisitions	Tanriverdi, Hueseyin; Uysal, Vahap Buelent	INFORMATION SYSTEMS RESEARCH	2011	53	4,82
When the Target May Know Better: Effects of Experience and Information Asymmetries on Value From Mergers and Acquisitions	Cuypers, Ilya R. P.; Cuypers, Youtha; Martin, Xavier	STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL	2017	48	9,6

Fonte: Dados da pesquisa 2021.

O artigo mais citado da amostra, “Financial Value of Brands in Mergers and Acquisitions: Is Value in the Eye of the Beholder?” de Bahadir, Bharadwaj e Srivastava (2008), é da área de marketing e utiliza como referência a teoria da visão baseada em recursos. O artigo possui como objetivo identificar o impacto das características da empresa alvo e da adquirente no valor atribuído ao portfólio da marca da empresa alvo em F&A. O valor da marca é considerado como o valor presente dos fluxos de caixa futuros que se acumulam para a oferta de uma marca. Os resultados deste estudo evidenciam que a capacidade de marketing e de diversificação de portfólio de marcas possui valor positivo na marca da empresa alvo. Quando as fusões e aquisições ocorrem por motivos sinérgicos, a capacidade de marketing e de diversificação do portfólio possui um impacto positivo menor no valor da marca do que quando a F&A ocorre por motivos não sinérgicos.

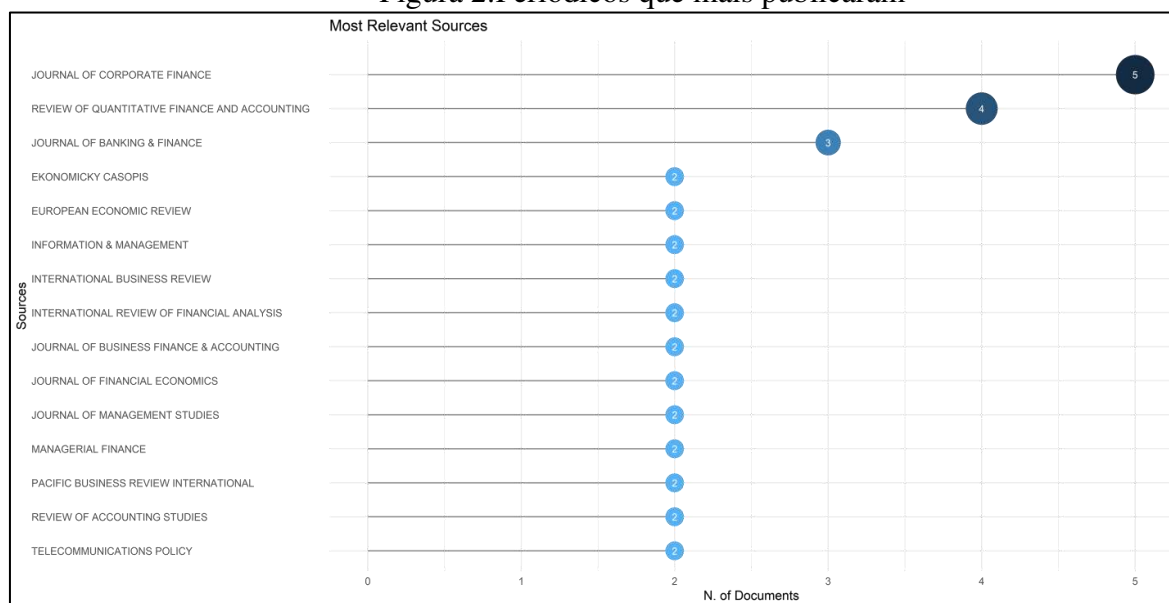
O segundo artigo mais citado, “The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions”, de Vander Vennet (1996), analisa o efeito do desempenho das fusões e aquisições em instituições de crédito. Nos resultados do estudo os autores encontraram que as fusões domésticas, entre parceiros do mesmo tamanho, aumentam consideravelmente o desempenho dos bancos que passaram pelo processo de fusão. Também foi evidenciado que as aquisições internacionais melhoram a eficiências dos custos.

O terceiro artigo, “State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms”, de Du e Boateng (2015), faz uma análise das firmas estatais por meio da teoria institucional. O trabalho investiga o efeito da propriedade estatal e os fatores institucionais no valor da firma. O objetivo do trabalho foi analisar se o envolvimento do governo, por meio de empresas estatais, cria valor na aquisição de empresas chinesas e também examina o impacto de instituições sobre o valor para os acionistas das empresas chinesas adquirentes. Os resultados evidenciaram retornos anormais para adquirentes chinesas, mostrando que os mercados de ações reagem de modo positivo aos anúncios de aquisições, e de modo geral, há a criação de valor para os acionistas.

É importante destacar que o artigo mais citado não é o que possui maior média de citações anual. O artigo com maior média anual foi o “State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms” com uma média de 11,71 citações por ano e que ficou em terceiro lugar no ranking de citações totais. Tal fato se justifica pela diferença de citações em determinados períodos, pois foram publicados em datas diferentes.

Nos trabalho foram identificados os principais periódicos que possuem o maior volume de publicações na amostra. Dentre os periódicos que tratam do tema há a predominância da área de finanças empresariais, negócios, gestão e economia. Como pode ser observado na figura 2.

Figura 2: Periódicos que mais publicaram

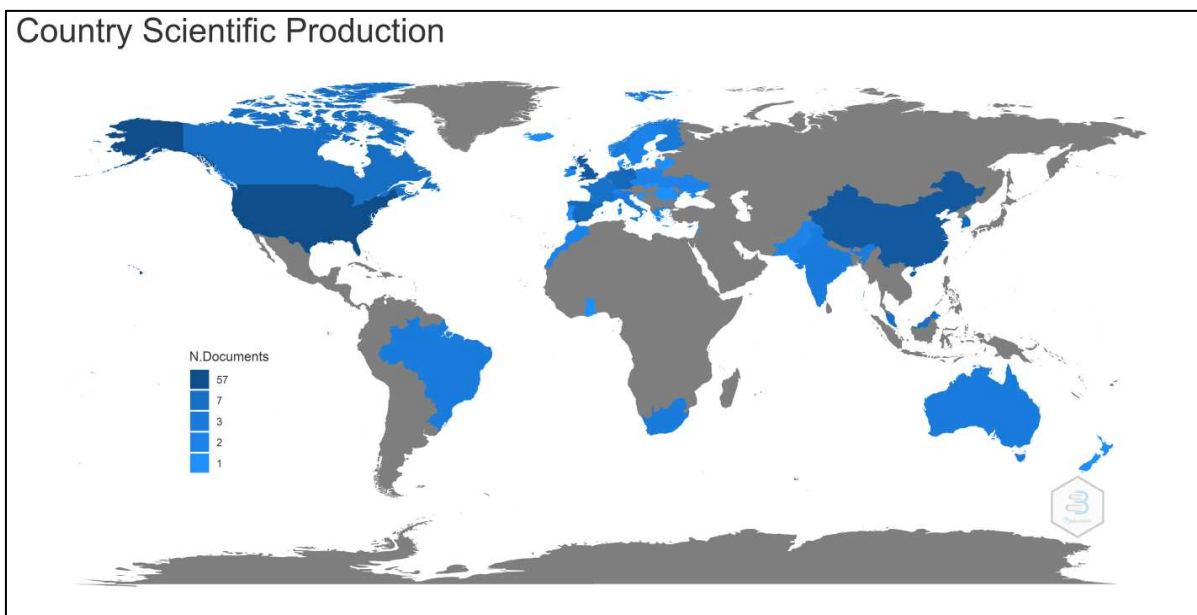


Fonte: Dados da pesquisa 2021.

Na figura 2 é possível identificar os principais periódicos que possuem o maior volume de publicações na amostra. Dentre os periódicos que tratam do tema há a predominância da área de finanças empresariais, negócios, gestão e economia. Foi identificado que o principal periódico é o “Journal of Corporate Finance” com 5 publicações, seguido pelo Review of Quantitative Finance and Accounting com 4 publicações e o Journal of Banking Finance com 3 publicações.

Foram mapeados os países com maior representatividade na amostra. Foi possível observar que o país que realizou o maior número das pesquisas publicadas foi os Estados Unidos com 57 documentos. O Reino Unido ocupa a segunda posição com 29, seguido pela China com 26, Alemanha com 11, Coreia do Sul e Espanha com 10. O Brasil ocupa a 14ª posição com 3 publicações. A distribuição das publicações por país pode ser observada na figura 3.

Figura 3: Produção científica por país



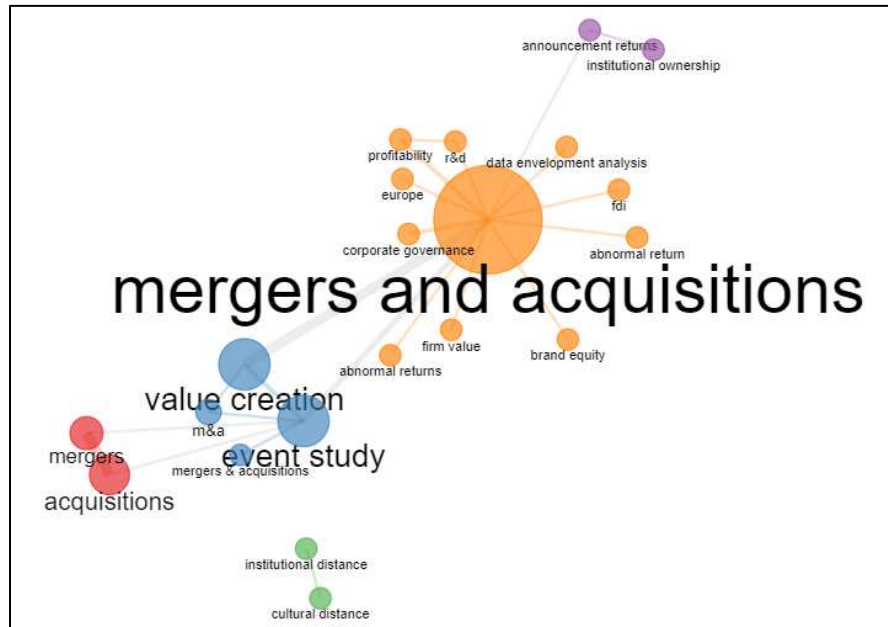
Fonte: Dados da pesquisa 2021.

As três publicações encontradas que possuem autores brasileiros foram “Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais” de Camargos e Barbosa (2009); “Unveiling the Endogenous Relationship Between Technical Efficiency and Value Creation in Mergers and Acquisitions in Nigeria” (Akpan, et. al., 2020); “Exploring the long-term trade-off between efficiency and value creation in horizontal M&As: Evidence from Nigeria” (Akpan, et. al., 2018). Um aspecto que pode ser observado é que apesar das três publicações possuírem coautores brasileiros, apenas uma analisa as fusões e aquisições de empresas brasileiras.

Camargos e Barbosa (2009) investigaram se no contexto brasileiro, as fusões e aquisições resultam em sinergias operacionais e se há a criação de valor para o acionista. Os autores encontraram em suas análises que as F&A resultaram em sinergias operacionais, na criação de valor para a firma e para os acionistas. Akpan, et. al., (2018) analisaram o impacto no desempenho operacional das F&A horizontais voluntárias na Nigéria de 1995 a 2012. Os resultados mostram uma significativa melhoria na eficiência técnica dos licitantes e das empresas alvo. O trabalho de Akpan, et. al. (2020) é complementar ao de Akpan et. al. (2018), possui como objetivo analisar o desempenho em longo prazo de F&A horizontais de empresas listadas na bolsa de valores nigeriana, observando o desempenho dos licitantes, dos alvos e das empresas resultantes das operações. Os resultados de Akpan, et. al. (2020) evidenciaram que as variáveis contextuais possuem impacto significativo na eficiência e no retorno, além do mais, em alguns momentos do processo de fusão há um trade-off entre eficiência e criação de valor.

Com a finalidade de conhecer os principais enfoques do campo, foi realizada a análise das palavras-chaves. Essa análise possibilitou identificar que a palavra-chave com maior ocorrência foi “*Mergers and acquisitions*”. Outros termos que também receberam destaque foram “*value creation*” e “*event study*”, conforme figura 4.

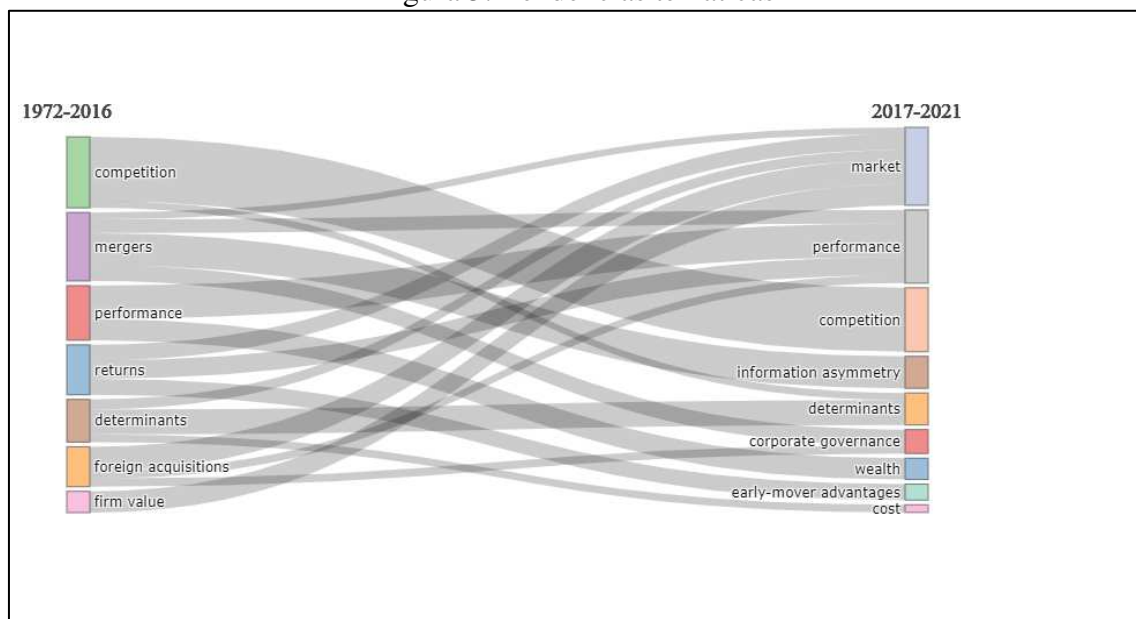
Figura 4: Rede de palavras-chaves



Fonte: Dados da pesquisa 2021.

Ao fazer a análise da evolução temática foi possível perceber uma mudança de tendência de pesquisa ao longo do tempo. Entre 1972 a 2016 percebe-se que os principais temas abordados eram “competition, mergers, performance, returns, determinants, foreign acquisitions, firm value”, que no português pode ser traduzidos como “concorrência, fusões, desempenho, retornos, determinantes, aquisições estrangeiras, valor da empresa”. Entre 2017 a 2021 houve uma mudança nas principais temáticas abordadas, acrescentando novos temas e conservando alguns. Nesse último período passou-se a abordar mais os temas “market, performance, competition, information asymmetry, determinants, corporate governance, wealth, early-mover advantages, cost”, que podem ser traduzidos como “mercado, desempenho, competição, assimetria de informação, determinantes, governança corporativa, riqueza, vantagens do pioneirismo e custo”. O principal tema abordado de 1972 a 2016 foi “competitividade” e de 2017 a 2021 passou a ser “mercado”. Conforme figura 5.

Figura 5: Tendências temáticas

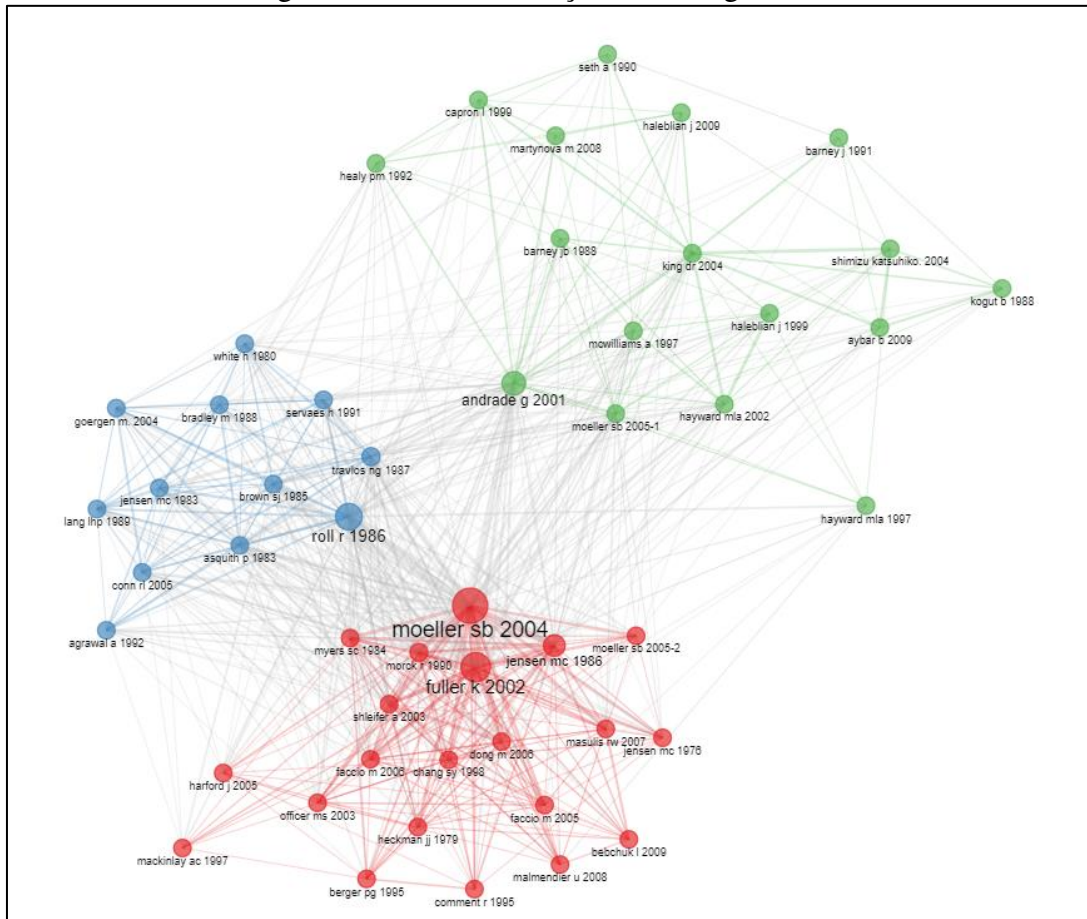


Fonte: Dados da pesquisa 2021.

4.2 Análise da rede de citações (Intellectual base)

A base intelectual permite analisar a rede de citações das referências, com o objetivo de encontrar as obras que possuam uma influência relevante nos novos trabalhos do campo. Na figura 6 é possível observar as obras mais relevantes citadas pelos trabalhos da amostra.

Figura 6: Rede de citações dos artigos mais citados.



Fonte: Dados da pesquisa 2021.

A análise dos artigos mais citados evidencia que as obras com maior destaque foram a de Moeller (2004), Fuller (2002), Roll (1986) e Andrade (2001). Esses dados evidenciam a representatividade e importância dessas obras para o desenvolvimento teórico sobre a criação e destruição de valor nas fusões e aquisições. Na base intelectual também foi analisado a rede de citações dos periódicos mais citados, conforme a figura 7.

Figura 7: Rede de citações dos periódicos mais citados

sobre o tema.

Ao analisar os estudos existentes percebe-se que não há um consenso se as operações de fusões e aquisições são benéficas ou não, se geram ou destroem valor, tanto para a firma quanto para os acionistas. Os trabalhos da amostra possuem como referência diferentes teorias, por exemplo, a teoria da visão baseada em recursos (Bahadir, Bharadwaj e Srivastava, 2008; Swaminathan, Murshed e Hulland, 2008), a teoria institucional (Du e Boateng, 2015), a teoria da agência (Cho e Ahn, 2017), dentre outras. Mas é perceptível que as diferentes teorias conversam com a teoria da firma e que o principal questionamento nos estudos de F&A é sobre a criação ou destruição de valor. Ao longo dos anos percebe-se uma mudança no enfoque dado pelas pesquisas, apresentando como temas emergentes questões ligadas a mercado, desempenho, competição, assimetria de informação, determinantes, governança corporativa, riqueza, vantagens do pioneirismo e custo.

Foi possível observar que a preocupação em estudar a criação e a destruição de valor se concentra na área de finanças e que as pesquisas existentes são orientadas predominantemente para países desenvolvidos. Na amostra três publicações possuem coautores brasileiros, porém percebe-se que apenas uma publicação é voltada para o estudo das F&A do Brasil. Assim, percebe-se como lacuna deixada pelas pesquisas existentes, a necessidade de desenvolver novos estudos dando uma maior atenção aos países emergentes, como é o caso do Brasil.

Este estudo contribuiu para a ampliação do conhecimento do campo ao demonstrar a trajetória das pesquisas científicas sobre o tema, e também serve com base para o desenvolvimento de novos trabalhos. Esse trabalho possui como limitação ter analisado apenas uma base de dados, a *Web of Science*®. Para pesquisas futuras sugere-se analisar outras bases de dados e também a realização de trabalhos empíricos em países emergentes.

REFERÊNCIAS

- Akpan, M., Aik, N., Wanke, P. & Chau, W. (2018), "Exploring the long-term trade-off between efficiency and value creation in horizontal M&As: Evidence from Nigeria", *African Journal of Economic and Management Studies*, Vol. 9 No. 2, pp. 130-147. <https://doi-org.ez26.periodicos.capes.gov.br/10.1108/AJEMS-06-2017-0139>
- Akpan, M., Wanke, P., Chen, Z. & Antunes, J.M. (2020), Unveiling the Endogenous Relationship Between Technical Efficiency and Value Creation in Mergers and Acquisitions in Nigeria. *South African Journal of Economics*, 88: 40-70. <https://doi-org.ez26.periodicos.capes.gov.br/10.1111/saje.12233>
- Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632–650. doi:10.1016/j.jcorpfin.2017.05.010
- Amewu, G., & Alagidede, P. (2018). Do mergers and acquisitions announcements create value for acquirer shareholders in Africa. *International Journal of Finance & Economics*. doi:10.1002/ijfe.1639
- Aria, M., & Cuccurullo, C. (2017). bibliometrix: An R-tool for comprehensive science mapping analysis. *Journal of Informetrics*, 11(4), 959-975.
- Bahadir, S. C., Bharadwaj, S. G., & Srivastava, R. K. (2008). *Financial Value of Brands in Mergers and Acquisitions: Is Value in the Eye of the Beholder?* *Journal of Marketing*, 72(6), 49–64. doi:10.1509/jmkg.72.6.49
- Becker-Blease, J. R., Goldberg, L. G., & Kaen, F. R. (2007). Mergers and acquisitions as a response to the deregulation of the electric power industry: value creation or value destruction? *Journal of Regulatory Economics*, 33(1), 21–53. doi:10.1007/s11149-007-9047-7
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical

- Investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347-362.
- Bjorvatn, K. (2004). Economic integration and the profitability of cross-border mergers and acquisitions. *European Economic Review*, 48(6), 1211–1226. doi:10.1016/j.eurocorev.2004.03.007
- Breitzman, A., & Thomas, P. (2002). Using Patent Citation Analysis to Target/Value M&A Candidates. *Research-Technology Management*, 45(5), 28–36. doi:10.1080/08956308.2002.11671519
- Besanko, D. et. al. *Economics of strategy*. 3rd. EUA: John Wiley & Sons, 2004.
- Camargos, M., & Barbosa, F. (2009). Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49 (2) 206-220. doi: 10.1590/S0034-75902009000200007
- Camargos, M. A., & Coutinho, E. S. (2008). A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. *RAC-Eletrônica*, 2(2), 273-295.
- Cho, H., & Ahn, H. S. (2017). Stock payment and the effects of institutional and cultural differences: A study of shareholder value creation in cross-border M&As. *International Business Review*, 26(3), 461–475. doi:10.1016/j.ibusrev.2016.10.004
- Clarivate (2021). Web of Science. Recuperado em 23 de junho de 2021 de <<https://clarivate.com/webofsciencegroup/solutions/web-of-science/>>
- Cuyper, I. R.P., Cuyper, Y., Martin, X. (2017). When the target may know better: Effects of experience and information asymmetries on value from mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*. doi:10.1002/smj.
- Dos Santos, M. B., Errunza, V. R., & Miller, D. P. (2008). Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2716–2724. doi:10.1016/j.jbankfin.2008.07.010
- Du, M., & Boateng, A. (2015). State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 24(3), 430-442. doi:10.1016/j.ibusrev.2014.10.002
- Hijzen, A., Görg, H., Manchin, M. (2008). Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs. *European Economic Review* 52 (5) 849–866.
- Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2009). Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value. *Business Horizons*, 52(6), 523–529. doi:10.1016/j.bushor.2009.06.008
- Liu, W., Gu, M., Hu, G., Li, C., Liao, H., Tang, L., & Shapira, P. (2013). Profile of developments in biomass-based bioenergy research: a 20-year perspective. *Scientometrics*, 99(2), 507–521. doi:10.1007/s11192-013-1152-z
- Matias, A. B., & Pasin, R. M. (2001). A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. *RAUSP Management Journal*, 36(1), 5-13.
- Pinto, C. F., Serra, F. R., & Ferreira, M. P. (2014). A bibliometric study on culture research in International Business. *BAR-Brazilian Administration Review*, 11(3), 340–363. doi:10.1590/1807-7692bar2014309.
- Prado, J. W. et al. (2016). Multivariate analysis of credit risk and bankruptcy research data: a bibliometric study involving different knowledge fields (1968-2014). *Scientometrics*, 106 (3), 1007-1029.
- Rahman, M., & Lambkin, M. (2015). Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective. *Industrial Marketing Management*, 46, 24–35. doi:10.1016/j.indmarman.2015.01.003
- Rahman, M., Lambkin, M., & Hussain, D. (2016). Value creation and appropriation following M&A: A data envelopment analysis. *Journal of Business Research*, 69(12), 5628–

5635. doi:10.1016/j.jbusres.2016.03.070

- Schmidt, B. (2015). Costs and benefits of friendly boards during mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 117(2), 424–447. doi:10.1016/j.jfineco.2015.02.007
- Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99–115. doi:10.1002/smj.4250110203
- Swaminathan, V., Murshed, F., & Hlland, J. (2008). Value Creation Following Merger and Acquisition Announcements: The Role of Strategic Emphasis Alignment. *Journal of Marketing Research*, 45(1), 33–47. doi:10.1509/jmkr.45.1.33
- Tanriverdi, H., Uysal, V. B. (2011). Cross-Business Information Technology Integration and Acquirer Value Creation in Corporate Mergers and Acquisitions. *Information Systems Research*, 22(4), 703–720. doi:10.1287/isre.1090.0250.
- Weston, J.F.; Siu, J. A.; Johnson, B. A. Takeovers, restructuring, & corporate governance, 3ed. New Jersey: Prentice Hall, 2001.