

**ANÁLISE DAS DETERMINANTES DA ESCOLHA E INFLUÊNCIA DOS
ASSESSORES FINANCEIROS NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS:
EVIDÊNCIAS A PARTIR DE UMA META-ANÁLISE**

*ANALYSIS OF THE DETERMINANTS OF THE CHOICE AND INFLUENCE OF
FINANCIAL ADVISORS IN COMPANY MERGERS AND ACQUISITIONS: EVIDENCE
FROM A META-ANALYSIS*

LEANDRO RODRIGUES DE OLIVEIRA
UNINOVE – UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO

FERNANDO ANTONIO RIBEIRO SERRA
UNINOVE – UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO

MANUEL PORTUGAL
INSTITUTO POLITÉCNICO DE LEIRIA - LEIRIA - PORTUGAL

ANDERSON NERY FREITAS
UNINOVE – UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO

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»

ANÁLISE DAS DETERMINANTES DA ESCOLHA E INFLUÊNCIA DOS ASSESSORES FINANCEIROS NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS: EVIDÊNCIAS A PARTIR DE UMA META-ANÁLISE

Objetivo do estudo

O objetivo nesta meta-análise é entender quais características dos assessores financeiros impactam positivamente no desempenho das F&A e, ainda, se a reputação dos assessores financeiros modera positivamente essa relação.

Relevância/originalidade

Esta meta-análise é relevante para a compreensão da literatura de assessores financeiros nas F&A, pois propomos uma síntese das principais variáveis estudadas na literatura que podem explicar o que determina a escolha e a influência dos assessores financeiros nas F&A.

Metodologia/abordagem

Estudo meta-analítico com suporte em uma revisão sistemática da literatura (RSL), cuja amostra final resultou em 46 artigos. Identificamos e codificamos 822 variáveis (Financial Advisor, Performance e Reputation) base para o modelo final de análise com 64 variáveis e 13 estudos.

Principais resultados

Os resultados mostram que a experiência, a competência, o menor número de assessores financeiros aconselhando, os altos honorários pagos e a reputação dos assessores financeiros estão positivamente relacionadas com o desempenho das F&A. Por fim, existe moderação positiva quanto a experiência.

Contribuições teóricas/metodológicas

Contribuímos com a literatura de F&A, principalmente mostrando qual o efeito estatístico dos estudos que mensuram a escolha e influência dos assessores financeiros no desempenho das F&A. Esta meta-análise mostra quais relações de desempenho nesta literatura se confirmam e quais são relevantes.

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. Com esta meta-análise gestores e interessados em F&A podem direcionar melhor suas decisões sobre a contratação de assessores financeiros nas F&A.

Palavras-chave: Fusões & Aquisições, Assessores Financeiros, Consultores Financeiros, Finanças, Meta-análise

ANALYSIS OF THE DETERMINANTS OF THE CHOICE AND INFLUENCE OF FINANCIAL ADVISORS IN COMPANY MERGERS AND ACQUISITIONS: EVIDENCE FROM A META-ANALYSIS

Study purpose

The objective of this meta-analysis is to understand which characteristics of financial advisors have a positive impact on M&A performance and, furthermore, whether the reputation of financial advisors positively moderates this relationship.

Relevance / originality

This meta-analysis is relevant for understanding the literature on financial advisors in M&A, as we propose a synthesis of the main variables studied in the literature that may explain what determines the choice and influence of financial advisors in M&A.

Methodology / approach

Meta-analytical study supported by a systematic review of the literature, whose final sample resulted in 46 articles. We identified and coded 822 variables (Financial Advisor, Performance and Reputation) as a basis for the final analysis model with 64 variables and 13 studies.

Main results

The results show that experience, competence, fewer financial advisors advising, high fees paid and reputation of financial advisors are positively related to M&A performance. Finally, there is positive moderation regarding experience.

Theoretical / methodological contributions

We contribute to the M&A literature, mainly by showing the statistical effect of studies that measure the choice and influence of financial advisors on M&A performance. This meta-analysis shows which performance relationships in this literature are confirmed and which are relevant.

Social / management contributions

This study may be useful for managers and other financial professionals interested in understanding financial advisors in M&A. With this meta-analysis, managers and stakeholders in M&A can better direct their decisions on hiring financial advisors in M&A.

Keywords: Mergers & Acquisitions, Financial Advisors, Financial Consultants, Finance, Meta-analysis

ANÁLISE DAS DETERMINANTES DA ESCOLHA E INFLUÊNCIA DOS ASSESSORES FINANCEIROS NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS: EVIDÊNCIAS A PARTIR DE UMA META-ANÁLISE

1 Introdução

Os assessores financeiros são escolhidos para aconselhar em fusões e aquisições (F&A), principalmente, sob o pressuposto de que agregam valor nas F&A (Loyeung, 2019). Algumas pesquisas tem evidenciado que as determinantes (razões) para escolha dos assessores financeiros tendem estar relacionadas a sua capacidade de gerar desempenho financeiro positivo (agregar valor) nas F&A (por exemplo, estudos de Michel *et al.*, 1991; Al – Sabri *et al.*, 2022). Outras pesquisas seguem mostrando que os resultados ainda são contraditórios ou inconclusivos quanto a influência dos assessores financeiros no desempenho financeiro das F&A (por exemplo, Hunter & Jagtiani, 2003), de modo que nem sempre os assessores financeiros estão relacionados a retornos positivos.

Fato é que a maioria das pesquisas tem mostrado razões de desempenho financeiro como principais pressupostos que determinam a contratação e influência destes assessores nas F&A (Servaes & Zenner, 1996; Leledakis *et al.*, 2021). Estas pesquisas evidenciam razões ligadas a competência, a experiência, aos honorários (Hunter & Jagtiani, 2003) para orientar, conduzir e gerar resultados positivos nas F&A (McCarthy & Noseleit, 2022). No entanto, alguns estudos mostram que a geração de desempenho financeiro positivo por si só não explica a escolha dos assessores financeiros (por exemplo, Lyu & Wang, 2020). E que devemos considerar, por exemplo, variáveis ligadas à complexidade da operação (Servaes & Zenner, 1996), aos custos da transação e da contratação (Davidson III *et al.*, 2008), ao ambiente institucional (Li *et al.*, 2016). O que reforça serem, ainda, contraditórios os resultados nesta literatura.

Ainda existe divergência sobre o que realmente motiva as empresas contratantes – alvos ou adquirentes – realizar a escolha por assessores financeiros e, mais ainda, não são conclusivas nas pesquisas as principais variáveis explicativas das influências destes assessores financeiros nas F&A. Muito embora, a literatura acumulada tem empreendido esforços para analisar, por exemplo, o ambiente institucional das empresas em F&A (Ferreira *et al.*, 2014), as características dos assessores financeiros (reputação, experiência, custos) junto à aspectos do mercado de F&A (tipo de economia, tamanho da operação), neste tema ainda deve existir aspectos que julgamos ser anteriores, por exemplo o poder decisório e influência dos CEO na escolha dos assessores financeiros e no desempenho das F&A. Estas frentes de estudos foram estudadas de forma incipiente (Al – Sabri *et al.*, 2022) e pode ajudar a explicar esta divergência que ainda persiste.

Por isso, a questão de pesquisa nesta meta-análise é: Quais características dos assessores financeiros impactam positivamente no desempenho das F&A? E, ainda, a reputação dos assessores financeiros modera positivamente esta relação? O objetivo é analisar as características dos assessores financeiros que influenciam o retorno positivo nas operações de F&A. Com essa meta-análise esperamos sintetizar as principais variáveis estudadas na literatura e ajudar a explicar o que determina a escolha e a influência dos assessores financeiros nas F&A.

Metodologicamente este estudo é meta-analítico com suporte em uma revisão sistemática da literatura (RSL), cuja amostra final resultou em 46 artigos. A partir desta amostra final procedemos com a identificação, listagem e classificação de todas as variáveis em cada um dos 46 artigos, resultando em 822 variáveis. Seguidamente, classificamos as variáveis como dependentes e independentes. Para esta meta-análise consideramos apenas estudos cujas variáveis independentes eram características dos assessores financeiros (*Financial Advisor*) e

como variáveis dependentes as que mensuravam o desempenho das F&A (*Performance*). Adicionalmente, todas as variáveis de reputação dos assessores financeiros foram classificadas como moderadora (*Reputation*). Nesta meta-análise consideramos 21 artigos e 114 variáveis no modelo completo e, após os testes de robustez, chegamos a 13 artigos no modelo de subgrupo (0- *Nontoptier* e 1 – *Toptier*), nos quais identificamos e classificamos 64 variáveis para a amostra final.

Neste estudo destacamos pelo menos duas contribuições teóricas-empíricas. Primeiro, contribuimos com a literatura de F&A, principalmente mostrando qual o efeito estatístico dos estudos que mensuram os assessores financeiros no desempenho das F&A. Segundo, contribuimos metodologicamente com estudos observacionais, de modo que ao verificar e analisar um conjunto de variáveis principais da literatura dos assessores financeiros em F&A podemos avançar com estudos empíricos mais direcionados e assertivos. Uma meta-análise pode ajudar a verificar quais relações de desempenho nesta literatura são relevantes.

Organizamos este estudo em seis partes. Após esta introdução, revisamos a literatura sobre os assessores financeiros em F&A (referencial teórico) fornecendo um conjunto de hipóteses. Em seguida, apresentamos o método, incluindo procedimento de coleta de dados, amostra, variáveis 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

Características como a experiência, a reputação (Loyeung, 2019) e dados como o tempo de conclusão, a quantidade de assessores nas operações realizadas (McCarthy & Noseleit, 2022) e os custos de contratação (honorários) dos assessores financeiros ajudam a explicar o desempenho financeiro das F&A. Estas são, em parte, as principais informações que servem de base para explicar as determinantes (razões) para a escolha e influência dos assessores financeiros nas F&A. Por exemplo, Hunter & Jagtiani (2003) estudaram o tempo de conclusão das F&A, a experiência, os honorários e a reputação dos assessores financeiros em relação aos ganhos dos adquirentes - e mostraram que assessores *toptier* são mais propensos a concluir F&A e concluí-las em menor tempo, seus altos honorários não tem relação com o tempo de conclusão (apenas com os maiores ganhos aos adquirentes), e que os assessores *toptier* minimizam os ganhos sinérgicos. Loyeung (2019) também considerou o tempo de conclusão e reputação dos assessores financeiros no desempenho das F&A e seus resultados sugeriram que para os adquirentes os assessores *toptier* influenciam positivamente no desempenho pós-fusão, já para os alvos o benefício é mais conclusão das F&A com retornos anormais cumulativos positivos.

2.1 Experiência e competência dos assessores financeiros

A experiência dos assessores financeiros desempenha um papel integral e positivo no desempenho das operações de Fusões e Aquisições (F&A). Esta proposição é embasada em diversas características inerentes a esses profissionais, tais como a experiência e a reputação, que são identificadas por Loyeung (2019) como elementos cruciais para o sucesso das F&A. A eficiência temporal de um assessor financeiro na condução de uma F&A e o número de assessores envolvidos na operação têm uma influência direta sobre seu desempenho financeiro (McCarthy & Noseleit, 2022). A isto se soma o investimento financeiro associado à contratação desses assessores, representado pelos honorários, que se constitui um componente relevante na determinação do sucesso das F&A.

Assessores financeiros de alto escalão, também conhecidos como *toptier*, demonstram uma notável eficiência na condução das F&A. O estudo de Hunter & Jagtiani (2003) evidencia

que os honorários mais elevados desses consultores de alto nível correspondem a um investimento que rende ganhos substanciais para os adquirentes. Ainda que um assessor financeiro de alto escalão tenha sucesso numa F&A, essa operação não apenas contribui para a construção de uma reputação positiva, mas também potencializa o desempenho nas operações subsequentes de F&A (Loyeung, 2019).

A experiência em F&A é uma construção contínua, um aprimoramento constante, conforme apontado por Law & Zuo (2021). Assim, quanto mais diversificados os contextos econômicos em que os assessores financeiros realizam F&A - seja em mercados desenvolvidos ou emergentes - mais habilidosos e preparados eles estarão para lidar com situações variadas. Esta pluralidade de experiências aperfeiçoa a competência do assessor, conferindo uma maior segurança para os contratantes nas operações de F&A (Lyu & Wang, 2020; Gouveia *et al.*, 2020). A contratação de assessores financeiros com uma vasta experiência e uma reputação positiva é, portanto, uma estratégia que pode maximizar os resultados positivos em operações de F&A, por isso, em relação a experiência dos assessores nas F&A, testaremos a hipótese a seguir.

Hipótese H1: A experiência dos assessores financeiros em F&A está positivamente relacionada com o desempenho das F&A.

A competência dos assessores financeiros estaria ligada diretamente com a capacidade de conclusão eficaz das operações de F&A (Hunter & Jagtiani, 2003). McCarthy & Noseleit (2022) argumentam que um menor tempo de conclusão e uma menor quantidade de assessores financeiros envolvidos em uma operação de F&A podem resultar em habilidades aprimoradas para reduzir custos de transação e minimizar assimetrias de informação. Estes aspectos podem, por sua vez, melhorar o desempenho geral das operações de F&A.

Adicionalmente, a quantidade de assessores envolvidos em uma operação de F&A pode ter impacto direto no seu desempenho. Quando menos assessores financeiros são contratados, o poder comunicacional nas F&A se torna mais eficaz, o que pode conduzir à criação de maior valor financeiro (McCarthy & Noseleit, 2022). Os adquirentes tendem a privilegiar assessores financeiros capazes de concluir as operações de F&A em um período mais curto, buscando garantir taxas mais vantajosas para o prêmio a ser pago e também reduzir o tempo total da operação (Loyeung, 2019). A competência e habilidade dos assessores financeiros em negociações são cruciais para otimizar a duração da operação, resultando em uma maior eficiência (Servaes & Zenner, 1996). Esta eficiência é resultante da competência e experiência dos assessores financeiros, que estão em posição de reduzir custos de transação, minimizar assimetrias de informação, melhorar a comunicação e, por consequência, aumentar o desempenho das F&A. Considerando que o quantitativo de assessores financeiros nas F&A e o tempo de conclusão podem influenciar no desempenho das F&A, testaremos a hipótese a seguir.

Hipótese H2: O menor número de assessores financeiros e o menor tempo de conclusão nas F&A estão positivamente relacionados com o desempenho das F&A.

2.2 Reputação e honorários dos assessores financeiros

Assessores financeiros *toptier* são reconhecidos pela reputação distinta no mercado, característica que muitas vezes justifica os altos honorários por seus serviços, uma vez que tendem a concluir as F&A de forma mais rápida (Hunter & Jagtiani, 2003). Outra dimensão a ser considerada é o impacto desses assessores no desempenho das F&A. Evidências sugerem

que a presença de assessores *toptier* tem uma influência positiva no desempenho pós-fusão para os adquirentes, enquanto para os alvos, o principal benefício parece ser a conclusão das F&A com retornos anormais cumulativos positivos (Loyeung, 2019).

Em síntese, a reputação dos assessores financeiros pode ser vista como indicativos significativos do desempenho das F&A. Sendo assim, assessores de renome têm sido associados a melhores resultados e maiores probabilidades de conclusão das operações de F&A (Hunter & Jagtiani, 2003; Loyeung, 2019). Esta perspectiva é reforçada por estudos que mostram que assessores de prestígio possuem as habilidades e o poder de barganha necessários para melhorar os resultados e a probabilidade de conclusão das F&A (Guo *et al.*, 2020). A fim de verificar a influência reputacional dos assessores financeiros no desempenho das F&A, testaremos a hipótese a seguir.

Hipótese H3: Assessores financeiros *toptier* estão positivamente relacionados com o desempenho das F&A.

Os altos honorários dos assessores financeiros têm sido associados a um melhor desempenho das operações de F&A (Hunter & Jagtiani, 2003). Isso pode ser atribuído à habilidade e competência desses profissionais, que muitas vezes são provenientes de instituições *toptier*. Estes, ao cobrarem honorários mais elevados, tendem a demonstrar uma maior propensão para concluir as F&A em um período de tempo menor. Curiosamente, a pesquisa de Hunter & Jagtiani (2003) mostra que esses honorários não estão relacionados ao tempo de conclusão, mas sim à geração de maiores ganhos para os adquirentes.

O relacionamento positivo entre os altos honorários dos assessores financeiros e o desempenho das F&A também foi corroborado por outros estudos (Michel *et al.*, 1991; Davidson III *et al.*, 2008). Nestes casos, o retorno financeiro positivo das F&A justifica, em parte, a cobrança de altas taxas de assessoria. Ademais, tanto adquirentes quanto alvos esperam que a contratação de assessores financeiros com honorários elevados resulte em operações de F&A concluídas com sucesso e desempenho positivo (Guo *et al.*, 2020; Leledakis *et al.*, 2021). Por isso, em relação a influência dos honorários dos assessores e desempenho nas F&A, testaremos a hipótese a seguir.

Hipótese H4: Os altos honorários dos assessores financeiros estão positivamente relacionados com o desempenho das F&A.

2.3 Reputação assessores financeiros como variável moderadora

A reputação dos assessores financeiros, sejam eles comuns ou *toptier*, tem sido identificada por várias pesquisas como um componente crítico que afeta o desempenho das F&A (Hunter & Jagtiani, 2003; Loyeung, 2019; McCarthy & Noseleit, 2022). Esta reputação, construída através de anos de experiência, habilidades demonstradas, ganhos realizados e eficiência na conclusão das F&A, torna-se um ativo intangível de grande valor no mercado financeiro (Michel *et al.*, 1991; Hunter & Jagtiani, 2003; Allen *et al.*, 2004; Song *et al.*, 2013; Loyeung, 2019).

A experiência por si só já tem uma correlação positiva com o desempenho das F&A, porém, quando combinada com uma alta reputação, essa relação é potencializada. A ideia central é que um assessor financeiro com alta reputação traz consigo um histórico de sucesso e competência que reforça a confiança dos *stakeholders* na realização bem-sucedida das F&A. Assessores *toptier*, conhecidos pela alta reputação e especialização em determinados setores,

mostram-se particularmente aptos a concluir F&A menores com êxito (Song *et al.*, 2013). Isso indica que a consolidação da reputação desses profissionais, impulsionada pela experiência acumulada, tem o potencial de aumentar os ganhos nas F&A.

De acordo com Lyu & Wang (2020), em transações onde a reputação dos assessores financeiros é um fator de peso, as chances de conclusão das F&A e os ganhos finais são significativamente aumentados. Parece ser importante analisar se há moderação pela reputação dos assessores financeiros entre a experiência e o desempenho. Por isso, testaremos a hipótese moderadora a seguir.

Hipótese H5: A relação positiva entre a experiência dos assessores financeiros e o desempenho das F&A é moderada pela reputação dos assessores financeiros, de forma que o desempenho positivo nas F&A aumentará mais conforme aumenta a reputação dos assessores financeiros.

A reputação dos assessores financeiros desempenha um papel fundamental nas F&A, influenciando não apenas a eficiência, mas também os resultados dessas transações (Hunter & Jagtiani, 2003; Loyeung, 2019). É bem estabelecido que um menor número de assessores financeiros e uma conclusão mais rápida das F&A estão positivamente relacionados com o desempenho dessas operações. No entanto, essa relação pode ser ainda mais potencializada quando os assessores financeiros envolvidos possuem uma alta reputação. Ou seja, assessores *toptier*, que são bem vistos no mercado, são capazes de concluir F&A mais rapidamente e com ganhos maiores, aumentando assim o desempenho geral dessas transações (Hunter & Jagtiani, 2003; Loyeung, 2019).

Além disso, quando consideramos o número de assessores financeiros envolvidos em uma operação, os assessores *toptier*, por sua expertise e eficiência, tendem a atuar em menor número e em transações de menor tamanho. Isso sugere que, quanto maior a reputação dos assessores, menor o número de profissionais envolvidos, o que, por sua vez, implica em um aumento nos ganhos nas F&A. McCarthy & Noseleit, (2022) indicam que transações conduzidas por um único assessor de alta reputação tendem a ter maiores chances de conclusão e a gerar ganhos finais maiores. Portanto, pode ser relevante analisar se há moderação pela reputação dos assessores financeiros entre o quantitativo de assessores financeiros com menor tempo de conclusão e o desempenho das F&A. Por isso, testaremos a hipótese moderadora a seguir.

Hipótese H6: A relação positiva entre o menor número de assessores financeiros mais menor tempo de conclusão nas F&A, e o desempenho das F&A é moderada pela reputação dos assessores financeiros, de forma que o desempenho positivo nas F&A aumentará mais conforme aumenta a reputação dos assessores financeiros.

A reputação dos assessores financeiros é um componente importante nas F&A, influenciando não apenas os custos, mas também os resultados dessas transações. Parece haver indícios de que à medida que a reputação dos assessores financeiros aumenta, o impacto positivo dos altos honorários no desempenho das F&A tende a ser ainda maior. Estudos anteriores estabeleceram uma relação positiva entre os honorários elevados dos assessores financeiros e o desempenho das F&A (Michel *et al.*, 1991; Hunter & Jagtiani, 2003; Song *et al.*, 2013). Isso pode ser devido ao fato de que assessores *toptier*, com uma reputação estabelecida, tendem a cobrar mais por seus serviços. O prêmio em seus honorários é muitas

vezes justificado por sua competência superior e habilidades especializadas, o que, por sua vez, leva a maiores ganhos nas F&A.

Além disso, é importante notar que os assessores *toptier* são os mais requisitados no mercado e, por isso, podem cobrar taxas de consultoria mais altas. Esses honorários elevados, embora representem um custo inicial mais alto para as empresas, muitas vezes se traduzem em um melhor desempenho nas F&A, graças à experiência e competência que esses assessores trazem para a mesa. Assim, à medida que a reputação desses assessores financeiros aumenta, a relação positiva entre seus honorários e o desempenho das F&A se intensifica. Considerando a influência da reputação dos assessores financeiros entre os altos honorários cobrados e o desempenho, testaremos a hipótese moderadora a seguir.

Hipótese sete (H7): A relação positiva entre os altos honorários dos assessores financeiros e o desempenho das F&A é moderada pela reputação dos assessores financeiros, de forma que o desempenho positivo nas F&A aumentará mais conforme aumenta a reputação dos assessores financeiros.

A relação entre as características dos assessores financeiros e o desempenho das F&A formam a base do modelo conceitual proposto (Figura 1, a seguir). No lado superior esquerdo do modelo buscamos analisar as relações entre a experiência-competência dos assessores financeiros e o desempenho das F&A, como foi o caso dos estudos de Servaes & Zenner (1996); Aktas *et al.*, (2021); e, McCarthy & Noseleit (2022). A experiência, e o tempo de conclusão das operações realizadas pelos assessores financeiro em F&A podem estar relacionadas aos resultados (positivo ou negativo) obtidos nas F&A. Assessores financeiros experientes e que realizam F&A em menor tempo (domésticas, transfronteiriças) podem ter maiores possibilidade de gerar ganhos nestas F&A (Li *et al.*, 2016; McCarthy & Noseleit, 2022), pois se tornam conhecedor dos desafios e oportunidades neste mercado.

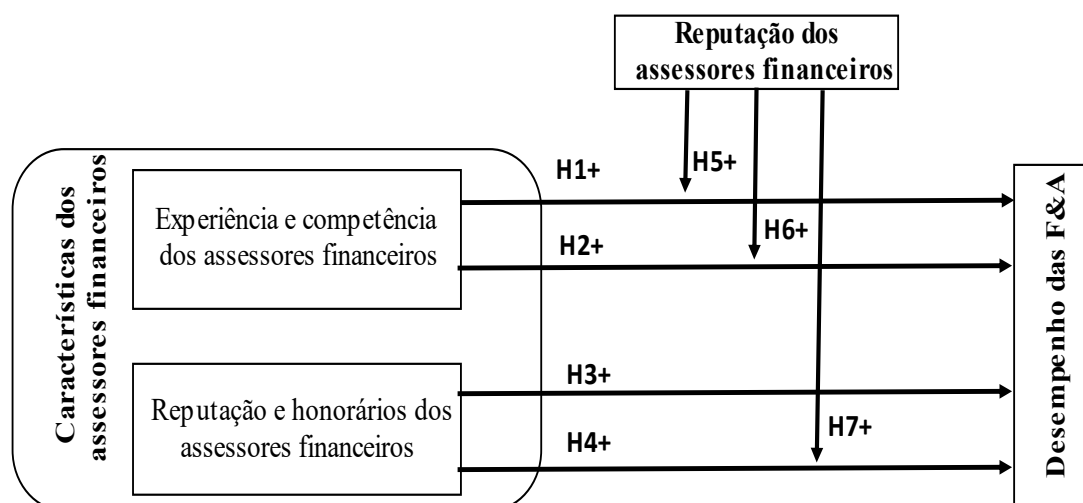


Figura 1. Modelo conceitual
 Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

Na parte inferior do modelo conceitual buscamos analisar as relações entre a reputação-honorários (custos de contratação) dos assessores financeiros e o desempenho das F&A. Conforme mostram trabalhos como Hunter & Jagtiani (2003); Song *et al.*, (2013), Loyeung (2019) e Lyu & Wang (2020). Em termos de reputação os assessores financeiros são

classificados em comum ou toptier (boutique). Em geral, os estudos tem mostrado como a reputação dos assessores financeiros ajudam a justificar seus altos honorários e qual a relação com o tempo de conclusão, a quantidade de assessores por F&A e os possíveis ganhos obtidos nestas F&A. A reputação dos assessores financeiros e os honorários pagos podem estar relacionada ao desempenho, de modo que os assessores toptier tendem a cobrar altos honorários nas F&A sob a justificativa de entregar F&A com retornos financeiros maiores.

3 Método

Realizamos essa meta-análise a fim de entender quais características dos assessores financeiros que podem impactar positivamente no desempenho das F&A. A meta-análise é uma técnica de síntese em estudos com abordagem quantitativa, aderente em pesquisas bibliográficas e que contribui para esclarecer determinados fenômenos observacionais (Hunter & Schmidt, 2004; Steel *et al.*, 2021). Neste estudo consideramos uma síntese de artigos publicados em periódicos internacionais diversos (Tabela 1, página 9) para testar as hipóteses. Considerando uma revisão sistemática (RSL) com protocolos e etapas específicas que resultou em uma amostra final de 46 artigos, seguimos com esta meta-análise. Os estudos que compõe o modelo atenderam aos critérios e procedimentos explicados a seguir.

3.1 Identificação de estudos e amostragem

Vários critérios e procedimentos que garantem a robustez e representatividade dos dados foram utilizados nesta meta análise (Hak *et al.*, 2016; Steel *et al.*, 2021). Primeiro realizamos uma revisão sistemática da literatura (RSL), conforme os critérios e etapas sugeridas por Stinkl e Geraldi (2017), buscando artigos nas principais bases bibliográficas - *Web of Science e Scopus* - complementando com artigos identificados seguindo a técnica de *snowballing*. Consideramos, ainda, a busca nos 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, definimos como termos de pesquisa os seguintes: “*Financial advisor*” e “*Mergers and Acquisitions*”, utilizando as variáveis booleanas “*OR*” e “*AND*” entre os termos. Seguidamente, em posse dos resultados das buscas realizamos o refinamento aplicando o critério de exclusão estudos fora do tópico assessores financeiros em F&A. A exclusões aconteceram após leitura detalhada do título, resumo e na maioria dos casos o artigo por inteiro.

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. Do total de 59 artigos (*WoS* e *Scopus*) excluimos 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 a conflitos de interesses, papel da governança corporativa, fraude, *big data*, auditoria pós aquisição e juízo de valor nas operações de fusões e aquisições. As buscas nestas bases resultaram em 21 artigos aptos a RSL.

A partir dos 21 artigos resultantes da etapa anterior procedemos com a abordagem bola de neve (*Snowballing*). 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. A busca nos oito periódicos de finanças da lista ABS

não resultou em novas inclusões. Assim, a amostra final para a RSL ficou em 46 artigos publicados entre 1986 e 2022.

Considerando os 46 artigos da RSL como base, procedemos com algumas etapas, a fim de identificar os estudos aptos à meta-análise. Primeiro, considerando que todos os artigos da amostra usaram abordagem quantitativa e técnicas de regressão linear, logística e múltipla, procedemos com a identificação, listagem e classificação de todas as variáveis em cada um dos 46 artigos oriundos da RSL. Esta etapa resultou em 822 variáveis identificadas. Segundo, classificamos as variáveis como dependentes e independentes. Constatamos que a maioria dos estudos utilizam medidas financeiras de desempenho das F&A (ROA, ROE, CAR, SCAR) como variáveis dependentes e características dos assessores financeiros, características da operação (tamanho, índices de mercado, tipos de transação) e do contexto econômico como variáveis independentes. Terceiro, consideramos apenas estudos cujas variáveis independentes eram as características dos assessores financeiros e como dependentes variáveis que mensuravam o desempenho das F&A. Por fim, nosso modelo completo ficou com 21 artigos e o modelo com subgrupo resultou em 13 artigos (tabela 1, na página 9).

3.2 Codificação

Em conformidade às recomendações para meta-análise (Hunter & Schmidt, 2004; Hak *et al.*, 2016), realizamos a codificação das variáveis identificadas nos 21 artigos aptos nas etapas anteriores. A partir das variáveis originais (Steel *et al.*, 2021), especificamos as codificações representativas possíveis. A codificação foi realizada em dois grupos: listamos e classificamos todas as variáveis de desempenho financeiro das F&A (ROA, ROE, CAR e SCAR) como variáveis de *performance* (primeiro código) e todas as variáveis que mensuravam características e dados dos assessores financeiros (competência, quantidade de assessores, experiência, honorários, anos de experiência, reputação) classificamos como *Financial Advisor* (segundo código). Após estas classificações e codificações o modelo completo ficou com 114 variáveis distribuídas em 21 artigos. Este modelo é robusto o suficiente para as análises que subsidiarão os resultados das hipóteses de relação direta (H1, H2, H3 e H4) no nosso modelo conceitual, mas não para testar a proposta de moderação (H5, H6 e H7).

Para testar a moderação proposta como desmembramento da nossa questão de pesquisa realizamos uma terceira classificação e codificação. Por isso, identificamos e codificamos nos 21 artigos aqueles que tinham uma terceira variável para moderação. Constatamos que em 13 artigos haviam uma terceira variável em comum, todas relacionada à reputação dos assessores financeiros e que foram classificadas como *Reputation*. Estas variáveis formam dois subgrupos na meta-análise: as variáveis específicas da reputação (*toptier*, banco *toptier*, *financial advisor Reputation*) integram o subgrupo 1 – *Toptier* e todas as demais variáveis compreendem o subgrupo 0-*Nontoptier*. Portanto, para testar as relações de moderação, a base de dados desta meta-análise possui 64 variáveis de 13 artigos com informações do índice de correlação entre elas, tamanho da amostra, referência e periódico.

Tabela 1. Amostra da Meta-análise

Periódico	Fator de Impacto 2021	de Artigos JCR Validados	Referência Modelo completo	Referência Análise subgrupo *
Australian Journal of Management	3,229	1	Loyeung (2019)	Loyeung (2019)
British Journal of Management	7,450	1	Chaudhry et al., (2021)	Chaudhry et al., (2021)
European Financial Management	2,295	1	Forte et al., (2010)	-
Financial Management	3,391	2	Bowers & Miller (1990) Michel et al., (1991)	Bowers & Miller (1990) -
International Business Review	8,047	1	Li et al., (2016)	-
International Journal of Finance & Economics	1,634	1	Bi & Wang (2018b)	Bi & Wang (2018a)
International Review of Financial Analysis	8,235	1	Bi & Wang (2018a)	Bi & Wang (2018b)
Journal of Banking & Finance	3,539	2	Chang et al., (2016a) Guo et al., (2020)	- Guo et al., (2020)
Journal of Economics & Finance	3,136	1	Ma (2011)	Ma (2011)
Journal of Financial Economics	8,238	1	Raghavendra Rau (2000)	Raghavendra Rau (2000)
Journal of Financial and Quantitative Analysis	1,257	1	Chemmanur et al., (2019)	Chemmanur et al., (2019)
Journal of Money Credit and Banking	1,963	1	Allen et al., (2004)	Allen et al., (2004)
Pacific-Basin Finance Journal	3,237	1	Lyu & Wang (2020)	-
Rev Quantitative Finance Accounting	0,636	1	Chuang (2017a)	-
Review of Finance	5,059	1	Aktas et al., (2021)	-
Review of Managerial Science	5,435	1	McCarthy & Noseleit (2022)	McCarthy & Noseleit (2022)
SSRN Electronic Journal	-	1	Ertugrul & Krishnan (2011)	Ertugrul & Krishnan (2011)
Journal of Finance	7,915	1	Golubov et al., (2012)	Golubov et al., (2012)
Quarterly Review of Economics and Finance	4,324	1	Chuang (2017b)	-
Total de artigos validados	-	21	-	-

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

4 Análise dos Resultados

Neste estudo, usamos a aplicação *Meta-Essentials 1.05.01* para sintetizar os resultados quantitativos de nossa amostra (Hak et al., 2016). Realizamos esta meta-análise para entender quais características dos assessores financeiros (variáveis independentes) impactam positivamente no desempenho das F&A (variável dependente). Verificamos, também, o efeito de moderação nos dados a partir das variáveis de reputação dos assessores financeiros. Para isto, classificamos nossa amostra em dois subgrupos, usando efeitos randomizados e intervalo de confiança de noventa e cinco por cento (IC 95 %). Para a interpretação dos nossos resultados seguimos as recomendações de Hak et al., (2016).

O intervalo de confiança do tamanho do efeito não inclui zero, de modo que em um nível de confiança de 95%, o valor-p é menor que 0,05. Os resultados mostram que o efeito meta-analítico é estatisticamente significativo. Portanto, nossas hipóteses alternativas podem ser consideradas mais provável de efeito positivo. O nível de significância (tabela 2) observado com base no valor Z (3,69) mostra que a diferença entre as médias estatísticas observadas é significativa, com alto nível de confiança (valor referência = 1,96), indicando que a probabilidade do efeito observado ser devido ao acaso é extremamente baixa. Quanto ao teste de heterogeneidade dos dados (tabela 2) pelo indicador I^2 , nossa amostra apresenta um valor alto ($I^2=99,44\%$) indicando que há uma grande heterogeneidade entre os estudos, sugerindo a análise dos estudos selecionados em subgrupos. Neste sentido, separamos os dados em dois subgrupos conforme a caracterização da reputação dos assessores financeiros: 0- *Nontoptier* e 1- *Toptier*.

Tabela 2. Significância e heterogeneidade dos dados

Q	z-value	pQ	I^2	T^2	T	P
11189,15	3,69	0,000	99,44%	0,11	0,33	< .001

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

Os testes *Failsafe Rosenthal* ajudam a verificar a confiabilidade dos dados da amostra, de modo que é esperado que o valor deste teste seja pelo menos cinco vezes o tamanho da amostra. O valor superior a cinco vezes o tamanho amostra, garante que os resultados da amostra não seja obra do acaso. Nossos testes *Failsafe Rosenthal* para todos os dados da amostra e para os dados por subgrupos (0-*Nontoptier* e 1- *Toptier*) mostrados na tabela 3, a seguir, evidenciam efeitos aceitos e confiáveis.

Para todas as 64 variáveis o *Failsafe-N* foi 38398 (Tabela 3). Para o subgrupo *Nontoptier* (0) com 34 variáveis o *Failsafe-N* foi 3982 (Tabela 3), e para o subgrupo *Toptier* (1) com 30 variáveis o *Failsafe-N* foi 17592 (Tabela 3). Em todas as situações o *Failsafe-N* é muito mais que 5 vezes o número de dados meta-analíticos. Portanto, nossa amostra é confiável.

Tabela 3. *Failsafe tests – Rosenthal*

Modelo Completo		Subgrupos	
		Nontoptier	(Toptier)
Overall Z-score	40,32	17,62	40,54
Failsafe-N	38398	3982	17592
Ad-hoc rule	FALSO	FALSO	FALSO
Gleser & Olkin			
Number of unpublished studies	64	34	30
Orwin			

Criterion value d_c	-0,05	-0,05	-0,05
Mean fail safe studies d_{FS}	0	0	0
Failsafe-N	0	0	0
Fisher			
Failsafe-N	15836	5816	10020
p (Chi-square test)	0,000	0,000	0,000

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

Na figura 2, a seguir, apresentamos os resultados da correlação e peso de cada estudo da amostra desta meta-análise para os dois subgrupos (0- *Nontoptier* e 1-*Toptier*). Os resultados da pesquisa foram contraditórios. Parte dos resultados apontam para uma correlação positiva entre as características dos assessores financeiros e desempenho das F&A, de modo que os resultados das análises estão positivamente significativos (relação estatisticamente positiva entre as variáveis nos estudos). Os demais estudos estão negativamente significativos (relação estatisticamente negativa entre as variáveis nos estudos). No entanto, considerando a síntese geral dos estudos quantitativos analisados o resultado é estatisticamente positivo, de modo que é possível afirmar pela relação estatisticamente positiva entre as variáveis (experiência, competência, honorários, quantidade e reputação) que caracterizam os assessores financeiros e o desempenho das F&A.

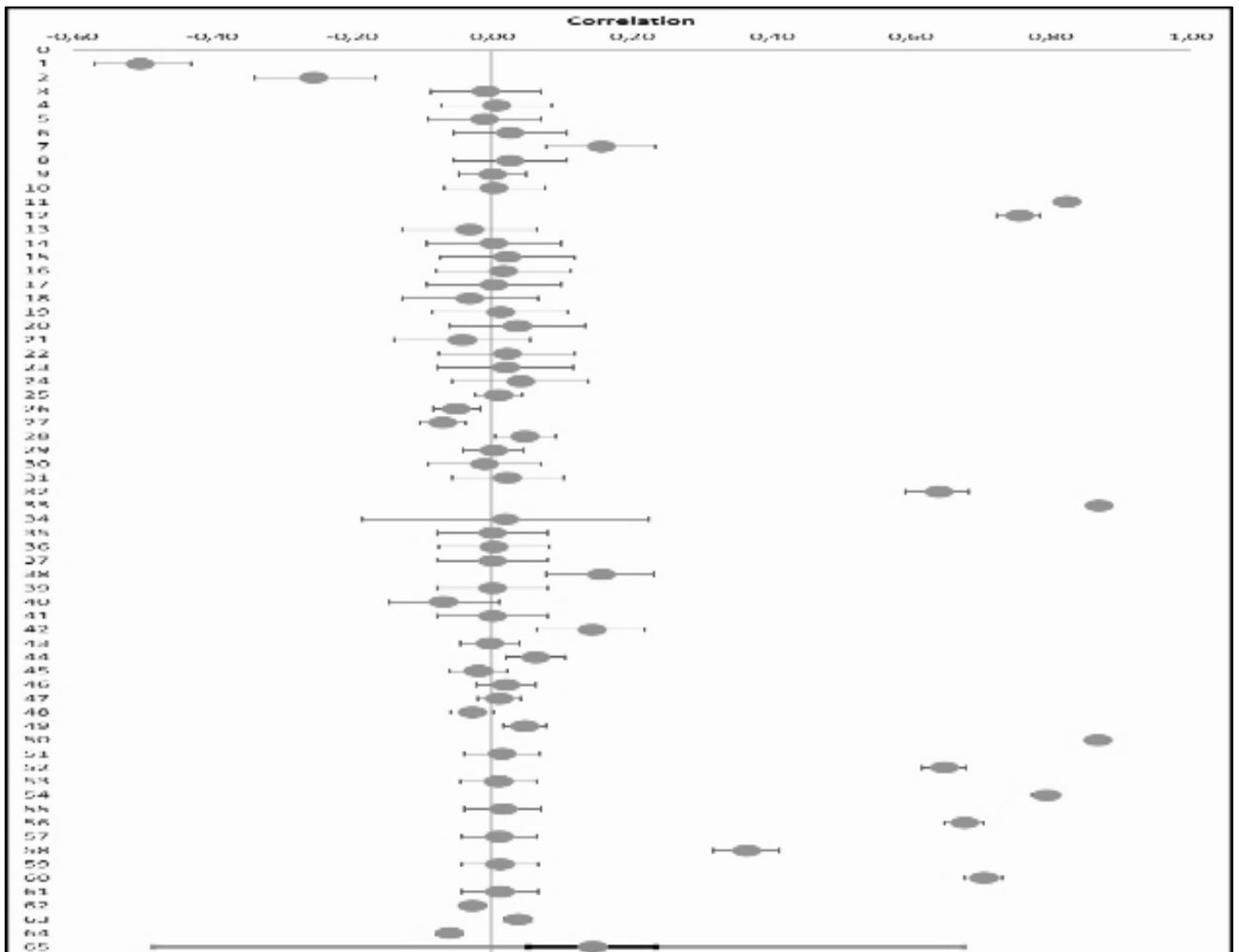


Figura 2. Forest Plot with subgroups (Meta-análise)

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

A síntese dos resultados meta-analíticos por subgrupos descritos na tabela 4, a seguir, mostram que a correlação dos estudos do subgrupo (1) *toptier* é significativamente positiva ($r = 0,22$) e maior que a dos estudos do subgrupo (0) *Nontoptier* ($r = 0,08$). Estes resultados confirmam que as características dos assessores financeiros impactam positivamente no desempenho das F&A, e impactam mais ainda quando os assessores financeiros possuem alta reputação neste mercado. Portanto, assessores financeiros estão positivamente ($r = 0,14$) relacionados ao desempenho das F&A.

Tabela 4. Síntese da meta-análise por subgrupos

Subgrupo	Correlation (r)	CI Lower limit	CI Upper limit	Weight	Q	p _Q	I ²	T ²
Nontoptier (0)	0,08	-0,03	0,20	56,86%	4665,62	0,00	0,99	0,08
Toptier	0,22	0,07	0,36	43,14%	6163,98	0,00	1,00	0,17
Combined effect size	0,14	0,00	0,27	100%	11189,15	0,00	0,99	0,11

Random effects (Tau separate for subgroups). Confidence level 95%

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

A partir desta meta-análise buscamos confirmar (rejeitar) se existe uma relação positiva entre as características dos assessores financeiros (experiência, competência, número de assessores aconselhando, honorários e reputação) e o desempenho financeiro das F&A. Nosso modelo considerou dois grupos de análises - (0) *Nontoptier* e (1) *Toptier* - cuja classificação é embasada no efeito moderador proposto a partir da reputação dos assessores financeiros. A partir da síntese quantitativa das variáveis deste modelo, conforme resultados mostrados na figura 2 e tabela 4 analisaremos, a seguir, os resultados para cada hipótese desenvolvida.

Na hipótese um (1) afirmamos que a experiência dos assessores financeiros em F&A está positivamente relacionada com o desempenho das F&A. Os resultados são contraditórios, parte dos estudos mostram que a experiência dos assessores financeiros está positivamente relacionada com o desempenho ($r = 0,02$ em Loyeung, 2019 para os alvos) e outra parte mostra que está negativamente relacionada ($r = -0,04$ no estudo de Loyeung, 2019 para os adquirentes; $r = -0,07$ no estudo de Guo et al., 2020). Em resumo, nossos resultados mostram que a experiência dos assessores financeiros impacta positivamente no desempenho das F&A para os alvos e, de forma negativa para os adquirentes. Portanto, a hipótese um (1) foi parcialmente confirmada.

Na hipótese dois (2) afirmamos que o menor número de assessores financeiros e o menor tempo de conclusão nas F&A estão positivamente relacionados com o desempenho das F&A. Os resultados nesta meta-análise confirmam nossa hipótese ($r = 0,05$ no estudo Golubov et al., 2012; $r=0,04$ no estudo de McCarthy & Noseleit, 2022). Por isso, quanto menos assessores aconselhando as F&A maiores são as chances de desempenho financeiro positivo. As correlações também mostram um resultado positivamente significativo na conclusão das F&A em menor tempo ($r=0,05$). Portanto, a hipótese dois (2) foi confirmada.

Na hipótese três (3) afirmamos que assessores financeiros *toptier* estão positivamente relacionados com o desempenho das F&A. Os resultados mostram que a relação é estatisticamente positiva em todos os estudos da amostra ($r = 0,25$ em Allen et al., 2004; $r = 0,03$ em Bi & Wang, 2018a; $r = 0,76$ em Bi & Wang, 2018b; $r = 0,04$ em Loyeung, 2019; $r = 0,87$ em Chemmanur et al., 2019). Portanto, assessores financeiros *toptier* estão positivamente relacionados ao desempenho das F&A. Por isso, a hipótese três (3) foi confirmada.

Na hipótese quatro (4) afirmamos que os altos honorários dos assessores financeiros estão positivamente relacionados com o desempenho das F&A. Os resultados da meta-análise, mostram que a relação é estatisticamente positiva ($r= 0,01$ no estudo de Golubov et al., 2012; r

= 0,01 no estudo de Guo et al., 2020). Por isso, afirmamos que os altos honorários pagos aos assessores financeiros têm relação positiva com o desempenho das F&A. Confirmamos, portanto, a hipótese quatro (4).

Na hipótese cinco (5) propomos que a relação positiva entre a experiência dos assessores financeiros e o desempenho das F&A é moderada pela reputação dos assessores financeiros, de forma que o desempenho positivo nas F&A aumentará mais conforme aumenta a reputação dos assessores financeiros. Nossos resultados mostram que a reputação dos assessores financeiros modera positivamente a relação entre a experiência e o desempenho das F&A ($r = 0,14$ no estudo de Ertugrul & Krishnan, 2011; $r = 0,04$ no estudo de Loyeung, 2019). Portanto, a hipótese cinco (5) foi confirmada.

Na hipótese seis (6) propomos que a relação positiva entre o menor número de assessores financeiros mais menor tempo de conclusão nas F&A, e o desempenho das F&A é moderada pela reputação dos assessores financeiros, de forma que o desempenho positivo nas F&A aumentará mais conforme aumenta a reputação dos assessores financeiros. Os resultados mostram uma relação estatisticamente negativa ($r = -0,03$ no estudo Golubov et al., 2012; $r = -0,03$ no estudo de McCarthy & Noseleit, 2022). Portanto, a reputação dos assessores financeiros influencia negativamente na relação entre o número de assessores financeiros aconselhando nas F&A mais menor tempo de conclusão, e o desempenho das F&A. Portanto, a hipótese seis (6) não foi confirmada.

Na hipótese sete (7) propomos que a relação positiva entre os altos honorários dos assessores financeiros e o desempenho das F&A é moderada pela reputação dos assessores financeiros, de forma que o desempenho positivo nas F&A aumentará mais conforme aumenta a reputação dos assessores financeiros. Os resultados da meta-análise, mostram que a relação é estatisticamente negativa ($r = -0,03$ no estudo de Golubov et al., 2012; $r = -0,05$ no estudo de Guo et al., 2020). Portanto, a reputação dos assessores financeiros influencia negativamente na relação entre os altos honorários pagos aos assessores financeiros e o desempenho das F&A. Neste caso, a hipótese sete (7) não foi confirmada.

5 Discussão

O desempenho financeiro das F&A tem sido uma das grandes preocupações nas pesquisas sobre assessores financeiros (McCarthy & Noseleit, 2022; Bi & Wang, 2018 a, b), assim como tem sido o foco das principais pesquisas no contexto geral de F&A (Ferreira *et al.*, 2017). Principalmente o desempenho pré e pós-aquisição para alvos e adquirentes. Embora não se tenha um resultado consensual, um número significativo de estudos (por exemplo, Bowers & Miller, 1990; Allen *et al.*, 2004; Loyeung, 2019; Guo *et al.*, 2020) tem mostrado que os assessores financeiros são capazes de agregar valores (resultados positivos) nas F&A.

A obtenção de desempenho financeiro positivo nas F&A é, em parte, um dos principais pressupostos para contratação dos assessores financeiros. Por isso é esperado pelos contratantes – alvos e adquirentes – que os assessores financeiros sejam capazes de orientar, identificar, buscar e realizar seus serviços pautados na melhor operação de F&A possível. E a melhor F&A é aquela que tenha retornos financeiros positivos (Chemmanur *et al.*, 2019), ou, pelo menos, não tenha efeitos negativos ao desempenho pós -aquisição das empresas (Ferreira *et al.*, 2014).

A literatura existente estabeleceu um conjunto de características e dados que podem ajudar a explicar a relação entre assessores financeiros e o desempenho financeiro das F&A. Estas características permitem mensurar o que determina a escolha dos assessores financeiros nas F&A e, ainda, a influência destes assessores financeiros no desempenho financeiro destas F&A. Parte deste conjunto é formado por variáveis que mensuram o papel desempenhado pelos assessores financeiros nas F&A.

A competência e experiência dos assessores financeiros em F&A são variáveis diretamente relacionadas às capacidades e habilidades técnicas destes profissionais (Law & Zuo, 2021). Ao realizar seus serviços de intermediação financeira nas F&A, os assessores financeiros lidam diretamente com uma estratégia que é arriscada e onerosa para as empresas (Ferreira *et al.*, 2014), por isso não é de se estranhar que o mercado exige destes profissionais expertises técnicas, poder de comunicação (Davidson *et al.*, 2008), conhecimentos financeiros teóricos e práticos (Law & Zuo, 2021), habilidades com mercados diversos (economias desenvolvidas ou emergentes) e, sobretudo, segurança ou capacidade de assumir riscos calculados (Li *et al.*, 2016). Os assessores financeiros quando detentores de experiência e competência tem possibilidades de aumentar os ganhos sinérgicos (Michel *et al.*, 1991), reduzir os custos de transação (Servaes & Zenner, 1996), reduzir os custos de assimetrias de informações (Loyeung, 2019) e propor soluções para barreiras institucionais, regulatórias e culturais (Li *et al.*, 2016) que aumentam as distâncias entre alvos e adquirentes.

6 Conclusão

Realizamos esta meta-análise para entender quais características dos assessores financeiros impactam positivamente no desempenho das F&A. E, ainda, se a reputação dos assessores financeiros modera essa relação. Nossos achados mostram que a experiência, a competência, o menor número de assessores aconselhando, o tempo de conclusão menor, os honorários pagos e a reputação são características e dados dos assessores financeiros que impactam positivamente no desempenho das F&A. Em nossa análises usando a moderação pela reputação dos assessores, confirmamos apenas esta influência na relação entre a experiência dos assessores financeiros e o desempenho das F&A, de modo que quanto mais aumenta a reputação dos assessores financeiros, mais aumenta a influência na experiência e no desempenho das F&A. Nossos resultados são robustos o suficiente para concluir que este conjunto de características dos assessores financeiros, impactam positivamente no desempenho financeiro das F&A. Adicionalmente, podemos afirmar que estas características ajudam a determinar a escolha e a influência dos assessores financeiros 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>.
- Al-Sabri, H. M. H., Nordin, N., & Shahar, H. K (2022). The impact of chief executive officer (CEO) and deal characteristics on mergers and acquisitions (M&A) duration: A quantile regression evidence from an emerging market. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 18(1), 101–132. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2022.18.1.5>
- Bi, X., & Wang, D. (2018a). 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>
- Bi, X., & Wang, D. (2018b). External sources of political connections: Financial advisors and Chinese acquisitions. *International Journal of Finance & Economics*, 23(4), 705–722. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1644>

- Bowers, H. M., & Miller, R. E. (1990). Choice of Investment Banker and Shareholders' Wealth of Firms Involved in Acquisitions. *Financial Management*, 19(4), 34. <https://doi.org/10.2307/3665608>
- Chang, X., Shekhar, C., Tam, L. H. K., & Yao, J. (2016a). The information role of advisors in mergers and acquisitions: Evidence from acquirers hiring targets' ex-advisors. *Journal of Banking & Finance*, 70, 247–264. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.05.006>
- Chaudhry, A. N., 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. J., 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/s1156-016-0564-2>
- 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>
- Ferreira, M., Borini, F., Vicente, S., & Almeida, M. (2017). The pre-acquisition process: The temporal hiatus between the announcement and completion in foreign acquisitions in Brazil. *International Journal of Emerging Markets*, 12(2), 400–414. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-09-2015-0184>
- 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>
- Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (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>
- Guo, J. (Michael), Li, Y., Wang, C., & Xing, X. (2020). The role of investment bankers in M&As: New evidence on Acquirers' financial conditions. *Journal of Banking & Finance*, 119, 105298. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.02.004>
- 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>
- Hak, T., Van Rhee, H. J., & Suurmond, R. (2016). How to interpret results of meta-analysis. (Version 1.0501) Rotterdam, The Netherlands: Erasmus Rotterdam Institute of Management. www.irim.eur.nl/research-support/meta-essentials/downloads
- 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)
- Hunter, J. E., & Schmidt, F. L. (Eds.). (2004). *Methods of meta-analysis: Correcting error and bias in research findings*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- 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>
- 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. (2011). Investment banks advising takeover targets. *Journal of Economics and Finance*, 37(3), 339–374. <https://doi.org/10.1007/s12197-011-9192-9>
- 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>
- 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>
- 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)
- 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>
- 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>
- Steel, P., Beugelsdijk, S., & Aguinis, H. (2021). The anatomy of an award-winning meta-analysis: Recommendations for authors, reviewers, and readers of meta-analytic reviews. *Journal of International Business Studies*, 52(1), 23–44.
<https://doi.org/10.1057/s41267-020-00385-z>