



Implicații financiare ale fuziunilor și achizițiilor

Doctorand
Prodan Geanina- Gabriela

Introducere

Într-o economie globalizată și dinamică, companiile caută constant modalități eficiente de dezvoltare, de extindere a operațiunilor și consolidarea poziției pe piețele interne și internaționale. Dezvoltarea se poate realiza atât cantitativ cât și calitativ. Creșterea cantitativă presupune creșterea producției curente și diversificarea gamei de produse, sporirea veniturilor, suplimentarea personalului și a numărului de investiții. Pe de altă parte, creșterea calitativă are în prim plan îmbunătățirea calității la nivelul întregii afaceri precum optimizarea continuă a produselor, serviciilor, a activelor operaționale și financiare ale companiei.

Dezvoltarea întreprinderilor poate fi realizată atât pe cale internă cât și pe cale externă. Pe plan intern, dezvoltarea se realizează la nivelul activităților desfășurate deja de întreprindere prin dezvoltarea și diversificarea produselor. Pe cale externă, dezvoltarea se realizează prin alianțe strategice și parteneriate precum fuziuni, achiziții, licențe, francize, coîntreprinderi.

Creșterea externă se concretizează în încheierea de alianțe cu alte întreprinderi sau cumpărarea lor. Când se urmărește o strategie de specializare se achiziționează companii concurente din același domeniu de activitate, pentru o creștere orizontală în timp ce strategia de diversificare presupune fuziunea cu firme ce activează în domenii de activitate diferite, în vederea unei creșteri verticale.

Creșterea externă prin fuziuni și achiziții este considerată o modalitate rapidă de a dobândi competențe în domenii noi, deoarece fuziunile și achizițiile oferă o *creștere mecanică* datorită surplusului de resurse dobândit prin fuziune sau achiziție, a cifrei de afaceri, a cotelor de piață care permit transpunerea imediată a planului de acțiune în rezultate concrete. Oportunitatea de creștere rapidă a afacerii determină preferința managerilor și acționarilor, spre aplicarea unei strategii de creștere externă pentru companie.

Practicile de creștere externă prin intermediul operațiunilor de fuziuni și achiziții reprezintă strategii de dezvoltare a companiilor, abordate atât în plan intern, cât și internațional.

Definite de diverși autori, de-a lungul timpului, abordările fuziunilor și achizițiilor au în comun expansiunea spre un nivel superior. [Trautwein \(1990\)](#) definește în studiul său fuziunile și achizițiile ca fiind o mișcare strategică inițiată cu scopul dobândirii de avantaje competitive, sinergii financiare și o marjă mai mare de profit.

Definiția achizițiilor este surprinsă și de [Carbonara & Caiazza \(2009\)](#) pentru care achizițiile reprezintă acele procese care oferă firmelor acces la resurse critice care să-i amplifice puterea de piață până în punctul în care poate neutraliza acțiunile din partea concurenților. [Ehiedu & Peter \(2014\)](#) abordează fuziunile și achizițiile ca un pilon necesar pentru supraviețuirea unei afaceri. De asemenea, sunt o modalitate de dezvoltare economică deoarece contribuie la extinderea afacerilor și a menținerii sau multiplicării locurilor de muncă. Autorii realizează și o delimitare între cele două operațiuni, fuziunea fiind definită ca o reunire a unor afaceri pentru a opera într-un singur cadru, în timp ce achiziția presupune schimbarea conducerii companiei achiziționate cu cea a achizitorului.

Studii mai recente precum cel realizat de [Anton \(2023\)](#) definesc fuziunile și achizițiile ca un proces fundamental în dezvoltarea unei companii, evoluția și impactul fuziunilor și



achizițiilor fiind analizată în domenii precum economie, drept, marketing. În același an, *Maha & colab. (2023)* subliniază ideea că între fuziuni și achiziții nu se face distincție, fiind tratate împreună din punct de vedere macroeconomic, singura distincție între cele două tranzacții realizându-se doar contabil. Autorii consideră fuziunile și achizițiile ca fiind un termen generic utilizat în momentul în care două organizații se contopesc în una singură și își împart activele.

Fuziunile și achizițiile oferă companiilor oportunitatea de a-și extinde rapid capacitățile prin sinergiile create. În condiții de dezvoltare și stabilitate a sistemului financiar, aceste practici devin și mai relevante, asigurând cadrul necesar pentru finanțarea acestor tranzacții complexe și pentru reducerea riscurilor asociate.

1. Identificarea și formularea problemei de cercetare pentru cercetarea doctorală

În contextul globalizării economiei cu piețe financiare tot mai competitive, companiile aplică permanent metode eficiente de sporire a valorii, de dezvoltare și de diversificare a operațiunilor. Prin dezvoltarea unei companii se are în vedere amplificarea succesului și a impactului avut pe piețe prin creșterea veniturilor și a profitului, a numărului de clienți și de angajați ai companiei.

În economia contemporană, strategiile de fuziuni și achiziții dețin un rol esențial pentru creșterea rapidă a companiilor și extinderea pe noi piețe. Operațiunile de fuziuni și achiziții oferă posibilitatea accesării de noi resurse, tehnologii și piețe care să consolideze poziția competitivă a firmelor. În acest context, se impune cercetarea efectelor fuziunilor și achizițiilor asupra profitabilității și stabilității pe termen lung a companiilor, furnizând informații valoroase pentru deciziile strategice și financiare ale managerilor și investitorilor în scopul obținerii avantajului competitiv pe piață.

Se are astfel în vedere identificarea factorilor financiari și a caracteristicilor firmelor implicate în fuziuni și achiziții care influențează nivelul de implicare în sustenabilitate și guvernanta corporativă în condiții de stabilitate financiară.

Întrebările de cercetare iau în considerare atât caracteristici legate de companiile implicate în fuziuni și achiziții cât și elemente ce țin de mediul economic în care companiile își desfășoară activitatea. Studiul își propune să cerceteze *În ce mod sunt impactați indicatorii financiari ai firmelor post fuziuni și achiziții precum ROE, ROA, respectiv dacă performanța financiară a companiilor prezintă îmbunătățiri sau deteriorări.*

Tot la nivel de companie avem în vedere să răspundem la întrebarea *Care este relația dintre stabilitatea financiară a companiilor achizitoare, măsurată prin scorul Z, și performanța financiară post-M&A?* Mai exact, vom investiga modul în care Scorurile Z ale companiilor implicate devin decidenți în realizarea tranzacției. Riscul ridicat de faliment al companiilor poate fi atât un stimulent pentru achiziționarea companiilor la prețuri scăzute, fie un impediment ce îngreunează sau chiar anulează tranzacția din cauza incertitudinii posibilității redresării activității preluate.

Stabilitatea însă, este importantă nu doar la nivel de companie, ci și la nivelul economiei. Stabilitatea financiară reprezentată de nivelul creditelor neperformante poate influența producerea operațiunilor de fuziuni și achiziții. Pe lângă aceasta, nivelul PIB-ului unei țări poate exercita o importanță deosebită în influențarea volumului operațiunilor M&A. Astfel, vom avea în vedere *Cum contextul macroeconomic influențează activitatea M&A și performanța obținută în diferite regiuni de dezvoltare.*

Odată cu intensificarea preocupărilor legate de principiile de mediu, sociale și de guvernanta se impune includerea în studiu și a impactului pe care aceste principii, cuantificate prin scorul ESG, influențează performanța financiară și stabilitatea pe termen lung a companiilor post-fuziuni și achiziții. Respectiv, se investighează *Care este rolul variabilelor*



de guvernanță corporativă și al strategiilor de responsabilitate socială (CSR) în relația cu performanța post-fuziune și achiziție?

De interes este și concentrarea asupra modului în care *Caracteristicile companiei și industriei de activitate influențează performanța post fuziune?* Activitățile de fuziuni și achiziții au fost proeminente în mai multe sectoare cheie atât la nivelul Uniunii Europene cât și la nivelul României. În UE, cele mai semnificative activități de fuziuni și achiziții au loc în tehnologie, respectiv IT și telecomunicații în contextul creșterii accelerate a digitalizării și adoptarea tehnologiilor emergente precum cloud computing sau big data.

Imediat următor este sectorul energetic, creștere determinată de tranziția către sursele regenerabile de energie. Schimbarea are la bază și considerații de mediu, sociale și de guvernanță (ESG), concentrând astfel proiectele spre energia solară și eoliană și tehnologii emergente precum hidrogenul și stocarea bateriilor.

În România, sectorul energetic deține 35% din valoarea totală a pieței de fuziuni și achiziții realizate în anul 2023, fiind sectorul predominant. Ca volum, tranzacțiile au evoluat descendent față de anteriorul an, dar și-au menținut valoarea de piață datorită tranzacțiilor majore precum achiziția Enel de către Public Power Corporation. În proximitatea acestui sector se situează piața de retail și de imobiliare.

Noutatea și relevanța temei propuse constă în abordarea tranzacțiilor de fuziuni și achiziții în contextul influenței de la și asupra dezvoltării și stabilității sistemului financiar, punând în același timp accent pe scorul ESG al companiilor implicate.

Studierea cercetărilor realizate de diverși autori a evidențiat o abordare mai redusă a operațiunilor de fuziuni și achiziții în corelație cu implicațiile financiare ale principiilor de mediu, sociale și de guvernanță, respectiv cu scorul ESG al companiilor. De asemenea, se remarcă lipsa studiilor care să realizeze o conexiune directă între stabilitatea financiară și favorizarea sau inhibarea operațiunilor de fuziuni și achiziții, inclusiv evoluția scorului ESG după finalizarea operațiunilor în condiții de stabilitate financiară. Stabilitatea mediului economic nu este singura ce poate influența succesul unei operațiuni, exercitând un impact semnificativ și stabilitatea la nivelul companiei, redată prin scorul Z al acesteia, ce evaluează riscul de faliment al unei companii în următorii doi ani. O valoare a acestuia mai mare de 2,99 indică un risc scăzut de faliment pentru companie; o valoare cuprinsă între 1,81-2,99 arată un risc moderat de faliment în timp ce valorile sub pragul de 1,81 garantează riscul ridicat de faliment. Scorul Z poate influența deciziile de fuziuni și achiziții din perspectiva riscului preluat, a prețului de achiziție sau a tipul de tranzacție încheiată, de fuziune sau de achiziție. Problematika poate fi abordată și în sens invers, respectiv testarea impactului pe care operațiunile de fuziuni și achiziții îl poate avea asupra modificării scorului Z al unei companii.

Deși o pondere semnificativă a studiilor care analizează fuziunile și achizițiile se concentrează și pe aspecte legate de factorii comportamentali sau culturali ca elemente non economice, predominante sunt studiile financiare și cele de piață. Majoritatea studiilor axate pe investigare implicațiilor M&A sunt centrate pe SUA sau economii emergente, lăsând o lacună în înțelegerea implicațiilor la nivelul Europei și al României, concentrându-se în același timp preponderent pe analiza performanței financiare și mai puțin asupra scorului ESG.

La nivel de rezultate obținute, s-au constatat însă diverse contradicții asupra impactului obținut. Unele studii susțin că o bună performanță ESG determină creșterea profitabilității, în timp ce altele sugerează că implicarea ESG poate reprezenta un cost suplimentar care afectează negativ performanța financiară pe termen scurt. Halbritter & Dorfleitner (2015) au arătat că variațiile în scorurile ESG între companii pot crea inconsecvențe, iar în unele cazuri, corelația dintre ESG și performanța financiară poate să nu fie semnificativă. Pe de altă parte, studii precum cel realizat de Burlea & Popa (2013) ce aplică teoria legitimității realizării fuziunilor și achizițiilor la nivelul țărilor europene folosind ca variabile dependente scorul ESG și performanța financiară și ca variabile independente nivelul de transparență și politicile de



guvernanță corporativă, au evidențiat favorizarea performanței financiare pentru companiile ce integrează strategii de mediu, sociale și guvernanță și precum și responsabilitatea socială în operațiunile de fuziuni și achiziții. În același an, [Hoskisson & colab. \(2013\)](#) analizează pe baza companiilor din Europa Centrală și de Est care au fost implicate în operațiuni de fuziuni și achiziții rolul pe care componentele guvernamentale, de mediu și sociale le dețin în asigurarea sustenabilității și stabilității pe termen lung al companiilor, constatând că scorul ESG a contribuit la sustenabilitatea profitabilității companiilor, înregistrându-se și o superioritate a performanței în economiile emergente.

Unele cercetări arată că fuziunile și achizițiile cresc performanța financiară a companiei în timp ce altele nu identifică îmbunătățiri sau identifică scăderea performanței post-fuziune.

Încă de la începutul anilor 2000 cercetătorii au publicat studii care *nu au identificat modificări* în performanța financiară a companiilor după realizarea fuziunilor și achizițiilor. [Beena \(2000\)](#) analizează indicatorii financiari ai companiilor înainte și după fuziune neidentificând vreo dovadă a îmbunătățirii după achiziționare.

Studiul lui [Pawaskar \(2001\)](#) a analizat profitabilitatea, efectul de levier și lichiditatea companiilor participante la fuziuni și achiziții între 1992-1995, constatând că performanța companiilor ce achiziționează nu a fost mai bună decât a concurenței, rămânând aproximativ constantă. [Tambi \(2005\)](#) a observat prin studiul său pentru 40 de companii a căror performanță a fost analizată cu 2 ani înainte și după tranzacție faptul că fuziunile nu au determinat îmbunătățirea performanței companiilor.

Câțiva ani mai târziu, [Bhabra & Huang \(2013\)](#) analizează 136 de tranzacții de fuziuni și achiziții realizate între 1997-2007 de către companii chineze listate la burse, descoperind că nu există nicio modificare privind performanța operațională după trei ani de la tranzacție.

[Tang \(2015\)](#) examinează toate tranzacțiile de achiziții și fuziuni realizate la nivelul sectorului financiar filipinez în perioada 2006-2010, rezultând scăderea considerabilă a rentabilității activelor firmelor achiziționate. În privința performanței financiare, nu s-a identificat îmbunătățirea sau deteriorarea ei.

[Campello & colab. \(2018\)](#) au analizat efectul a 56 de fuziuni spaniole, concluzionând că fuziunile și achizițiile determină doar un efect neglijabil asupra performanței financiare. Studiul lui [Mehrotra & Sahay \(2022\)](#) are ca obiectiv compararea performanțelor financiare realizate în urma a 50 de fuziuni și achiziții din India între 2010-2014. Rezultatele nu arată modificări ale profitabilității după o perioadă de trei ani de la realizarea achiziției.

Cea de-a doua constatare a cercetătorilor a fost *impactul pozitiv* al operațiunilor de fuziuni și achiziții asupra performanței firmelor. [Andrade & colab. \(2001\)](#) cercetează impactul asupra performanței a 2000 de fuziuni din SUA, constatând o îmbunătățire a performanței operaționale după fuziune. Tranzacțiile a căror plată este în numerar iar companiile aparțin aceleiași industrii tind să înregistreze performanțe superioare.

Studiul realizat de [Alexandridis & colab. \(2010\)](#) a identificat un impact pozitiv al numărului achizitorilor asupra valorilor fuziunilor și achizițiilor. Realizarea câștigurilor depinde însă și de regiunea geografică. În cadrul piețelor mai competitive, randamentele achizițiilor prin acțiuni pot fi zero sau chiar negative, în timp ce în afara acestor piețe se înregistrează câștiguri. [Andreu & Sarto \(2013\)](#) examinează impactul fuziunilor fondurilor mutuale asupra performanței rezultând îmbunătățiri ale performanței post-fuziune.

[Kinateder & colab. \(2017\)](#) au analizat cele mai mari 50 de tranzacții realizate între 2014-2016, constatând un impact pozitiv direct al fuziunilor și achizițiilor asupra performanței fluxului de numerar. [Macoris & colab. \(2023\)](#) găsesc un impact pozitiv pe analiza unui eșantion de aproximativ 12.000 de achiziții interne și transfrontaliere ale minorităților, constatând că firmele cele mai predispuse la achiziții sunt cele constrânse financiar, a căror datorie pe termen scurt se va diminua în timp ce datoria pe termen lung va crește în urma încheierii achiziției.



În același an, [Maha & colab. \(2023\)](#) testează pe un eșantion de 710 achiziții din România realizate între anii 2010-2018, influența performanței financiare a societății ce va fi achiziționată asupra deciziei achizitorului în ceea ce privește valoarea alocată tranzacției. Rezultatele au concluzionat un impact pozitiv, respectiv faptul că firmele investesc într-o companie în funcție de performanțele companiilor cu scopul de a obține câștiguri financiare de pe urma fuziunilor și achizițiilor.

Cea de-a treia constatare a cercetătorilor a fost manifestarea unui *impact negativ* asupra performanței companiilor după producerea fuziunilor și achizițiilor.

Studiul realizat de [Kaur \(2002\)](#) a utilizat rate financiare ca element de comparare a performanței realizate cu 3 ani înainte și 3 ani după fuziune, constatând o scădere a profitabilității și a eficienței după fuziune.

Cercetarea din India a lui [Dhinaiya \(2006\)](#) analizează performanța fuziunilor și achizițiilor la nivel de industrie, considerând că performanța obținută în urma fuziunilor și achizițiilor depinde de tipul de industrie în care are loc. La nivelul industriei software s-a constatat o scădere a eficienței operaționale și a rentabilității capitalului investit. Sectorul de divertisment a înregistrat tot o scădere, dar ne semnificativă, în timp ce industria siderurgică a înregistrat îmbunătățirea eficienței operaționale și a rentabilității investiției dar scăderea profitabilității. Industria textilă a beneficiat de o ușoară creștere a performanței, același efect de îmbunătățire dar mai accentuată de această dată constatându-se și în cazul industriei de construcții.

[Tuch & O'Sullivan \(2007\)](#) găsesc un impact ne semnificativ al achizițiilor manifestat pe termen scurt, în timp ce performanța pe termen lung este puternic afectată negativ. În general încheierea tranzacției este motivată de posibilitatea creșterii averii acționarilor prin sinergia creată și înlocuirea managerilor a căror performanțe nu sunt conform așteptărilor.

În studiul realizat de [Alexandridis & colab. \(2013\)](#) se analizează cum mărimea companiei influențează valoarea tranzacției, identificând un impact negativ între cele două variabile examinate pe un eșantion de 3.691 de achiziții publice din SUA realizate între anii 1990-2007. În plus, achizițiile de companii mari deteriorează averea acționarilor, având un grad mai ridicat de incertitudine, și determinând performanțe mai scăzute pe termen lung, în timp ce achizițiile de firme mici generează randamente pozitive pentru acționarii.

[Borodin & colab. \(2020\)](#) cercetează efectul asupra performanței financiare a 138 de tranzacții de fuziuni și achiziții efectuate de companii americane și europene între 2014-2018. Printre variabilele analizate se numără rentabilitatea vânzărilor, capitalul propriu sau valoarea întreprinderii. Majoritatea companiilor din cele două regiuni au fost profitabile înainte de fuziuni și și-au menținut profitabilitatea și după încheierea tranzacției. O scădere semnificativă s-a înregistrat însă în cazul variabilei rentabilitatea vânzărilor atât în SUA cât și în Europa. Performanța post-fuziune nu a fost impactată în mod deosebit de realizarea fuziunilor și achizițiilor. Fluctuațiile activităților de fuziuni și achiziții depind de contextul economic, debutând cu perioada de redresare economică și scăzând la debutul crizei.

Deși cercetătorii au perspective diferite asupra proceselor de fuziuni și achiziții se pot evidenția elemente comune în avantajele rezultate precum rapiditatea accesului la noi produse și piețe; creșterea cotei de piață; realizarea economiilor de scară odată cu îmbinarea capacităților de producție; diminuarea costurilor de producție; îmbunătățirea canalelor de distribuție; diminuarea concurenței pe piață; depășirea barierelor de acces pe noi piețe.

2. Scopul cercetării, obiective

Scopul principal al cercetării constă în investigarea impactului fuziunilor și achizițiilor prin evaluarea sinergiei companiilor integrate, în condiții de stabilitate a sistemului financiar. Mai exact, se are în vedere observarea efectelor practicilor de fuziuni și achiziții asupra



performanței financiare (ROA, ROE) și non-financiare (ESG) ale companiilor, în diverse perioade economice.

Principalul obiectiv al tezei are în vedere analizarea impactului M&A asupra performanței post-M&A prin identificarea factorilor care influențează succesul sau eșecul operațiunilor. Se are în vedere evaluarea impactului fuziunilor și achizițiilor atât în funcție de contextul macroeconomic cât și în funcție de caracteristicile de guvernare ale companiilor, respectiv de Scorul ESG al acestora.

Studiul urmărește și atingerea unor *obiective secundare*, unul dintre acestea făcând referire la *dimensiunile de analiză ale sistemului financiar și rolul stabilității acestuia la nivel macroeconomic*.

Atribute ale sistemului financiar, precum stabilitatea sau instabilitatea lui, afectează operațiunile de fuziuni și achiziții. Un sistem stabil din punct de vedere financiar favorizează accesul la finanțare prin credite bancare și piețe de capital, impulsivând realizarea de fuziuni și achiziții. Evaluările companiilor tind să fie mai ridicate în condiții de stabilitate financiară, majorând și prețurile de achiziție care intensifică activitatea de fuziuni și achiziții. Stabilitatea economică conferă companiilor încredere în integrare cu o disponibilitate mai ridicată pentru fuziuni și achiziții deoarece riscurile asociate integrării și sinergiei sunt mai ușor gestionabile.

Instabilitatea financiară afectează realizarea operațiunilor de fuziuni și achiziții deoarece limitează accesul la finanțare, fiind mult mai dificilă și costisitoare procurarea resurselor. Pe de altă parte, instituțiile financiare devin mai reticente în acordarea creditelor, companiile întâmpinând dificultăți în asigurarea finanțării necesare pentru realizarea tranzacțiilor de fuziuni și achiziții. Perioadele de criză financiară determină și scăderea valorilor de piață ale companiilor, fiind mai atractive pentru achiziții, dar în același timp creează incertitudine legată de performanță. Instabilitatea economică amplifică riscul de eșec în procesul integrării după fuziune, ducând la pierderi semnificative.

Utilitatea operațiunilor de fuziuni și achiziții în contextul actual este un alt obiectiv al tezei datorită calității de instrument strategic puternic pentru companiile care doresc să își mențină competitivitatea, dar să elimine din concurență, să își extindă operațiunile, să crească și să se transforme.

Ca valoare adăugată a tezei se are în vedere investigarea fuziunilor și achizițiilor care au loc ca urmare a instabilității financiare. Marea criză financiară din 2008 a afectat cel mai profund activitatea de fuziuni și achiziții, scăzând atât numărul cât și valoarea tranzacțiilor de fuziuni și achiziții. În perioada post criză tranzacțiile de fuziuni și achiziții au urmat o recuperare lentă.

De aici, rezultă un alt obiectiv specific: *analizarea impactului fuziunilor și achizițiilor asupra performanței companiilor și valorii de piață*. Se vor avea în vedere variabile dependente (scorul ESG) și variabile independente (ROA; ROE etc) ce pot fi incluse în analiza curentă.

Studiul realizat de Li (2024) investighează impactul pe care îl au fuziunile și achizițiile tehnologice asupra competitivității durabile a întreprinderilor. Eșantionul format din operațiunile dintre 2007-2021 a fost analizat prin modelul de diferență în diferență eşalonată rezultând amplificarea competitivității durabile cu 6,2%.

Studiul abordează și scorul ESG respectiv evaluarea numerică a performanței unei companii în ceea ce privește criteriile de mediu (Environmental), sociale (Social) și de guvernare corporativă (Governance) pentru a determina cât de bine gestionează o companie riscurile și oportunitățile asociate cu aceste trei domenii. Constatarea studiului este că efectele pozitive sunt mai pronunțate pentru firmele a căror performanță ESG este ridicată, iar digitalizarea mai scăzută.

Incertitudinea economică și volatilitatea accentuată a piețelor a determinat amânarea sau chiar anularea planurilor de fuziuni și achiziții în condițiile în care accesul la finanțare era limitat. În acest context, companiile s-au focusat pe consolidarea internă și reducerea costurilor.



Depășirea crizei a determinat amplificarea prudenței și selectivității, favorizând tranzacțiile care oferă sinergii clare și stabilitate financiară. Acest aspect a captat atenția și câtorva studii de specialitate.

Harford & colab. (2009) examinează impactul crizei din 2008 asupra tranzacțiilor de fuziuni și achiziții. Rezultatele au subliniat un impact negativ asupra operațiunilor, manifestat mai pregnant în cazul celor realizate prin împrumuturi din cauza scăderii disponibilității creditelor. Bouwman & colab. (2009) au remarcat o scădere în evaluarea companiilor dar o creștere a achizițiilor strategice.

Duchin & Schmidt (2013) constată că achizițiile au continuat și post criză pentru firmele a căror rezerve de numerar au fost consistente, iar lichiditățile deținute le-a permis achiziționarea de companii la prețuri reduse.

Mecanismul realizării fuziunilor și achizițiilor și caracteristici ale procesului decizional în cadrul operațiunilor de acest tip reprezintă un alt obiectiv vizat, întrucât complexitatea operațiunilor de fuziuni și achiziții implică o serie de etape și decizii critice pentru succesul tranzacției.

Procesul debutează cu studierea pieței și a concurenței, urmată de identificarea posibilelor oportunități de sinergie și selecția țintei în urma evaluării încadrării în criterii de compatibilitate strategică, financiară și operațională. Due diligence, ca următor pas în realizarea tranzacției presupune evaluarea detaliată a companiei țintă din punct de vedere financiar, legal, operațional și cultural, astfel încât să existe o imagine clară a oportunităților dar și a riscurilor asociate tranzacției.

Odată încadrată în standardele stabilite, părțile implicate negociază termenii și condițiile achiziției țintei, precum prețului de achiziție sau termenii contractuali. Tranzacția trebuie apoi aprobată de consiliile de administrație ale companiilor, de acționari și de autoritățile de reglementare, astfel încât tranzacția să fie legală și conformă cu reglementările antitrust și de concurență.

După finalizarea tranzacției, începe procesul de integrare a operațiunilor, culturilor și sistemelor companiilor implicate în vederea realizării sinergiilor planificate, optimizării operațiunilor și maximizării valorii adăugate.

Deciziile privind operațiunile de fuziuni și achiziții sunt profund strategice și implică considerente pe termen lung legate de creștere, diversificare, și avantaj competitiv. Procesul decizional este în general influențat de obiectivele corporative, de tendințele pieței și de presiunile externe, căutând și echilibru între riscuri și beneficii. În același timp, este nevoie de un grad ridicat de flexibilitate și adaptabilitate la circumstanțe neprevăzute, cu ajustări rapide pentru a maximiza șansele de succes ale tranzacției încheiate.

La nivelul Uniunii Europene și al României vom analiza evoluția fuziunilor și achizițiilor care au utilizare datorită avantajelor presupuse, respectiv:

- reprezintă o modalitate de extindere rapidă a afacerii din punct de vedere al gamei de produse și acoperirii pe piață sau a zonei geografice de acțiune;
- fuziunile și achizițiile pot uni firme concurente consolidându-le poziția pe piață, diminuând astfel și concurența;
- eficientizarea afacerii prin contopirea spațiilor administrative și împărțirea resurselor între companii;
- formularea de noi idei de către antreprenori și încorporarea capacității tehnologice în portofoliul comun;
- permite achizitorilor să acționeze rapid;
- eficiența financiară ridicată permite companiilor cu venituri financiare reduse să-ți acopere cheltuielile prin fuziunea cu o companie cu venituri ridicate, putând să acceseze și fonduri de investiții;



- posibilitatea transferării profiturilor sau pierderilor în cadrul societății fuzionate cu scopul de a beneficia de diferite regimuri fiscale și de eficiență fiscală;

- posibilitatea achiziționării și revânzării companiei la un preț superior când activele subiacente sunt mai valoroase decât prețul plătit inițial pe întreaga societate.

Spre finalul lucrării vom dezvolta un *studiu econometric al impactului fuziunilor și achizițiilor asupra profitului companiilor în condiții de stabilitate financiară*. Astfel, vom analiza evoluția cantitativă a tranzacțiilor de-a lungul timpului dar și cum stabilitatea financiară afectează entitățile fuzionate și rezultatele financiare ale companiilor.

Ipotezele principale de cercetare, în număr de trei, sunt definite după cum urmează:

-H1- Practicile de creștere externă prin fuziuni și achiziții au un impact pozitiv asupra performanței companiilor.

~ **Variabilă dependentă** (Performanța = Scor ESG- Environmental, Social, Governance)

- *Definiția conceptuală:* ESG reprezintă o măsură a sustenabilității și responsabilității sociale corporative, reflectând impactul unei companii asupra mediului, societății și guvernantei interne.

- *Definiția operațională:* Scor ESG este calculat de agenții de rating pe baza unor indicatori specifici:

- Mediu: emisii de carbon, consum de resurse;
- Social: diversitate, condiții de muncă;
- Guvernanta: transparență, structura consiliului de administrație.

~ **Variabile independente** (Fuziuni și achiziții= ROE, ROA, EBITA)

- *Definiția conceptuală:* ROE (Return on Equity), reprezintă rentabilitatea capitalurilor proprii, respectiv rentabilitatea generată de companie în raport cu capitalurile proprii investite de acționari. ROA (Return on Assets), ilustrează rentabilitatea activelor, respectiv eficiența cu care o companie utilizează activele pentru a genera profit. EBITA (Earnings Before Interest, Taxes, and Amortization) reprezintă profitul înainte de dobânzi, taxe și amortizare, respectiv profitul operațional al unei companii.

- *Definiția operațională:* ROE se calculează ca raport între profitul net și capitalurile proprii, exprimat în procente. ROA reprezintă raportul dintre profitul net și activele totale. EBITA exprimă profitul înainte de dobânzi, taxe și amortizare, respectiv cheltuielile operaționale scăzute din venituri totale, fiind măsurat în unități monetare.

~ **Variabile confounding**

1. Dimensiunea companiei

- *Definiția conceptuală:* Dimensiunea unei companii în funcție de numărul de angajați clasifică companiile în microîntreprinderi, întreprinderi mici, întreprinderi mijlocii, întreprinderi mari și foarte mari, putând influența atât capacitatea companiilor de a realiza M&A, cât și scorul ESG al acestora.

- *Definiția operațională:* Microîntreprinderile au ca număr de angajați între 1 și 9; Întreprinderile mici au între 10-49 de angajați; Întreprinderile mijlocii au un număr de angajați cuprins între 50 și 249 de angajați; Întreprinderile mari au peste 250 de angajați, iar întreprinderile foarte mari dispun de un număr de peste 1000 de salariați.

2. Sectorul de activitate

- *Definiția conceptuală:* Sectorul de activitate poate fi primar (agricultură, piscicultură, exploatații forestiere, industria extractivă), secundar (industria prelucrătoare) sau terțiar (servicii de transport, telecomunicații, servicii de distribuție, servicii bancare, servicii de asigurări), fiecare având standarde ESG diferite.

- *Definiția operațională :* Codurile sectoriale (coduri NACE sau ISIC).

3. Reglementările locale privind sustenabilitatea și responsabilitatea corporativă



- *Definiția conceptuală:* Totalitatea reglementărilor impuse la nivel local privind obligativitatea adoptării de către companii a practicilor sustenabile și de responsabilitate corporativă pot determina în funcție de strictete un scor ESG mai mare, sau mai redus.

- *Definiția operațională:* Clasificarea reglementărilor ESG pe țări sau regiuni, poate fi realizată utilizând variabila dummy, respectiv 1 pentru reglementări stricte și 0 în cazul reglementărilor laxe.

~ **Variabile străine**

1. *Evenimente excepționale*

- *Definiția conceptuală:* Evenimentele excepționale includ pandemii sau dezastre naturale care pot influența scorurile ESG, fiind însă independente de M&A.

- *Definiția operațională:* Prezența evenimentelor excepționale se poate reda prin variabila dummy, respectiv 1 pentru prezența evenimentului și 0 pentru lipsa acestuia.

2. *Percepția publicului sau scandaluri recente legate de ESG*

- *Definiția conceptuală:* Schimbare generală în atitudinea investitorilor și publicului față de ESG, datorată și unor scandaluri în care sunt implicate firmele.

- *Definiția operațională:* Indicele ESG generalizat pe industrie sau în funcție de regiune pentru perioada analizată.

-**H2-** Stabilitatea financiară a companiei achizitoare influențează pozitiv succesul financiar al fuziunilor și achizițiilor.

~ **Variabilă dependentă** (Succes financiar = Profit net)

- *Definiția conceptuală:* Succesul financiar reprezintă abilitatea companiei de a genera profit în urma unei tranzacții de M&A, după acoperirea tuturor costurilor și obligațiilor.

- *Definiția operațională:* Profit net = Venituri totale - Cheltuieli totale, fiind măsurat în unități monetare.

~ **Variabile independente** (Stabilitatea financiară = Scor z)

- *Definiția conceptuală:* Stabilitatea financiară se referă la capacitatea unei companii de a evita falimentul și de a menține solvabilitatea pe termen lung.

- *Definiția operațională:* Scorul Z este calculat printr-o formulă care include ca indicatori financiare activele totale, reținerea profitului, profitul operațional, valoare de piață a capitalului propriu, datorii totale, vânzări totale.

~ **Variabile confounding**

1. *Sinergiile generate de M&A* (sinergii de cost sau de venituri)

- *Definiția conceptuală:* Sinergiile de costuri reprezintă economiile realizate prin eliminarea redundanțelor și optimizarea resurselor după o fuziune sau achiziție, reducând costurile operaționale și sporind eficiența. Sinergiile de venituri reprezintă creșterea veniturilor obținută datorită noilor oportunități de afaceri create prin combinarea a două companii.

- *Definiția operațională:* Sinergiile de cost se calculează ca diferență între costurile totale înainte de M&A și costurile totale după M&A. Sinergiile de venituri se află prin diferența dintre veniturile totale după M&A și suma veniturilor celor două companii înaintea fuziunii sau achiziției.

2. *Dimensiunea relativă a companiei achizitoare*

- *Definiția conceptuală:* Dimensiunea relativă a companiei achizitoare reprezintă raportul dintre mărimea financiară sau operațională a companiei care realizează achiziția și cea a companiei achiziționate. Companiile mari au mai multe resurse pentru a integra companii achiziționate, influențând succesul financiar.

- *Definiția operațională:* Dimensiunea relativă se calculează prin raportarea indicatorilor cheie ai companiei achizitoare și ai companiei țintă, respectiv venituri totale, active totale, capitalizare bursieră, număr de angajați

~ **Variabile străine**



1. Condițiile macroeconomice (PIB, inflație, șomaj)

- *Definiția conceptuală:* Condițiile macroeconomice, respectiv nivelul PIB-ului, inflației sau al șomajului dintr-o țară sau regiune influențează performanța financiară a companiilor implicate în fuziuni și achiziții. PIB reprezintă valoarea totală a bunurilor și serviciilor finale produse într-o economie într-o anumită perioadă. Inflația reprezintă rata de creștere a nivelului general al prețurilor bunurilor și serviciilor într-o economie pe o anumită perioadă. Șomajul reprezintă procentul din populația activă care dorește să lucreze, dar nu poate găsi un loc de muncă.

- *Definiția operațională:* PIB se calculează însumând consumul gospodăriilor, investițiile private, cheltuielile guvernamentale și diferența dintre exporturi și importuri. anual, rata șomajului. Inflația se calculează ca raport dintre diferența Indicelui Prețurilor de Consum în perioada curentă și cea anterioară, raportată la Indicele Prețurilor de Consum din perioada anterioară. Șomajul se calculează ca raport între numărul de persoane șomere și populația activă totală.

2. Calitatea managementului post-M&A

- *Definiția conceptuală:* Calitatea managementului post-M&A se referă la eficiența, competența și performanța echipei de conducere care gestionează integrarea și operațiunile combinate ale companiilor după o fuziune sau achiziție. Calitatea echipei manageriale influențează integrarea și performanța, independent de stabilitatea financiară.

- *Definiția operațională:* Se cuantifică prin evaluări calitative ale echipei manageriale (rating-uri interne sau externe).

-H3- Contextul macroeconomic influențează pozitiv performanța financiară a companiilor.

~ Variabilă dependentă (Performanța = Profit net)

- *Definiția conceptuală:* Succesul financiar reprezintă abilitatea companiei de a genera profit în urma unei tranzacții de M&A, după acoperirea tuturor costurilor și obligațiilor.

- *Definiția operațională:* Profit net = Venituri totale - Cheltuieli totale (incluzând taxe, dobânzi și amortizări), măsurat în unități monetare (ex. USD, EUR).

~ **Variabile independente** (Context macroeconomic = rata inflației, PIB-ul, rata șomajului, rata creditelor neperformante)

- *Definiția conceptuală:* Condițiile macroeconomice, respectiv nivelul PIB-ului, inflației sau al șomajului dintr-o țară sau regiune influențează performanța financiară a companiilor implicate în fuziuni și achiziții. PIB reprezintă valoarea totală a bunurilor și serviciilor finale produse într-o economie într-o anumită perioadă. Inflația reprezintă rata de creștere a nivelului general al prețurilor bunurilor și serviciilor într-o economie pe o anumită perioadă. Șomajul reprezintă procentul din populația activă care dorește să lucreze, dar nu poate găsi un loc de muncă. Creditele neperformante fac referire la acele credite pentru care plățile dobânzilor și ale principalului sunt restante cu 90 de zile sau mai mult.

- *Definiția operațională:* PIB se calculează însumând consumul gospodăriilor, investițiile private, cheltuielile guvernamentale și diferența dintre exporturi și importuri. anual, rata șomajului. Inflația se calculează ca raport dintre diferența Indicelui Prețurilor de Consum în perioada curentă și cea anterioară, raportată la Indicele Prețurilor de Consum din perioada anterioară. Șomajul se calculează ca raport între numărul de persoane șomere și populația activă totală. Rata creditelor neperformante se calculează ca raport între creditele în stare de nerambursare și totalul creditelor brute.

~ Variabile confounding

1. *Tipul de industrie* (industria poate reacționa diferit la factorii macroeconomici)



- *Definiția conceptuală:* Tipul de industrie face referire la categoria economică în care operează o companie, determinată de natura produselor, serviciilor sau activităților sale.

- *Definiția operațională:* Tipul de industrie este clasificat și măsurat pe baza unor standarde internaționale sau regionale, utilizând codificări și categorii specifice, respectiv codurile sectoriale ale industriei.

2. *Expunerea internațională* (companiile internaționale sunt mai puțin dependente de contextul macroeconomic local)

- *Definiția conceptuală:* Expunerea internațională reprezintă gradul în care o companie este implicată în activități economice, comerciale sau financiare pe piețe externe.

- *Definiția operațională:* Expunerea internațională poate fi măsurată prin indicatori cantitativi și calitativi, care reflectă nivelul și tipul implicării companiei în piețele externe precum ponderea veniturilor internaționale în veniturile totale.

~ Variabile străine

1. *Factori geopolitici* (războaie, sancțiuni, instabilitate politică)

- *Definiția conceptuală:* Reprezintă evenimente determinate de relațiile dintre state, regiuni sau alianțe internaționale, care afectează activitățile economice și deciziile de afaceri ale companiilor.

- *Definiția operațională:* Factorii geopolitici sunt mășurați prin utilizarea unor indicatori specifici, care reflectă stabilitatea politică, riscurile economice și securitatea într-o regiune sau la nivel global precum Indicele de Stabilitate Politică și Absență a Violenței sau Indexul de Pace Global.

2. *Schimbările tehnologice sau inovațiile disruptive*

- *Definiția conceptuală:* Schimbările tehnologice și inovațiile disruptive se referă la apariția unor tehnologii, produse sau modele de afaceri care transformă semnificativ industriile existente, înlocuind soluțiile tradiționale și creând noi standarde în piață.

- *Definiția operațională:* Schimbările tehnologice sunt măsurate prin indicatori care reflectă ritmul, adoptarea și impactul lor asupra unei industrii sau organizații, precum proporția produselor și serviciilor noi în portofoliul companiei.

3. *Evenimente excepționale*

- *Definiția conceptuală:* Evenimentele excepționale includ pandemii sau dezastre naturale care pot influența scorurile ESG, fiind însă independente de M&A.

- *Definiția operațională:* Prezența evenimentelor excepționale se poate reda prin variabila dummy, respectiv 1 pentru prezența evenimentului și 0 pentru lipsa acestuia.

Pentru a evita confruntarea cu variabile străine și de confuzie, se pot adăuga ca variabile de control, se pot diviza în grupuri mai omogene precum în funcție de industria de activitate sau se pot utiliza modele de regresie cu efecte fixe sau aleatorii.

3. Metodologia de cercetare

Cercetarea privind fuziunile și achizițiile necesită o abordare metodologică riguroasă, dat fiind complexitatea și impactul semnificativ al acestor tranzacții asupra companiilor implicate și asupra pieței în ansamblu. Scopul acestei secțiuni este de a detalia procesul prin care au fost colectate, analizate și interpretate datele relevante pentru a răspunde întrebărilor de cercetare formulate.

În primul rând, este necesară documentarea asupra conceptelor și teoriilor fundamentale care guvernează fuziunile și achizițiile. Acest demers presupune studierea literaturii de specialitate pentru a înțelege diversele modele teoretice, motivațiile companiilor pentru a se angaja în operațiuni de M&A, și impactul acestor tranzacții asupra pieței și economiei în general. Se vor dezvolta concepte precum sinergia, economiile de scară, consolidarea pieței și

teoriile legate de valoarea acționarilor, acordând atenție și caracteristicilor sistemului financiar precum dezvoltarea și stabilitatea acestuia.

A doua etapă implică o revizuire critică a literaturii existente, care cuprinde studii teoretice și empirice despre fuziuni și achiziții. Scopul principal al acestei revizuii este de a sintetiza rezultatele relevante și de a oferi o bază solidă pentru ipotezele și direcțiile cercetării curente în funcție de lacunele existente în domeniu. Cercetarea se va focaliza asupra analizării articolelor academice, cărți, rapoarte de cercetare, studii de caz și lucrări publicate în diverse reviste de specialitate.

Metodologia adoptată își propune să ofere un cadru clar și sistematic pentru investigarea efectelor fuziunilor și achizițiilor asupra performanțelor financiare ale companiilor. Pentru a atinge aceste obiective, cercetarea utilizează o combinație de metode cantitative și calitative, pentru o înțelegere aprofundată a dinamicii operațiunilor de fuziuni și achiziții.

Din punct de vedere calitativ se are în vedere analiza unor studii de caz aprofundate pentru a examina experiențele companiilor implicate în fuziuni și achiziții și pentru a înțelege dinamica procesului de integrare post-fuziune. Un rol deosebit îl are analiza bibliometrică, prin interogarea de platforme precum Web of science/ Clarivate, pentru a surprinde densitatea de studii economice, în raport cu care se va construi propriul aport de cercetare.

Studiul realizat de [Andriuškevičius & Štreimikienė \(2022\)](#) analizează 22.458 de tranzacții de fuziuni și achiziții în sectorul energetic realizate la nivel mondial între 1995-2020 preluate din baza de date DataStream. Scopul cercetării este de sistematizare a studiilor empirice realizate în domeniu prin metodologia SALSA (*căutare, evaluare, sinteză și analiză*) respectiv folosind tehnica bulgărelui de zăpadă. Rezultatele analizei SALSA au subliniat interconectarea dintre sustenabilitate și operațiunile de fuziuni și achiziții, cu un procent de 77,2% din lucrări publicate între 2018-2020.

Includerea sustenabilității în cadrul fuziunilor și achizițiilor a fost motivată în baza unor factori precum reflectarea schimbărilor de mediu prin fuziuni și achiziții și apelarea la aceste tranzacții pentru a facilita tranziția către transformarea verde și dezvoltarea durabilă.

Analiza SALSA identifică pentru urmărirea sustenabilității pe lângă procesele de fuziuni și achiziții și evenimentele de fuziuni și achiziții iar cadrul de sustenabilitate pentru evaluarea tranzacțiilor de fuziuni și de achiziții are la bază teoria părților interesate, angajate împreună la succes.

[González-Torres & colab. \(2020\)](#) efectuează o analiză bibliometrică prin intermediul a 92 de articole din perioada 1900-2019 preluate din baza de date WoS, dezvoltând evoluția istorică a publicațiilor, distribuția articolelor pe revistă, distribuția articolelor pe autor individual, numărul de citări pe articol, co-citările autorilor și revistelor prin intermediul software-ului VOS Viewer.

Tehnicile de evaluare aplicate au evaluat impactul academic al proceselor de fuziuni și achiziții. Evoluția istorică reflectă productivitatea cu primul articol publicat în anul 1982, dar remarcat începând cu 2007 pe fundalul crizei economice și adaptarea la noile circumstanțe. Sustenabilitatea fuziunilor și achizițiilor a captat atenția cercetătorilor începând cu 2014 cu 54,34% din articole scrise în această perioadă. Referitor la reviste, șapte au publicat mai mult de un articol referitor la fuziuni și achiziții, lider fiind Revista de sustenabilitate *Sustainability journal Q2* cu 11 articole în corelație cu sustenabilitatea.

Autorii cu cele mai multe studii legate de sustenabilitate și tranzacțiile de fuziuni și achiziții sunt Dollery Brian, Kortt Michael, Mendez-Naya Belen cu câte trei articole publicate. Studiul cu cel mai puternic impact academic și 128 de citări este realizat de Young Oran prin care evidențiază fuziunile ca posibile scuze de impunere a preferințelor actorilor dominanți, afectând negativ sustenabilitatea mediului.



Analiza de co-citare a autorilor a identificat patru grupuri de autori, primul cu referitor la managementul strategic, al doilea axat pe aplicarea teoriilor precum cea a părților interesate, al treilea grup este ecologist în timp ce al patrulea abordează politica de mediu.

Co-citarea revistelor a evidențiat în principal reviste legate de cercetare financiară, cercetare în strategie și teoria managementului și economie și probleme durabile. Cele mai importante reviste în ceea ce privește citările și puterea totală a legăturilor au fost Journal of Cleaner Production și Strategic Management Journal. Cuvintele cheie predominante și preferate sunt "fuziuni", "performanță" și "sustenabilitate" în detrimentul achizițiilor. "Sustenabilitatea" în operațiunile de "fuziuni" este analizată împreună cu "performanța financiară", fiind considerat un indicator intern al firmei.

Prin cercetarea cantitativă se vor colecta și analiza date financiare din rapoartele financiare ale companiilor implicate în fuziuni și achiziții dar și din baze de date economice, prelucrate ulterior în programul statistico-econometric EViews. Studiul are un design cantitativ bazat pe analiza datelor panel, care permite identificarea efectelor dinamice ale fuziunilor și achizițiilor asupra performanței financiare și a altor factori de interes. Companiile din România și Uniunea Europeană care au participat la fuziuni și achiziții, vor fi analizate cu 5-10 ani înainte și după M&A, în funcție de momentul încheierii tranzacției.

Următorul pas implică utilizarea tehnicilor statistice pentru a evalua impactul fuziunilor și achizițiilor asupra performanței financiare a companiilor dar și impactul contextului financiar asupra producerii operațiunilor. Analiza va permite identificarea relațiilor dintre variabilele financiare și succesul tranzacțiilor, cuantificarea sinergiilor financiare și a altor efecte economice rezultate din fuziuni și achiziții.

În continuarea analizei statistice, se va efectua o comparație a performanței financiare a companiilor înainte și după fuziune sau achiziție prin indicatori precum rentabilitatea capitalului, profitul net, EBITDA, și evoluția prețului acțiunilor.

Activitățile de fuziuni și achiziții au fost proeminente în mai multe sectoare cheie atât la nivelul Uniunii Europene cât și la nivelul României. În UE, cele mai semnificative activități de fuziuni și achiziții au loc în tehnologie, respectiv IT și telecomunicații în contextul creșterii digitalizării, în timp ce la nivelul României, sectorul energetic este predominant.

Ultima etapă a metodologiei implică interpretarea rezultatelor obținute în urma analizelor calitative și cantitative, examinându-se în detaliu sinergiile realizate, eficiența procesului de integrare, precum și impactul asupra valorii acționarilor și a performanței companiei. Pe baza acestor interpretări, se vor formula concluzii cu privire la eficiența și beneficiile fuziunilor și achizițiilor, precum și recomandări pentru companii și investitori în ceea ce privește strategia abordată a fuziunilor și achizițiilor.

Designul abordat în cercetare va fi cel secundar, întrucât datele utilizate în studiu sunt deja existente în bazele de date financiare Orbis, Reuters și în rapoartele anuale ale companiilor de interes. De asemenea, se va utiliza și un design cantitativ pentru a testa relațiile dintre variabile prin tehnici econometrice precum analiza regresiiilor multiple. Din perspectivă epistemologică se ia în considerare pozitivismul prin intermediul căruia realitatea este măsurată obiectiv prin analizele econometrice dar în același timp se pune accent și pe realism care îmbină atât abordarea obiectivă a pozitivismului cât și elemente ale interpretativismului, mai exact partea subiectivă în interpretarea datelor în funcție de fiecare companie și domeniul său de activitate. Accentul însă, va fi pus pe cele mai importante fuziuni și achiziții realizate la nivelul României și al Uniunii Europene.

Listă de referințe

1. Agrawal, A., & Jaffe, J. F. (2000). *The post-merger performance puzzle. Advances in mergers and acquisitions*, 7-41.
2. Alexandridis, G., Dimitris P., & Nickolaos G. T. (2010). Gains from M&As around the world. New evidence. *Financial Management* 39: 1671–95.
3. Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). *Deal size, acquisition premia and shareholder gains. Journal of Corporate Finance*, 20, 1-13.
4. Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). *New evidence and perspectives on mergers. Journal of economic perspectives*, 15(2), 103-120.
5. Andreu, L., Sarto, J.L. (2013). *Financial consequences of mutual fund mergers. The European Journal of Finance*.
6. Andriuškevičius, K., & Štreimikienė, D. (2022). *Sustainability framework for assessment of mergers and acquisitions in energy sector. Energies*, 15(13), 4557.
7. Anton, G. (2023). *Impactul fuziunilor și achizițiilor asupra performanței companiilor și bunăstării consumatorilor* (Teză de doctorat), Academia de Studii Economice București.
8. Antoniou, A., Petmezas, D., & Zhao, H. (2007). *Bidder gains and losses of firms involved in many acquisitions. Journal of Business Finance & Accounting*, 34(7-8), 1221-1244.
9. Bhabra, H. S., & Huang, J. (2013). *An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997–2007. Journal of Multinational Financial Management*, 23(3), 186-207.
10. Beena, P. L. (2004). *Towards understanding the merger wave in the Indian corporate sector – a comparative perspective*, Working paper 355, February, CDS, Trivandrum.
11. Boloupremo, T., & Ogege, S. (2019). *Mergers, acquisitions and financial performance: A study of selected financial institutions. EMAJ: Emerging Markets Journal*, 9(1), 36-44.
12. Borodin, A., Sayabek, Z. S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). *Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. Journal of International Studies*, 13(2).
13. Bouwman, C. H., Fuller, K., & Nain, A. S. (2009). *Market valuation and acquisition quality: Empirical evidence. The Review of Financial Studies*, 22(2), 633-679.
14. Brockman, P., Rui, O. M., & Zou, H. (2013). *Institutions and the performance of politically connected M&As. Journal of International Business Studies*, 44, 833-852.
15. Burlea, A. S., & Popa, I. (2013). *Legitimacy theory. Encyclopedia of corporate social responsibility*, 21, 1579-1584.
16. Caiazza, S., Galloppo, G., & Paimanova, V. (2021). *The role of sustainability performance after merger and acquisition deals in short and long-term. Journal of Cleaner Production*, 314, 127982.
17. Campello, M., Matta, R., & Saffi, P. A. (2018). *The rise of the equity lending market: implications for corporate policies. Available at SSRN 2703318*.
18. Carbonara, G., & Caiazza, R. (2009). *Mergers and acquisitions: Causes and effects. The Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 14(2), 188-194.
19. Carney, W. (2009). *Mergers and Acquisitions: The Essentials*. Boston: Aspen Publishers.
20. Chapman, K. (2024). *Merger/acquisition activity and regional cohesion in the EU. Foreign direct investment and the global economy*, 121-135.
21. Creel, J., Hubert, P., & Labondance, F. (2015). *Financial stability and economic performance. Economic Modelling*, 48, 25-40.



22. Daddikar, P., & Shaikh, A. R. H. (2014). *Impact Of Mergers & Acquisitions On Surviving Firm's Financial Performance: A Study Of Jet Airways Ltd.* Pacific Business Review International, 6(8), 45-51.
23. DeYoung, R., Evanoff, D. D., & Molyneux, P. (2009). *Mergers and acquisitions of financial institutions: A review of the post-2000 literature.* Journal of Financial services research, 36, 87-110.
24. Dhinaiya, G. M. (2006). *Impact of Mergers & Acquisitions on the Performance of Companies.* Chief Patron.
25. Dorata, N. T. (2012). *Determinants of the strengths and weaknesses of acquiring firms in mergers and acquisitions: a stakeholder perspective.* International Journal of Management, 29(2), 578.
26. Duchin, R. (2010). *Cash holdings and corporate diversification.* The Journal of Finance, 65(3), 955-992.
27. Ehiedu, V. C., & Peter, O. (2014). *Mergers and acquisitions as instrument of corporate survival and growth.* European Journal of Business and Management, 6(8), 151-156.
28. González-Torres, T., Rodríguez-Sánchez, J. L., Pelechano-Barahona, E., & García-Muiña, F. E. (2020). *A systematic review of research on sustainability in mergers and acquisitions.* Sustainability, 12(2), 513.
29. Gugler, K., Mueller, D. C., & Weichselbaumer, M. (2012). *The determinants of merger waves: An international perspective.* International Journal of Industrial Organization, 30(1), 1-15.
30. Hagedoorn, J., & Duysters, G. (2002). *External sources of innovative capabilities: the preferences for strategic alliances or mergers and acquisitions.* Journal of management studies, 39(2), 167-188.
31. Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015). *The wages of social responsibility—where are they? A critical review of ESG investing.* Review of Financial Economics, 26, 25-35.
32. Harford, J., Klasa, S., & Walcott, N. (2009). *Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions.* Journal of Financial Economics, 93(1), 1-14.
33. Holt, A. G. (2018). *Modalități de dezvoltare a întreprinderilor: Creșterea internă versus creșterea externă.* Letter and Social Science Series, Supplement 1/2018.
34. Hoskisson, R. E., Wright, M., Filatotchev, I., & Peng, M. W. (2013). *Emerging multinationals from mid-range economies: The influence of institutions and factor markets.* Journal of management studies, 50(7), 1295-1321.
35. Kaur, S. (2002). *A study of corporate takeovers in India.* Unpublished Ph. D. thesis. New Delhi: University of Delhi.
36. Khan, A., & Kalisz, D. (2024). *Post-Acquisition Operating Performance of Acquiring Firms following Cross-Border Mergers and Acquisitions.* Economies, 12(7), 172.
37. Khan, Z., Sharifi, M., & Karan, V. (2005). *Your M&A map for success.* Journal of Corporate Accounting & Finance (Wiley), 16(2).
38. Kinatader, H., Fabich, M., & Wagner, N. (2017). *Domestic mergers and acquisitions in BRICS countries: Acquirers and targets.* Emerging Markets Review, 32, 190-199.
39. Li, X. (2024). *The Impact of Technology Mergers and Acquisitions on Enterprise Sustainable Competitiveness.* Sustainability, 16(6), 2291.
40. Macoris, L. S., Kabbach-de-Castro, L. R., Kalatzis, A. E., & Boehe, D. M. (2023). *Cross-border and domestic minority acquisitions and financial constraints: Reaping big benefits from small shareholders.* Corporate Governance: an international review, 31(3), 491-514.



41. Maha, L. G., Aevoae, G. M., Viorică, E. D., & Dicu, R. M. (2023). *Determinant Factors of M&As in Emerging Economies: The Impact of Financial Performance in Romanian Minority Acquisitions*. *Economies*, 11(10), 241.
42. Manu, L. P., Adjasi, C. K., Abor, J., & Harvey, S. K. (2011). *Financial stability and economic growth: a cross-country study*. *International Journal of Financial Services Management*, 5(2), 121-138.
43. Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). *Mergers and acquisitions in Europe*. TILEC Discussion Paper; Vol. 2006-003.
44. Meckl, R., & Röhrle, F. (2016). *Do M&A deals create or destroy value?: A meta-analysis*. *European Journal of Business and Economics*, 11(2).
45. Mehrotra, A., & Sahay, A. (2022). *Financial Performance of Firms Pre-and Post-M&A: A Study of Selected Indian Acquirers*. *Vision*, 09722629221087367.
46. Pawaskar, V., (2001). *Effect of Mergers on Corporate Performance in India*, *Vikalpa*, Vol.26, No.1, January – March.
47. Prochniak, M., & Wasiak, K. (2017). *The impact of the financial system on economic growth in the context of the global crisis: empirical evidence for the EU and OECD countries*. *Empirica*, 44, 295-337.
48. Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). *Failure and success in mergers and acquisitions*. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699.
49. Sotiropoulou, T., Giakoumatos, S. G., & Petropoulos, D. P. (2019). *Financial development, financial stability and economic growth in European Union: a panel data approach*. *Advances in Management and Applied Economics*, 9(3), 55-69.
50. Tambi, M. K. (2005). *Impact of Mergers and Amalgamation on the performance of Indian Companies*. *Econ WPA Finance*, 506007.
51. Tang, A. C. (2015). *Mergers and Acquisitions and its effects on firm Performance: A New Look*. In *Proceedings of the DLSU Research Congress* (Vol. 3, pp. 1-7).
52. Trautwein, F. (1990). *Merger motives and merger prescriptions*. *Strategic management journal*, 11(4), 283-295.
53. Tuch, C., & O'Sullivan, N. (2007). *The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence*. *International Journal of Management Reviews*, 9(2), 141-170.
54. Zhang, W., Wang, K., Li, L., Chen, Y., & Wang, X. (2018). *The impact of firms' mergers and acquisitions on their performance in emerging economies*. *Technological Forecasting and Social Change*, 135, 208-216.
55. William, R. (2023). *Comparing company performance based on types of mergers and acquisitions in the financial sector*. *Jurnal Scientia*, 12(02), 1402-1409.