

**POSSÍVEIS DIREÇÕES DA PESQUISA SOBRE OS ASSESSORES FINANCEIROS
NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS A PARTIR DE UMA REVISÃO
SISTEMÁTICA DA LITERATURA**

*POSSIBLE DIRECTIONS FOR RESEARCH ON FINANCIAL ADVISORS IN COMPANIES
MERGERS AND ACQUISITIONS BASED ON A SYSTEMATIC LITERATURE REVIEW*

LEANDRO RODRIGUES DE OLIVEIRA
UNINOVE – UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO

MANUEL PORTUGAL
INSTITUTO POLITÉCNICO DE LEIRIA - LEIRIA - PORTUGAL

Agradecimento à órgão de fomento:

O presente trabalho foi realizado com o apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001. Um dos co-autores reconhece o Financiamento da National Funds of the FCT – Portuguese Foundation for Science and Technology within the project «UIDB/04928/2020»

POSSÍVEIS DIREÇÕES DA PESQUISA SOBRE OS ASSESSORES FINANCEIROS NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS A PARTIR DE UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA

Objetivo do estudo

O presente estudo teve como propósito revisar a literatura existente sobre a contratação e a influência dos assessores financeiros nas fusões e aquisições(F&A) de empresas.

Relevância/originalidade

Esta revisão contribui para uma compreensão assertiva sobre a contratação e influência de assessores financeiros nas F&A, abordando aspectos como criação de valor, redução de assimetrias de informação, avaliação da empresa compradora ou alvo e acesso a financiamento.

Metodologia/abordagem

Realizamos uma revisão sistemática de literatura com base em 46 artigos identificados nas bases Web Of Science (WoS) e Scopus, complementados por snowballing. Foram analisados de forma qualitativa três aspectos principais: questões de pesquisa, teorias empregadas e métodos utilizados.

Principais resultados

Os principais achados enfatizam aspectos da escolha racional dos assessores financeiros, com foco no desempenho financeiro. As teorias mais utilizadas incluem teorias da firma, da agência e dos custos de transação. A maioria dos estudos emprega métodos empíricos quantitativos, utilizando dados secundários.

Contribuições teóricas/metodológicas

Esta revisão sistemática da literatura fornece uma visão geral dos estudos existentes sobre assessores financeiros nas F&A, destacando divergências e aspectos relevantes na literatura existente e identificando lacunas para pesquisas futuras.

Contribuições sociais/para a gestão

Este estudo pode ser útil para gestores e outros profissionais de finanças interessados em entender sobre os assessores financeiros nas F&A. A partir desta RSL é possível entender quais variáveis explicam a relação entre assessores financeiros e o desempenho financeiro das F&A.

Palavras-chave: Fusões & Aquisições, Assessores Financeiros, Consultores Financeiros, Finanças, Revisão Sistemática da Literatura

*POSSIBLE DIRECTIONS FOR RESEARCH ON FINANCIAL ADVISORS IN COMPANIES
MERGERS AND ACQUISITIONS BASED ON A SYSTEMATIC LITERATURE REVIEW*

Study purpose

This study aimed to review the existing literature on hiring and the influence of financial advisors in mergers and acquisitions (M&A) of companies.

Relevance / originality

This review contributes to an assertive understanding of the hiring and influence of financial advisors in M&A, addressing aspects such as value creation, reduction of information asymmetries, evaluation of the buyer or target company and access to financing.

Methodology / approach

We performed a systematic literature review based on 46 articles identified in the Web Of Science (WoS) and Scopus databases, complemented by snowballing. Three main aspects were qualitatively analyzed: research questions, employed theories and used methods.

Main results

The main findings emphasize aspects of the rational choice of financial advisors, with a focus on financial performance. The most used theories include theories of the firm, agency and transaction costs. Most studies employ quantitative empirical methods, using secondary data.

Theoretical / methodological contributions

This systematic literature review provides an overview of existing studies on financial advisors in M&A, highlighting divergences and relevant aspects in the existing literature and identifying gaps for future research.

Social / management contributions

This study may be useful for managers and other financial professionals interested in understanding financial advisors in M&A. From this RSL it is possible to understand which variables explain the relationship between financial advisors and the financial performance of M&A.

Keywords: Mergers & Acquisitions, Financial Advisors, Financial Consultants, Finance, Systematic Literature Review

POSSÍVEIS DIREÇÕES DA PESQUISA SOBRE OS ASSESSORES FINANCEIROS NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS A PARTIR DE UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA

1 Introdução

As fusões e aquisições (F&A) são estratégias de crescimento organizacional utilizadas pelas empresas para entrada em novos mercados ou ainda para se manterem competitivas em mercados já conhecidos (Servaes & Zenner, 1996). Nas F&A podem ocorrer barreiras fiscais, culturais e questões técnicas como, por exemplo, a escolha do alvo, o planejamento da F&A, os custos de transação, custos de contratação e custos de assimetrias de informação. Este é, em parte, o contexto em que as empresas contratam assessores financeiros para intermediar as F&A, selecionar o melhor alvo para a aquisição (Li *et al.*, 2016), visando acelerar o processo (Bi&Wang, 2018a), conduzir à concretização efetiva (Lyu&Wang, 2020), fazendo a avaliação (Guo *et al.*, 2020) e reduzindo as assimetrias de informação entre as partes, intermediando o financiamento necessário (Leledakis *et al.*, 2021).

Em finanças, negócios internacionais e estratégia, a intermediação das operações de F&A têm tido alguma relevância, contextualizando as decisões de contratação de assessores financeiros. Em negócios internacionais, as pesquisas buscam entender como a contratação de assessores pode ajudar a ultrapassar as diferenças e barreiras institucionais (Ferreira *et al.*, 2014), onde as empresas adquirentes são de países mais desenvolvidos (Allen *et al.*, 2004; Aktas *et al.*, 2021) ou economias emergentes (Bi & Wang, 2018a; Lyu & Wang, 2020). Em finanças debatem-se outros aspectos, por exemplo, o tipo de assessor contratado (Servaes & Zenner, 1996; Bi & Wang, 2018), o seu impacto no desempenho da operação (Song *et al.*, 2013; Leledakis *et al.*, 2021), e efeitos do assessor financeiro, por exemplo, sua reputação sobre os ganhos das F&A (Loyeung, 2019).

Apesar dos esforços empreendidos nas pesquisas sobre os assessores financeiros nas F&A, ainda é incompreendido as razões que explicam a contratação dos assessores financeiros nas F&A, ou ainda, as determinantes da criação de valor nas F&A a partir da contratação de assessores financeiros. Por isso, o objetivo neste estudo é revisar na literatura de F&A as bases teóricas-empíricas sobre os assessores financeiros nas F&A de empresa. Por isso sistematizamos o conhecimento acumulado, a partir do qual a pesquisa futura pode evoluir (Post *et al.*, 2020). Assim, nossa questão de pesquisa é: Quais questões de pesquisa, teorias e métodos são evidenciados na literatura sobre os assessores financeiros nas fusões e aquisições (F&A) de empresas?

Metodologicamente seguimos etapas semelhantes ao estudo de Sting & Geraldí (2017), buscando artigos nas principais bases bibliográficas - *Web of Science (WoS)* e *Scopus* - complementando com artigos identificados seguindo a técnica de *snowballing*. No desenvolvimento e interpretação da RSL utilizamos a ferramenta PRISMA - *Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses* (PRISMA, 2023). A nossa análise incide, particularmente sobre três vertentes: as questões de pesquisa, as teorias usadas e métodos adotados na literatura sobre os assessores financeiros nas F&A.

Os resultados mostram que as questões elaboradas sobre os assessores financeiros em F&A enfatizam desde aspectos mais gerais como a influência da contratação no desempenho das transações, até aspectos mais específicos como a confiança do CEO, questões institucionais como a distância cultural nas F&A, o impacto dos custos de transação, os altos honorários e a reputação atribuída aos assessores financeiros como decisiva para os ganhos e conclusão das F&A. As abordagens teóricas estão mais fundamentadas em Teorias da Firma, da Agência, dos

Custos de Transação (TCT), e em menor escala na Teoria Institucional, Capacidade Dinâmica e Teoria do Alto Escalão. Quanto ao método, todos os estudos utilizaram abordagens empíricas quantitativas, principalmente com dados secundários.

Organizamos este estudo em seis partes. Após esta introdução, apresentamos um breve referencial teórico sobre os assessores financeiros em F&A. Em seguida, apresentamos o método, incluindo procedimento de coleta de dados, amostra, fluxograma PRISMA e procedimento de análise. Seguem-se a análise dos resultados, as discussões e conclusão, apresentamos as limitações do estudo e sugestões de pesquisas futuras.

2 Referencial Teórico

O tema F&A é amplamente estudado por diversas áreas de conhecimento (Gouveia *et al.*, 2020). Por envolver transações complexas de combinação de empresas ou de ativos, o tema F&A tem sido objeto de estudo em diversas áreas de pesquisas (auditoria, *compliance*, direito, psicologia), mas principalmente na área de finanças (Ferreira *et al.*, 2014), onde o assessor financeiro é parte recorrente destes estudos. As pesquisas sobre os assessores financeiros destacam aspectos sobre os ganhos gerados a partir da contratação e o capital reputacional destes assessores nas F&A (Loyeung, 2019).

Os assessores financeiros realizam serviços de intermediação junto ao sistema financeiro (McCarthy & Noseleit, 2022), que incluem assessoria nas F&A de empresas. A função do assessor financeiro nas aquisições de empresas inclui diversos possíveis serviços como a realização de diligência (Servaes & Zenner, 1996), a avaliação das empresas e ativos (Davidson III *et al.*, 2008), a preparação de modelos financeiros (Russo & Perrini, 2006) e a redução de assimetria de informação (Chemmanur *et al.*, 2019). Os assessores financeiros fornecem às partes uma análise financeira rigorosa e independente das oportunidades de aquisição, ajudando-as a tomar decisões (Golubov *et al.*, 2012).

Os aspectos conceituais dos assessores e, também, das transações formam o contexto sobre a atuação dos assessores financeiros e enfatizam a relação de desempenho entre a escolha da assessoria e os ganhos gerados nas operações (Bowers & Miller, 1990). Os assessores atuam na diligência pelo melhor deal, na entrega de empresas sinérgicas ou ainda na capacidade dirimir os gargalos da transação e geração de benefícios reduzindo custos de transação (Hunter & Jagtiani, 2003; Leledakis *et al.*, 2021). Por isso, as pesquisas tendem a mostrar que a contratação dos assessores financeiros está condicionada a geração de ganhos e conclusão em menor tempo das F&A (Gouveia *et al.*, 2020).

Nas F&A de empresas a contratação de assessores financeiros pode ajudar a identificar potenciais empresas alvo, a avaliar sua *performance* financeira e a fornecer uma análise comparativa com outras empresas (Chemmanur *et al.*, 2019). A assessoria contratada presta informações para avaliação do prêmio de aquisição, o planejamento da operação, a escolha de parcerias sinérgicas, orientação especializada para redução nos custos de buscas e economia de escala na obtenção de informações (Law & Zuo, 2021). Ainda no rol de prestação de informações, os assessores financeiros atuam extraíndo, processando e avaliando informações do mercado, da empresa e da transação em si (Golubov *et al.*, 2012; Chemmanur *et al.*, 2019). Não obstante, os assessores financeiros também aconselham sobre as condições da aquisição, incluindo o preço de aquisição e as condições financeiras.

Adicionalmente, os assessores financeiros podem ajudar a identificar e avaliar os riscos financeiros e regulatórios associados à aquisição (Aktas *et al.*, 2021). A literatura sobre o valor da contratação de assessores financeiros para intermediar uma operação de F&A tem focado alguns aspectos adicionais além da informação. Por exemplo, alguns estudos buscam entender o

impacto de usar assessoria nos retornos das empresas adquirentes – e concluem que há retornos positivos (por exemplo, McCarthy & Noseleit, 2022; Servaes & Zenner, 1996). E outros encontrando efeitos negativos ou nulos (Loyeung, 2019; Song *et al.*, 2013). Os assessores financeiros possuem relação direta com o desempenho financeiro das F&A (Chaudhry *et al.*, 2022).

3 Método

A Revisão Sistemática da Literatura (RSL) existente numa determinada disciplina, contexto, sobre um autor ou obra, ou num tópico de estudo, é uma estratégia de pesquisa adequada para tratar e sistematizar a diversidade de conhecimento já acumulado (Tranfield *et al.*, 2003). Além da sistematização do *stock* de conhecimento, uma RSL permite vislumbrar lacunas existentes (possivelmente teóricas) para estabelecer possíveis rumos para pesquisas futuras (Post *et al.*, 2020). Dito de outra forma, permite estabelecer uma agenda de pesquisa.

Na condução da RSL seguimos os procedimentos e etapas propostos por Stingl e Geraldi (2017), buscando artigos nas principais bases bibliográficas - *Web of Science* e *Scopus* - complementando com artigos identificados seguindo a técnica de *snowballing*. Na amostra identificada de artigos analisamos em profundidade três aspectos: questões de pesquisa, os métodos e as teorias que têm sido usadas pelos pesquisadores. A seguir, detalhamos as quatro fases seguidas nesta RSL.

3.1 Etapa 1 - Estratégias de buscas

Primeiro, delimitamos a pesquisa. Isto envolveu decisões de escopo. Delimitamos a busca a periódicos inclusos nas bases de dados *WoS* e *Scopus*, complementando com a técnica de bola de neve (*Snowballing*). E, ainda, realizamos a busca em oito periódicos de finanças classificados como 4* e 4 na lista ABS. Como critério de pesquisa delimitamos a busca ao período de 1980 a 2022 (quarenta e três anos), por observarmos que este foi o período em que mais artigos foram publicados sobre o tema.

Adicionalmente, para identificar os artigos relevantes, e após leitura e debate com dois especialistas no tema (co-autores nesta RSL), definimos como termos de pesquisa os seguintes: “*Financial advisor*” and “*Mergers and Acquisitions*”, utilizando as variáveis booleanas “*OR*” e “*AND*” entre os termos. A expressão de busca foi a seguinte: ((*ALL= ("financial advisor*")*) *OR TS= ("financial advisor*")*) *AND TS= ("Mergers and acquisitions*")* *TITLE-ABS-KEY ("Financial Advisor*")* *AND TITLE-ABS-KEY ("Mergers and Acquisition*")*) *AND (LIMIT-TO (SUBJAREA, "BUSI")* *OR LIMIT-TO (SUBJAREA, "ECON"))* *AND (LIMIT-TO (DOCTYPE, "ar")* *OR LIMIT-TO (DOCTYPE, "re"))*).

3.2 Etapa 2 - Resultados e refinamento da busca

Na segunda etapa, procedemos ao refinamento dos resultados da busca anterior. A busca na *WoS* em tópicos (títulos, resumo e corpo do texto) filtrando apenas por artigos retornou 24 resultados. Para a pesquisa na *Scopus* em título, resumo e palavras-chave, filtrando por área (*Economics, Econometrics and Finance; Business, Management and Accounting*) e tipo de documento (artigo e artigo de revisão), retornou 35 documentos. Os resultados, neste momento, foram 59 artigos a serem analisados e refinados.

Os artigos selecionados foram importados para uma planilha no *Microsoft Office Excel* e também para a ferramenta *StArt (State of the Art through Systematic Review)*, que provê um suporte à realização da RSL (LaPES, 2023). Dos 59 artigos em ambas as bases de dados, excluímos 38 artigos que estavam repetidos ou que não estavam diretamente relacionados ao

tema assessores financeiros em F&A, mas antes a temas correlatos como sejam o acesso e riscos de crédito (auditoria e compliance), conflitos de interesses, papel da governança corporativa, direito de propriedade, fraude, big data, auditoria pós aquisição e juízo de valor nas operações de fusões e aquisições, todos em contexto geral. Para esta exclusão foi necessário, no mínimo, ler o título e resumo dos artigos, e em alguns casos ler o artigo completo.

3.3 Etapa 3 - Estratégias de busca complementar “*Snowballing*” e periódicos da ABS (*Academic Journal Guide*)

A partir dos 21 artigos resultantes da etapa anterior procedemos com uma abordagem adicional: a bola de neve (*Snowballing*). Ou seja, analisamos as referências de todos os artigos (21 artigos) para identificar outros artigos publicados, mas não indexados nas bases. Esta técnica permitiu identificar 25 artigos adicionais à amostra.

Além das buscas nas bases *WoS* e *Scopus* e da técnica bola de neve, realizamos buscas em oito periódicos de finanças classificados como 4* e 4 na lista ABS, por artigos não indexados nas bases. Os periódicos foram: *Journal of finance*, *Journal of Financial Economics*, *Review of Financial Studies*, *Journal of Corporate Finance*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *Journal of Money, Credit and Banking* e *Review of Finance*. Para estas buscas não houve novas inclusões de artigos. Assim, a amostra final ficou em 46 artigos publicados entre 1986 e 2022.

Realizamos, ainda nesta etapa, o detalhamento do fluxo das buscas nas bases de dados utilizando o protocolo PRISMA - *Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses* (PRISMA, 2023). Consideramos este protocolo em virtude de ser amplamente recomendado em RSL, de modo que reforça a lógica rigorosa e sistematizada para definir critérios de inclusão e de exclusão dos estudos na revisão, bem como as estratégias de busca realizadas, mapeando o número de registros identificados, incluídos e excluídos, e as razões para exclusões, facilitando a interpretação dos resultados (Page *et al.*, 2021).

3.4 Etapa 4 - Análise dos artigos da amostra

A quarta etapa envolveu a análise dos artigos na amostra (desenvolvemos uma planilha com o detalhamento da amostra). Esta análise foi suportada na leitura individual dos artigos e no uso do software Nvivo® para categorização das questões de pesquisas, detalhes do método como amostra, coleta e análise de dados e ainda para os aspectos teóricos observados. Na Figura 1, a seguir, apresentamos o fluxograma da RSL realizada.

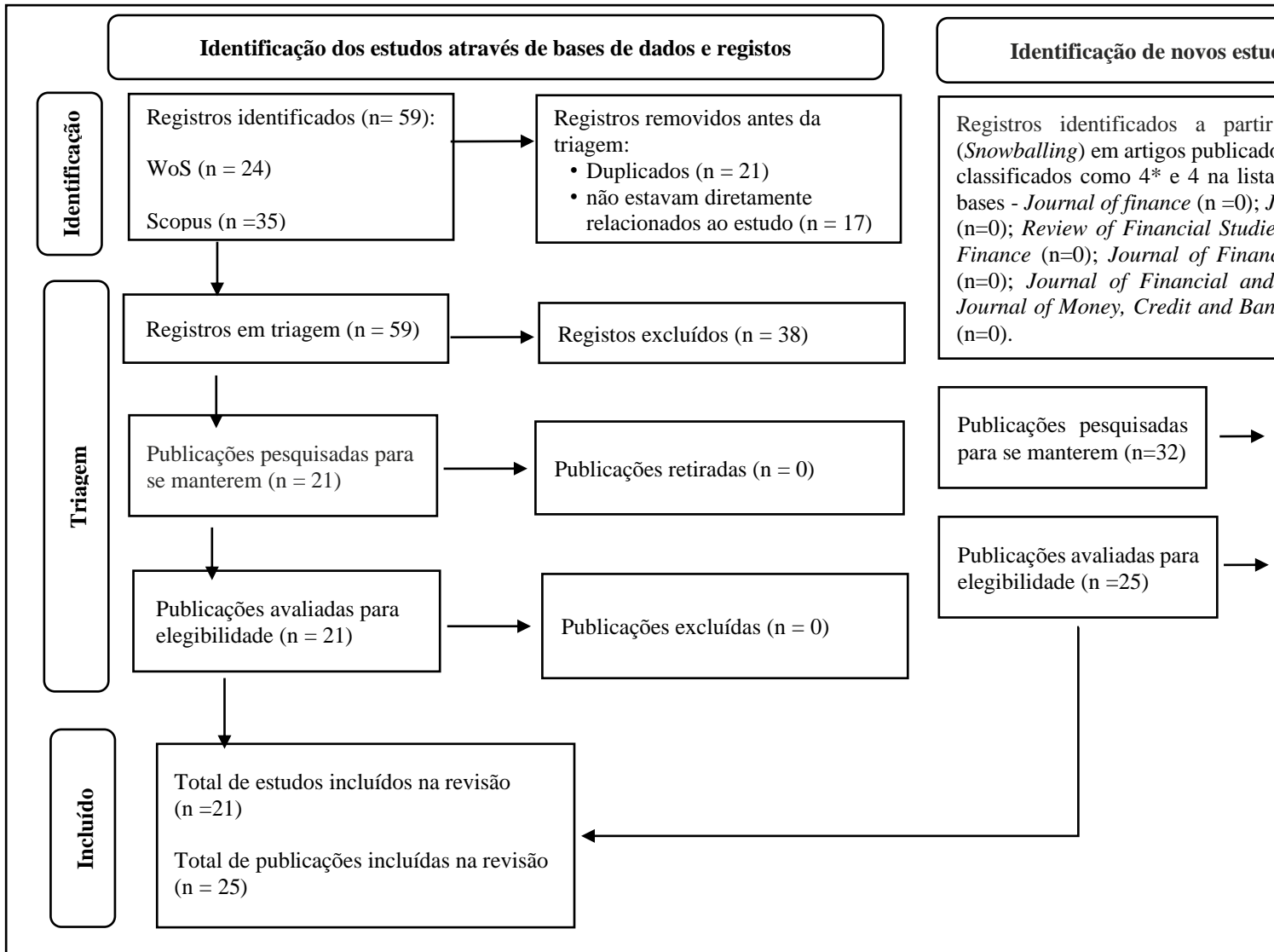


Figura 1. Fluxograma da RSL (PRISMA 2020)
 Fonte: Dados da pesquisa 2023.

4 Análise dos Resultados

4.1 Questões de pesquisas: O que a pesquisa buscou entender

Escrutinar as questões de pesquisa dos artigos é, por ventura, a melhor forma de identificar o que os pesquisadores buscam entender. Os artigos da amostra focam, na sua maioria, o desempenho financeiro, e as questões de pesquisa definem-se pela procura de identificar efeitos no desempenho financeiro da adquirente. Por exemplo, McCarthy & Noseleit (2022) analisaram o impacto dos assessores financeiros em F&A e seus resultados apoiam a função criação de valor (desempenho positivo) quando há contratação de assessores, inclusive a quantidade de assessores financeiros tem influência direta nestes ganhos, de modo que operações com assessores únicos tendem a criar mais valor.

Loyeung (2019) analisou o papel dos assessores financeiros *toptier* nas F&A e seus resultados apontam que as adquirentes possuem melhor desempenho financeiro pós-fusão ao contratar assessores *toptier*, já as empresas-alvos se beneficiam com maiores chances de conclusão dos negócios e maiores retornos anormais cumulativos. Mas, alguns artigos seguem uma abordagem distinta. Por exemplo, alguns artigos focam, nas suas questões de pesquisa, o papel dos bancos de investimento durante os processos de F&A e a criação de valor - retornos anormais para os adquirentes (Michel *et al.*, 1991; Servaes & Zenner, 1996; Leledakis *et al.*, 2021).

Considerando todas as questões de pesquisas elaboradas nos artigos da amostra destacamos a existência de duas grandes abordagens, isto é, observamos pelo menos duas grandes frentes consideradas nestes estudos para elaborar as questões de pesquisa. A primeira inclui questões cuja ênfase consideram os bancos de investimentos (enquanto assessores financeiros) e seu desempenho nas F&A. E a segunda, apresenta recorrentes e recentes estudos que consideram as características específicas (reputação, experiência, certificação, influência) dos assessores - comuns e *toptier*. Muito embora possa ser uma perspectiva reducionista classificar nossa amostra em apenas duas frentes, nestes artigos as especulações teóricas e evidências empíricas analisadas são de ordem diversas. Por isso, a classificação destas abordagens em duas grandes frentes é apenas uma tentativa de melhor revisar o que os pesquisadores tem buscado entender sobre os assessores financeiros em F&A e apontar novos rumos para a pesquisa neste tema.

Na primeira frente com publicações entre 1980 e 2000, os assessores financeiros em F&A se concentravam nos bancos de investimentos. Neste contexto, Beatty & Ritter (1986) questionaram qual mecanismo reforça o equilíbrio de *underpricing* (subvalorização de IPO), se existe uma relação de equilíbrio entre o *underpricing* (esperado) de uma oferta pública inicial e a incerteza *ex-ante* sobre seu valor, e se o equilíbrio de *underpricing* é imposto pelo setor de banco de investimento. As questões levantadas por Beatty & Ritter (1986) já traziam características determinantes para o entendimento da escolha e influência dos assessores financeiros nas F&A. Neste estudo, a característica predominante era o desempenho financeiro esperado pelos bancos de investimentos em um contexto de incerteza que é o mercado de ações. Um pouco mais adiante o estudo de Bowers & Miller (1990) também levantou questões quanto ao papel dos bancos de investimentos enquanto assessores financeiros e sua eficácia no desempenho financeiro das F&A. Seus resultados mostram que escolher bancos de investimentos aumenta as chances de retornos positivos aos adquirentes em F&A.

Os outros estudos, que compõem a segunda frente, com publicações em sua maioria datadas de 2008 em diante, até questionaram a relação bancos de investimentos com o desempenho financeiro das F&A (Davidson III *et al.*, 2008; Bao & Edmans, 2011; Chemmanur *et al.*, 2019), no entanto, avançaram com questões relacionadas a reputação, a distinção entre a escolha por bancos de investimentos ou consultorias independentes e aspectos emergentes de

outras teorias como as características do CEO (Teoria do Alto Escalão) e do ambiente e contexto econômico (Teoria Institucional). Vale ressaltar, mesmo que em minoria, algumas pesquisas já traziam questões de pesquisas enfatizando as características e o papel dos assessores para além de banco de investimentos desde os anos 1990 (Michel *et al.*, 1991; Rau, 1998; Allen *et al.*, 2004; Officer *et al.*, 2009), porém a ênfase se dava na influência dos bancos de investimentos nas F&A.

Os aspectos de desempenho das F&A, mais enfatizados em economias desenvolvidas, reforçam na forma de elaborar questões de pesquisa uma preocupação evidenciada nesta literatura com os fins do processo (maximização dos ganhos) fortemente enraizado em conceito originados dos custos de transação e custos de contratação. As questões de pesquisas cujas F&A ocorrem em economias emergentes parecem sugerir diferenças nos ganhos que se originam em aspectos institucionais como a distância cultural e barreiras econômicas.

4.2 Perspectivas teóricas encontradas nos artigos da amostra

Realizamos uma análise sobre o foco teórico dos artigos da amostra. Alguns artigos só marginalmente são orientados por uma linha teórica e outros usam, simultaneamente, mais do que uma teoria, mas classificamos os artigos quanto, pelo menos, à abordagem teórica dominante do artigo. Assim, identificamos as seguintes teorias: Teoria da Firma, Teoria dos Custos de Transação – TCT, Teoria Institucional, Teoria dos Contratos – Assimetria de Informação, Teoria da Agência, Teoria do Alto Escalão e Visão das Capacidades Dinâmicas. As diferentes teorias refletem, também, diferentes abordagens e focos da pesquisa.

Os artigos da amostra que utilizam a Teoria da Firma focam seus aspectos mais geral, destacando as F&A como estratégias de expansão (Coase, 1937; Jensen & Meckling, 1976). O foco principal dos artigos da amostra sob esta perspectiva teórica, recorrem às explicações de que as empresas podem considerar em seus planos estratégicos objetivos voltados à expansão do domínio empresarial, fortalecimento da empresa frente à concorrência e capacidade de se manter no mercado – enfatizando o desempenho financeiro positivo como uma das razões para F&A (Kolasinski & Kothari, 2008). Os assessores financeiros em F&A sob a Teoria da Firma, em suas funções tendem a considerar, por exemplo, todos os negócios possíveis no mercado (busca pela melhor oferta), os objetivos empresariais do alvo e da adquirente e a criação de empresas mais sinérgicas - com ciclo de vida corporativo em crescimento (Chuang, 2017a).

Os artigos da amostra assentados na Teoria dos Contratos, enfatiza sua vertente econômica e de finanças, incorporando o entendimento de como os agentes econômicos realizam e acordam as regras entre as partes. No entanto, a principal utilidade teórica enfatizada nos estudos da amostra é quanto à redução de assimetria de informações nas F&A. Por essa perspectiva, tais arranjos contratuais passam pelos problemas de informações incompletas ou omissas às partes decisoras, e desta forma uma parte tem mais ou melhor informação do que a outra parte (Loyeung, 2019). Esta assimetria cria um desequilíbrio de poder nas transações (Lofgren *et al.*, 2002). A contratação dos assessores financeiros é amplamente explicada e justificada na sua capacidade de reduzir assimetria de informações para os contratantes (McCarthy & Noseleit, 2022).

Complementar as abordagens contratuais e principal entendimento teórico presente na maioria dos estudos da amostra, a Teoria dos Custos de Transação (TCT), é utilizada para compreender vários fenômenos que envolvem relações de troca entre agentes econômicos, por exemplo a estratégia de fusões e aquisições (entradas em novos mercados e expansão de negócios) e alianças estratégicas (Coase, 1937; Cuyper *et al.*, 2021). Dentre os possíveis entendimentos pela TCT, as organizações devem considerar além dos custos de produção os custos de transação - gastos com negociação, gastos contratuais, serviços especializados, entre

outros (Davidson III *et al.*, 2008). Os custos de transação são dinâmicos e relativos a cada transação e ambiente organizacional (Chaudhry *et al.*, 2022).

A Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) entendida partir da relação (agência) onde alguém que administra (agente) o interesse de outrem (principal), também foi observada nos artigos da amostra. Na literatura sobre assessores financeiros em F&A, a teoria da agência ajuda a explicar como os assessores e acionistas lidam com o conflito de interesse nas operações (Hackethal *et al.*, 2012).

A Teoria Institucional (Meyer & Rowan, 1977) apresenta detalhes específicos que nos ajudam analisar as organizações e seus fenômenos, os quais incluem o atendimento aos padrões de regulação do mercado (isomorfismo coercitivo) ou às práticas dos concorrentes em busca de se assemelhar-se ou tornar-se idênticas (isomorfismo mimético) para sobreviverem no mercado. A Teoria Institucional também ajuda a entender as F&A transfronteiriças. Lyu & Wang (2020) considerando o histórico institucional da China (regulação do mercado e abertura de capital) verificou que a reputação, a experiência e a atuação dos assessores são influenciadas pelo ambiente institucional, causando impactos no desempenho das F&A.

A visão das Capacidades Dinâmicas é uma das perspectivas pouco utilizada nos artigos da amostra. Considerando esta perspectiva, Li *et al.*, (2016) analisou se os adquirentes de economias emergentes podem criar valor para seus acionistas em fusões e aquisições internacionais – e quais os principais fatores que podem influenciar essa criação de valor. Baseado em estudos anteriores, Li *et al.*, (2016) defende que o efeito negativo da distância cultural pode ser mitigado, até certo ponto, pelas capacidades de absorção de uma empresa.

Por fim, os três artigos da amostra que utilizaram como base teórica a Teoria do Alto Escalão, enfatizam em suas análises o poder decisório (Bao & Edmans, 2011), a confiança dos CEO e a reação do mercado de F&A aos CEO considerados superconfiantes (Malmendier, 2008). Seminalmente atribuída a Hambrick & Mason (1984), a teoria do alto escalão afirma que as cognições, valores, e percepções dos executivos da alta administração influenciam na escolha da estratégia (Hambrick & Mason, 1984; Hambrick & Quigley, 2014), e por conseguinte, no desempenho organizacional. Contextualmente, entendemos que as organizações resultam das decisões tomadas (ou não) por seus altos executivos (Serra *et al.*, 2016; Sierra *et al.*, 2019).

A seguir, na tabela 1 classificamos todos os estudos da amostra conforme estas perspectivas teóricas, o foco principal no tema e os resultados (o que aprendemos com o estudo).

Tabela 1. Perspectivas teóricas utilizadas pelos estudos sobre assessores financeiros em F&A

Abordagem Teórica e o n° de estudos	Foco principal no tema F&A	Resultados (o que aprendemos)	Referência na amostra
Teoria da Firma (09 estudos)	Os artigos nesta abordagem enfatizam as razões econômicas como o principal propósito almejado pelas empresas (lucros e maximização da riqueza).	Empresas sinérgicas são firmas mais fortes frente à concorrência e mais ricas patrimonialmente. Sob a teoria da firma, as F&A são estratégias empresariais de expansão de negócios e domínio de mercado.	Michel <i>et al.</i> (1991) *; Rau (1998, 2000) *; Schwert (2000); Kolasinski & Kothari (2008) *; Ismail (2010); Song <i>et al.</i> (2013) *; Francis <i>et al.</i> (2014b); Chuang (2017a, 2017b) Law & Zuo (2021)
Contratos (Assimetria de informações)	Contratos tendem a gerar informações assimétricas, razão pela qual se contrata assessores financeiros nas	Sob esta vertente, a contratação dos assessores financeiros é amplamente justificada na sua capacidade de reduzir assimetria	Beatty & Ritter (1986); Servaes & Zenner (1996); Angwin (2001);

(14 estudos)	F&A. A teoria do contrato ajuda explicar as F&A com foco nas regras sobre o tamanho da operação, forma de pagamento e reduções de custos. A ênfase é a eficiência de custos a partir da redução de assimetrias de informações.	de informações para os contratantes, resultando em retornos positivos. As assimetrias de informações geram custos que podem impactar negativamente nas F&A.	Davidson III <i>et al.</i> (2008) *; Officer <i>et al.</i> (2009); Forte <i>et al.</i> (2010); Ertugrul & Krishnan (2011); *Hackethal <i>et al.</i> (2012) *; Sibilkov <i>et al.</i> (2013) *; Ouyang (2015) *; Chang <i>et al.</i> (2016a) *; Chemmanur <i>et al.</i> (2019) *; Chaudhry <i>et al.</i> (2022); McCarthy & Noseleit (2022)
Teoria dos Custos de Transação (TCT)	Principal vertente teórica utilizada nos artigos, o foco principal são os custos gerados nas transações de F&A. A TCT foi utilizada para compreender os assessores financeiros em operações de F&A e as relações de troca entre agentes econômicos, por exemplo a estratégia de entradas em novos mercados ou expansão de negócios e alianças estratégicas. Pela ótica da TCT o desempenho das F&A é influenciado diretamente pelos custos (o que já é amplamente conhecido nas relações empresariais).	Este entendimento é presente na maioria dos estudos da amostra e seguem um argumento sustentado por Servaes e Zenner (1996) que sugere a concepção de assessores financeiros ótimo como aquele que mais reduz os custos associados a fusões e aquisições. Além disso, essas escolhas também devem levar a melhores resultados de negócios a longo prazo para os adquirentes. Pela TCT, as razões para escolha dos assessores financeiros estão associadas aos custos de transação (principal impulsor), seguidos pelos custos de contratação e custos de assimetria de informação.	Bowers & Miller (1990); Rau (1998, 2000) *; Servaes & Zenner (1996) *; Hunter & Jagtiani (2003); Kale <i>et al.</i> (2003) Allen <i>et al.</i> (2004); Russo & Perrini (2006); Kolasinski & Kothari (2008) *; Davidson III <i>et al.</i> (2008) *; Ma (2011); Golubov <i>et al.</i> (2012); Agrawal <i>et al.</i> (2013); Song <i>et al.</i> (2013) *; Francis <i>et al.</i> (2014a); Ouyang (2015) *; Chang <i>et al.</i> (2016a) *; Chang <i>et al.</i> (2016b); Loyeung (2019) *; Guo <i>et al.</i> (2020); Lyu & Wang (2020) *; Chaudhry <i>et al.</i> (2022); McCarthy & Noseleit (2022)
Teoria da Agência	(07 estudos) A ênfase nos artigos da amostra é sobre a atuação dos assessores financeiros e acionista diante dos conflitos de interesses gerados nas F&A. O entendimento geral é que os bancos de investimentos que assessoram F&A são mais propensos à conflitos de interesses.	A sinergia é o principal motivo em aquisições com ganhos totais positivos tanto para os alvos quanto para os adquirentes. No entanto, os conflitos de agência são o principal motivo nas aquisições com ganhos negativos para ambos os alvos e adquirentes.	Servaes & Zenner (1996) * Malmendier (2008) * Hackethal <i>et al.</i> (2012) * Sibilkov <i>et al.</i> (2013) *; Bi & Wang (2018a, 2018b) Chemmanur <i>et al.</i> (2019) *; McCarthy & Noseleit (2022) *
Teoria Institucional	(04 estudos) Enfatiza o ambiente institucional das F&A e a busca pela legitimidade organizacional, que pode ocorrer, por exemplo, a partir de práticas do isomorfismo coercitivo ou mimético.	Questões institucionais dos países (impacto das distâncias institucionais, imagem institucional, adaptação às diferenças culturais, regulação econômica) influenciam o desempenho das F&A. Assessores financeiros que consideram estas questões obtém maiores retornos financeiros nas F&A.	Michel <i>et al.</i> (1991) * Hayward (2003) Lyu & Wang (2020) * Aktas <i>et al.</i> (2021) *
Visão das Capacidades dinâmicas	A teoria ajuda explicar os principais fatores que afetam o desempenho de F&A internacionais por empresas de	Em média, transações internacionais criaram valor para os acionistas da adquirente, mas a distância cultural foi	Li <i>et al.</i> (2016)

(01 estudo)	economias emergentes. As diferenças culturais é um dos principais gargalos das F&A transfronteiriças.	negativamente relacionada à extensão dessa criação de valor. Firms com maior capacidade de absorção se mostraram mais aptas a superar as dificuldades causadas pelas diferenças culturais.	
Teoria do Alto escalão	As características sociais e demográficas dos CEO, a relação com os assessores e o impacto no mercado de F&A.	A confiança excessiva dos CEO em realizar F&A tem reações significativamente negativas no mercado estadunidense. No entanto, CEO superconfiantes realizam mais F&A.	Malmendier (2008)* Bao & Edmans (2011); Ertugrul & Krishnan (2011) *
(03 estudos)			

Nota: (*) Estudos que utilizaram mais de uma teoria

4.3 Métodos encontrados nos artigos da amostra

Todos os artigos na amostra usaram de abordagens quantitativas, com o emprego de estatística multivariada - regressão linear, múltipla e logística - sobre dados secundários. São dados oriundos da plataforma *Thomson Reuters*, principalmente, e contextualizados empiricamente, nas F&A dos EUA, entre 1980 e 2020. Os dados que formam a base para posterior análise empírica, em geral, mensuram dados das F&A (tamanho patrimonial das operações, data de anúncio e conclusão, identificação do alvo e adquirente, valor da transação, contexto – doméstica ou transfronteiriça), características e dados dos assessores financeiros (número de aquisições realizadas, reputação, tipo – banco ou independentes) e também dados do mercado financeiro (índices financeiros, taxas).

Os artigos da amostra quanto ao contexto empírico se concentram em países desenvolvidos. Em sua maioria (35 artigos de 46 totais) tem como objeto F&A que ocorreram nos EUA, seguidos pelas F&A na Europa (04 estudos). Em contexto de países emergentes, somente as F&A ocorridas na China (04 estudos). Por fim, duas pesquisas feitas por Chuang (2017a, 2017b) consideraram as F&A na Ásia-Pacífico e uma por Loyeung (2019) considerou as F&A na Austrália.

Quanto ao tamanho da amostra, a partir de dados secundários, os estudos variam entre centenas de F&A analisadas até milhares de operações. Por exemplo, Loyeung (2019) analisou 430 fusões e aquisições anunciadas de 1997 a 2013 em mercado australiano. Mais recente em mercado estadunidense, McCarthy & Noseleit (2022) analisou entre 1990 a 2012 uma amostra de 10.544 grandes aquisições. Neste mesmo mercado, Michel *et al.* (1991) analisou as “100 maiores transações” listadas a cada ano em Fusões e Aquisições, de 1981 a 1988, incluindo fusões concluídas entre 1981 e 1987. Servaes & Zenner (1996) analisou 99 aquisições ao longo período de 1981 a 1992.

Em mercado chinês Bi & Wang (2018) analisou uma amostra de 1.623 transações de F&As domésticas entre 2004 a 2014. Já com dados primários (único estudo nesta RSL) em países de língua alemã (Áustria, Alemanha e Suíça), Aktas *et al.* (2021) aplicaram survey em 607 empresas entre junho de 2016 a abril de 2017 consideradas as maiores firmas (conforme Ativo total avaliados igual ou acima de 1 bilhão de euros). Estas amostras integram dados como as características do negócio, informações dos assessores, valores patrimoniais das operações (ROA).

A técnica estatística mais presente nos estudos da amostra é o modelo de estimação por regressão linear e múltipla. Os artigos que tiveram como objeto de análise dados secundários das F&A domésticas nos EUA, Europa, Austrália, China e Ásia-Pacífico utilizam regressão linear, múltipla, logística e regressão de mínimos quadrados ordinários (OLS). Apenas um

estudo usou dados primários e também fez uso de regressão de mínimos quadrados ordinários (OLS).

Nestes estudos, os retornos financeiros (ROA e ROE) anormais e cumulativos (CAR – SCAR) das F&A formam as variáveis dependentes. Como preditoras (variáveis independentes), comum nos artigos, estão variáveis que mensuram as características da F&A, características dos assessores, dados financeiros e patrimoniais das empresas e dados do mercado (índices e indexação, política monetária). Algumas poucas pesquisas tentaram moderação ou mediação a partir de dados que mensuram a reputação, o tamanho da F&A e complexidade da operação. Por exemplo, McCarthy & Noseleit (2022) concluíram que o efeito moderador da reputação dos assessores depende do número de assessores financeiros contratados e do tempo de negociação nas F&A.

5 Discussão

Realizamos esta revisão sistemática da literatura com o propósito de responder às questões de pesquisas, aspectos metodológicos e traços teóricos dos fluxos de pesquisas dos assessores financeiros em F&A e, ainda, propor novos rumos de pesquisa nesta temática. A contratação e influência dos assessores financeiros em F&A tem sido examinado mais profundamente na área de finanças, e muito menos na área de estratégia e negócios internacionais ou outras áreas de administração (Gouveia *et al.*, 2020). Nesta revisão de literatura focamos mais particularmente as questões de pesquisa exploradas, as teorias usadas e os métodos empregues nos estudos publicados. Uma amostra de 46 artigos publicados sustentou as análises.

As questões de pesquisa evidenciadas ao longo destes últimos quarenta anos (1980-2022) sobre os assessores financeiros em fusões e aquisições, apresentam uma relação direta com a expectativa de desempenho positivo para uma das partes (no caso os adquirentes). É de se esperar que as aquisições de empresas por ser uma estratégia arriscada torne-se vantajosa à medida que venha gerar ganhos sinérgicos (a formação da nova empresa tem que ser maior em termos patrimoniais do que quando isoladas). Por isso, as questões enfatizam os bancos de investimentos como principais intermediários financeiros neste contexto (Beatty & Ritter, 1986; Servaes & Zenner, 1996; Rau, 2000a; Bao & Edmans, 2011; Chuang, 2017b), e não somente em ambiente de economias desenvolvidas como os EUA, mas também nas economias emergentes como a China.

Uma frente de pesquisas tem proposto entender desde os anos 1990 como os bancos de investimentos são determinantes nas escolhas. Por exemplo, Servaes & Zenner (1996) questionaram o papel dos bancos de investimento nas grandes aquisições realizadas nos EUA entre 1981 a 1992, seus resultados destacam que a complexidade da operação é uma das determinantes pela escolha, contudo a presença destes bancos como assessores financeiros não impactou nos retornos. Usando uma amostra de 5.337 negócios também nos EUA entre os anos de 1995 e 2000, Hunter & Jagtiani (2003) verificaram se a escolha por assessores financeiros *top tier* (primeira linha) a despeito de consultores de níveis inferiores resultava em melhor desempenho. Seus resultados apontam para a capacidade de fechar negócios, porém ser *top tier* era irrelevante e os ganhos após a conclusão da operação tendem a diminuir.

Os estudos têm levado adiante entender o papel dos bancos de investimentos nas F&A. Isto é notório desde o estudo de Beatty & Ritter (1986) questionando a valorização e desvalorização das ofertas públicas iniciais (IPO) mostrando que os bancos de investimentos impõe este equilíbrio de IPO, ou ainda, no estudo de Servaes & Zenner (1996) reportando que a complexidade e tipo de transação, a experiência com aquisições anteriores e o grau de diversificação das empresas são os determinantes na contratação de bancos de investimentos

para assessorar em F&A. E ainda em estudos mais recentes, por exemplo em Leledakis *et al.* (2021) destacando o papel da assimetria de informações nas ofertas públicas comparadas as ofertas privadas, e mostrando que os bancos ganham (perdem) quando adquirem empresas privadas (empresas públicas).

Em uma perspectiva complementar, as pesquisas sobre os assessores financeiros em fusões e aquisições se importaram com o papel das consultorias independentes e seus resultados nas conclusões das transações de F&A. Os resultados de Song *et al.*, (2013) mostram que a contratação de assessores *toptier* é provável quando o negócio é pequeno, quando a transação é hostil ou quando é uma transação de ações em oposição a uma oferta em dinheiro. Ademais, o conhecimento especializado destes consultores em determinados setores é especialmente notável em negócios assessorados por uma equipe composta por consultores de serviço completo e consultores de boutique.

A contratação de assessores *toptier* pelo adquirente afeta positivamente os resultados do negócio. Um adquirente com um assessor *toptier* paga um prêmio menor pelo alvo e o uso de um assessor *toptier* pelo adquirente está associado a uma maior duração do negócio. Com resultados semelhantes, Loyeung (2019) conclui que os assessores financeiros *toptier* são preferidos quando o negócio é considerado complexo e quando a assimetria de informações é alta. E que as vantagens de contratar assessores financeiros *toptier* ocorrem tanto para os adquirentes quanto para as empresas-alvo.

Em outra frente de discussões as pesquisas começaram, mesmo que incipientemente, a questionar no mercado de F&A o desempenho das assessorias financeiras em contextos de países economicamente emergentes como a China (Francis *et al.*, 2014a; Li *et al.*, 2016; Bi & Wang, 2018a, 2018b; Lyu & Wang, 2020). Ainda que a ênfase das questões de pesquisas e escolhas teóricas sejam permanentes na relação de assessores financeiros e desempenho nas transações de F&A (conclusão e criação de valor), há uma inicial desconcentração do foco em economias desenvolvidas para realidades econômicas emergentes.

6 Conclusão

Realizamos esta RSL para analisar a pesquisa acumulada sobre os assessores financeiros em F&A de empresas. Escrutinamos as questões de pesquisas, as principais perspectivas teóricas utilizadas e detalhamos aspectos dominantes dos métodos abordados nesta literatura. Podemos afirmar que as pesquisas ainda têm conclusões divergentes e em alguns casos resultados incipientes.

Alguns estudos que questionaram a escolha por bancos de investimentos frente aos assessores independentes reportam ganhos, poder de barganha, redução custos a partir do controle de assimetria de informações e contratação condicionada à criação de valor como determinantes do papel dos assessores financeiros nas F&A. No entanto, outros estudos mostram que assessores financeiros independentes com estas mesmas determinantes são capazes de entregar tão bons resultados quanto os bancos de investimentos. Por isso, novos rumos para esta literatura podem considerar aspectos como a reputação e a experiência dos assessores financeiros, o tamanho da transação (ativo total), o tempo de conclusão das F&A, para melhor explicar estes resultados. Adicionalmente, constatamos que a maioria destas pesquisas seguem com aspectos teóricos e hipóteses evidenciadas a partir das Teorias dos Custos de Transação, Teoria da Firma e Teoria da Agência.

Limitações e pesquisa futura

O estudo possui algumas limitações. Apesar de termos feito uma busca exaustiva, usando duas bases de dados de artigos e a técnica de *snowballing*, não podemos excluir que

existam outros artigos no tema em outros periódicos de áreas ou disciplinas distintas. Ainda assim, não antevemos que os resultados da análise se alterem com eventuais artigos adicionais, com a eventual exceção da adição de outras perspectivas teóricas.

Uma linha ampla de pesquisa que merece maior foco e se tem revelado relativamente incipiente versa o processo de F&A, como notado já por Jemison e Sitkin (1986) e Ferreira *et al.*, (2014). Esta lacuna ficou latente na revisão de literatura. Assim, novos estudos podem enfatizar o processo de F&A, o que inclui aspectos como o acesso às informações, os tomadores de decisão, as equipes internas e todo o processo de produção e qualidade das informações que sustentam o serviço dos assessores nas F&A. Esperamos que com estas pesquisas possamos entender melhor o contexto processual e as questões internas que permeiam as transações de F&A. São incipientes as pesquisas voltadas aos aspectos comportamentais dos assessores em F&A e também ao entendimento de mensuração do valor criado. Por isso, em novos estudos podemos dispor de teorias comportamentais (psicologia cognitiva e social, estratégia comportamental) a fim de entendermos como a emoção, a razão, a arrogância dos CEO, a reputação, a cultura, o ambiente institucional e outras características comportamentais e culturais podem impactar nas informações produzidas e decisões produzidas por assessores nas F&A.

REFERÊNCIAS

- Aktas, N., Boone, A., Witkowski, A., Xu, G., & Yurtoglu, B. (2021). The role of internal M&A teams in takeovers. *Review of Finance*, 25(4), 1047–1088. <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa034>
- Allen, L., Jagtiani, J., Peristiani, S., & Saunders, A. (2004). The role of bank advisors in mergers and acquisitions. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36(2), 197–224. <https://doi.org/10.1353/mcb.2004.0008>.
- Angwin, D. (2001). Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisers. *Journal of World Business*, 36(1), 32–57. [https://doi.org/10.1016/S1090-9516\(00\)00053-5](https://doi.org/10.1016/S1090-9516(00)00053-5).
- Bao, J., & Edmans, A. (2011). Do investment banks matter for M&A returns? *Review of Financial Studies*, 24(7), 2286–2315. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr014>
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90055-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90055-3).
- Bi, X., & Wang, D. (2018). Top-tier financial advisors, expropriation and Chinese mergers & acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 57, 157–166. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.03.002>.
- Bowers, H., & Miller, R. (1990). Choice of investment banker and shareholders' wealth of firms involved in acquisitions. *Financial Management*, 19(4), 34. <https://doi.org/10.2307/3665608>.
- Brito, A., Silva, A., & Andrade, C. (2021). Teoria institucional e finanças: Uma revisão sistemática da literatura. *Teoria e Prática em Administração*, 12(1). <https://doi.org/10.22478/ufpb.2238-104X.2022v12n1.58727>.
- Chang, X., Shekhar, C., Tam, L., & Yao, J. (2016). Industry expertise, information leakage and the choice of M&A advisors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1–2), 191–225. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12165>
- Chaudhry, A., Kontonikas, A., & Vagenas-Nanos, E. (2022). Social networks and the informational role of financial advisory firms centrality in mergers and acquisitions.

- British Journal of Management*, 33(2), 958–979. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12477>.
- Chemmanur, T., Ertugrul, M., & Krishnan, K. (2019). Is it the investment bank or the investment banker? A study of the role of investment banker human capital in acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(2), 587–627. <https://doi.org/10.1017/S002210901800073X>.
- Chuang, K.-S. (2017a). Corporate life cycle, investment banks and shareholder wealth in M&As. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 63, 122–134. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.02.008>.
- Chuang, K.-S. (2017b). The role of investment banks on the impact of firm performance in mergers and acquisitions: Evidence from the Asia-Pacific market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(3), 677–699. <https://doi.org/10.1007/s11156-016-0564-2>.
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386–405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>.
- Davidson III, W., Tong, S., & Proctor, R. (2008). Why bidding firms do not hire financial advisors in mergers and acquisitions. *Corporate Ownership and Control*, 5(3), 316–323. <https://doi.org/10.22495/cocv5i3c2p7>.
- Ertugrul, M., & Krishnan, K. (2011). Advisor skill and acquisition performance: Do investment bankers make a difference? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1283738>.
- Ferreira, M., Santos, J., Almeida, M., & Reis, N. (2014). Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980–2010. *Journal of Business Research*, 67(12), 2550–2558. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.03.015>.
- Forte, G., Iannotta, G., & Navone, M. (2010). The banking relationship's role in the choice of the target's advisor in mergers and acquisitions: The banking relationship's role in the choice of the target's advisor in M&As. *European Financial Management*, 16(4), 686–701. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00481.x>.
- Francis, B., Hasan, I., & Sun, X. (2014a). The certification role of financial advisors in cross-border M&As. *International Review of Financial Analysis*, 32, 143–158. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.01.003>.
- Francis, B., Hasan, I., & Sun, X. (2014b). Does relationship matter? The choice of financial advisors. *Journal of Economics and Business*, 73, 22–47. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.12.002>.
- Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. (2012). When it pays to pay your investment banker: new evidence on the role of financial advisors in M&As. *The Journal of Finance*, 67(1), 271–311. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01712.x>.
- Gouveia, L., Ferreira, M., & Ramos, H. (2020). How hiring financial advisors in cross-border acquisitions in the BRICs is driven by the target country institutional image and home-target distance. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 17(2), 211–244. <https://doi.org/10.4013/base.2020.172.02>.
- Hackethal, A., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2012). Financial advisors: A case of babysitters? *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 509–524. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.08.008>.
- Hambrick, D., & Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206. <https://doi.org/10.2307/25843415>.

- Hambrick, D., & Quigley, T. (2014). Toward more accurate contextualization of the CEO effect on firm performance: Toward more accurate contextualization of the CEO effect. *Strategic Management Journal*, 35(4), 473–491. <https://doi.org/10.1002/smj.2108>.
- Hayward, M. (2003). Professional influence: The effects of investment banks on clients' acquisition financing and performance. *Strategic Management Journal*, 24(9), 783–801. <https://doi.org/10.1002/smj.336>
- Hunter, W., & Jagtiani, J. (2003). An analysis of advisor choice, fees, and effort in mergers and acquisitions. *Review of Financial Economics*, 12(1), 65–81. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(03\)00007-7](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(03)00007-7)
- Ismail, A. (2010). Are good financial advisors really good? The performance of investment banks in the M&A market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 35(4), 411–429. <https://doi.org/10.1007/s11156-009-0155-6>
- Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986). Corporate acquisitions: A process perspective. *Academy of management review*, 11(1), 145-163. <https://doi.org/10.5465/amr.1986.4282648>
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. 56.
- LaPES. (2023). LaPES. LaPES- Laboratório de Pesquisa em Engenharia de Software. <http://lapes.dc.ufscar.br/>
- Law, K., & Zuo, L. (2021). How does the economy shape the financial advisory profession? *Management Science*, 67(4), 2466–2482. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2020.3655>
- Leledakis, G., Mamatzakis, E., Pyrgiotakis, E., & Travlos, N. (2021). Does it pay to acquire private firms? Evidence from the U.S. banking industry. *The European Journal of Finance*, 27(10), 1029–1051. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2020.1799835>
- Li, J., Li, P., & Wang, B. (2016). Do cross-border acquisitions create value? Evidence from overseas acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 25(2), 471–483. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2015.08.003>
- Lofgren, K.-G., Persson, T., & Weibull, J. (2002). Markets with asymmetric information: The contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz. *The Scandinavian Journal of Economics*, 104(2), 195–211.
- Loyeung, A. (2019). The role of boutique financial advisors in mergers and acquisitions. *Australian Journal of Management*, 44(2), 212–247. <https://doi.org/10.1177/0312896218792970>
- Lyu, H., & Wang, W. (2020). Individual financial advisor's reputation concern and M&A performance: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 60, 101281. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101281>
- Ma, Q. (2013). Investment banks advising takeover targets. *Journal of Economics and Finance*, 37(3), 339–374. <https://doi.org/10.1007/s12197-011-9192-9>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction☆. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20–43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>
- McCarthy, K., & Noseleit, F. (2022). Too many cooks spoil the broth: On the impact of external advisors on mergers and acquisitions. *Review of Managerial Science*, 16(6), 1817–1852. <https://doi.org/10.1007/s11846-021-00467-8>
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American journal of sociology*, 83(2), 340-363. <https://doi.org/10.1086/226550>

- Michel, A., Shaked, I., & Lee, Y.-T. (1991). An evaluation of investment banker acquisition advice: the shareholders' perspective. *Financial Management*, 20(2), 40.
<https://doi.org/10.2307/3665728>
- Ouyang, W. (2015). The effect of M&A advisors' opinions on acquirer shareholder voting. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 57, 175–190.
<https://doi.org/10.1016/j.qref.2014.11.004>
- Page, M. J., McKenzie, J. E., Bossuyt, P. M., Boutron, I., Hoffmann, T. C., Mulrow, C. D., ... Moher, D. (2021). The PRISMA 2020 statement: an updated guideline for reporting systematic reviews. *BMJ*, n71. doi:10.1136/bmj.n71
- Post, C., Sarala, R., Gatrell, C., & Prescott, J. (2020). Advancing theory with review articles. *Journal of Management Studies*, 57(2), 351–376. <https://doi.org/10.1111/joms.12549>
- PRISMA. (2023). PRISMA. PRISMA Transparent Reporting of Systematic Reviews and meta-analyses. <http://www.prisma-statement.org/PRISMAStatement/>
- Raghavendra Rau, P. (1998). Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 223–253. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00023-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00023-3)
- Rau, P. (2000). Investment bank market share, contingent fee payments, and the performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 293-324.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00042-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00042-8)
- Sahyoun, B., Giannopoulos, G., Anagnostopoulos, Y., & Sykianakis, N. (2018). Mergers and acquisitions: The impact of hiring financial advisors on acquirer shareholder wealth in the us and uk financial services sector. Em S. Roukanas, P. Polychronidou, & A. Karasavvoglou (Orgs.), *The Political Economy of Development in Southeastern Europe* (p. 161–197). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-93452-5_10
- Serra, F., Trés, G., & Ferreira, M. (2016). The 'CEO' effect on the performance of Brazilian companies: An empirical study using measurable characteristics: CEO characteristics versus performance. *European Management Review*, 13(3), 193–205.
<https://doi.org/10.1111/emre.12079>
- Servaes, H., & Zenner, M. (1996). The role of investment banks in acquisitions. *Review of Financial Studies*, 9(3), 787–815. <https://doi.org/10.1093/rfs/9.3.787>
- Sibilkov, V., Straska, M., & Waller, H. (2013). Do firms use M&A business to pay for analyst coverage? *Financial Review*, 48(4), 725–751. <https://doi.org/10.1111/fire.12022>
- Song, W., Wei, J. (Diana), & Zhou, L. (2013). The value of "boutique" financial advisors in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 20, 94–114.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.12.003>
- Stingl, V., & Geraldi, J. (2017). Errors, lies and misunderstandings: Systematic review on behavioural decision making in projects. *International Journal of Project Management*, 35(2), 121–135. <https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2016.10.009>
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic management journal*, 18(7), 509-533.
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British Journal of Management*, 14(3), 207–222. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>
- Sierra, J., Serra, F., Guerrazzi, L., & Teixeira, J. (2019). Revisão Sistemática sobre a influência dos executivos no desempenho das empresas na perspectiva da teoria do alto escalão. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, 11(2), 216–240.
<https://doi.org/10.24023/FutureJournal/2175-5825/2019.v11i2.442>