



ЮГОЗАПАДЕН УНИВЕРСИТЕТ „НЕОФИТ РИЛСКИ“ БЛАГОЕВГРАД

СТАНОВИЩЕ

От: Доц. д-р Жеко Николаев Милев
Университет за национално и световно стопанство
Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка/05.02.05/

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка/05.02.05/в ЮЗУ „Неофит Рилски“ Благоевград.

Основание за представяне на становището: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед № 1204/26.05.2026 г. на Зам. Ректора по НИД на ЮЗУ „Неофит Рилски“ Благоевград.

Автор на дисертационния труд: Йоанна Димитриос Антониаду
Тема на дисертационния труд: „Анализ на сливанията и придобиванията в гръцки системни банки в периода 2006-2022 г. в контекста на Хипотезата за ефективни пазари“

I. Обобщени данни за научната продукция и дейността на кандидата

Йоанна Димитриос Антониаду се е обучавала в редовна форма на докторска програма към катедра „Финанси и отчетност“ на Стопанския факултет на Югозападния университет „Неофит Рилски“ в гр. Благоевград по научна специалност Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка /05.02.05/, професионално направление 3.8 „Икономика“. Темата на дисертационния труд е „Анализ на сливанията и придобиванията в гръцки

системни банки в периода 2006-2022 г. в контекста на Хипотезата за ефективни пазари“. Темата е много актуална, предвид изключително динамичните процеси в банковия сектор по време на криза и ролята, която имат системно важните банки в този период. Анализът на сливанията и придобиванията при гръцките системни банки от периода на финансовата и икономическа криза в Гърция в годините 2010-2012 е изключително важен, тъй като показва начина, по който реагират пазарните участници в обстановка на силна волатилност и неопределеност. Поведението на пазарите при новини, касаещи преструктурирания в банковия сектор е сфера недостатъчно проучена в България, особено в контекста на гръцката криза от разглеждания период.

Дисертационният труд има класическа структура и се състои от въведение, три глави, заключение и използвана литература в общ обем от 186 стр. В рамките на въведението, дисертантката описва целта на изследването, основната хипотеза и използваните изследователски методи. Основната цел на труда е посредством анализ на дневните цени на акциите при затваряне и реализираните обеми на търговия на четири системни гръцки банки – Национална банка на Гърция (NBG), Piraeus Bank, Alpha Bank и Eurobank да се проследи волатилността преди, по време и след сделките по сливания и придобивания. За целта е използван стандартен EGARCH модел, като докторантката се опитва да оцени до колко осъществените сделки са повлияли на риска, свързан с акциите на банките и до каква степен пазарът интегрира ефективно новопостъпващата информация. Основната хипотеза на изследването е, че събитията по сливания и придобивания (M&A) могат да предизвикат значителни промени, както в пазарните очаквания, така и в специфичните за банките рискови профили. **Първа глава** е озаглавена „Теоретичен подход към сливанията и придобиванията“. Тя е изцяло теоретична по своя характер, като в рамките на тази част докторантката описва различните техники,

използвани за извършване на сливания и придобивания в корпоративния сектор. Докторантката разглежда всички съществени начини, познати в теорията и практиката за осъществяване на такъв вид реструктурирания, като анализира внимателно техните положителни и отрицателни страни. **Втора глава** е озаглавена „Хипотеза за ефективните пазари“. В нея Йоанна Антониаду разглежда редица важни аспекти от тази теория, както и до каква степен тя е в сила по отношение на банковия сектор в Гърция по време на финансовата криза. Дисертантката достига до важния извод, че „Хипотезата за ефективните пазари“ обяснява убедително голяма част от ежедневното ценообразуване в банковото дело и като цяло поведението на пазарите на акции, но в същото време в редица случаи може да се наблюдават краткотрайни неефективности и аномалии вследствие на поведенчески отклонения, институционални несъвършенства или системни сътресения. **Глава трета** е озаглавена „Емпирични изследвания“. Тази част представлява центърът на изследователската работа на докторантката. В рамките на тази глава, авторката обосновава използването на конкретен EGARCH модел за всяко едно от изследваните сливания и придобивания в банковия сектор на Гърция за периода 2006-2022 год. Времевият интервал е разделен на два подпериода 2006-2013 год. и 2014-2022 год. Целта на докторантката е да изследва волатилността в цените на акциите на придобиващите банки при обявяване на новината за придобиване.

Всяка една от частите на дисертацията се отличава с добра структура, балансираност и обосновааност по отношение на достигнатите изводи. Дисертантката съумява да направи съдържателен статистически анализ на волатилността в цените на акциите на системно важните гръцки банки участващи в сливания и придобивания по време на периода на гръцката финансова криза. Изводите, до които достига са в значителна степен обосновани и логични и подкрепени с данни от извършения анализ. Авторката много добре откроява в кои случаи Хипотезата за ефективните

пазари работи добре и в кои са налице отклонения от нея.

II. Оценка на научните и на практическите резултати и приноси на дисертанта

В рамките на дисертационния труд могат да бъдат открити няколко научно-приложни приноси, които могат да бъдат отнесени в сферата на обогатяване на съществуващите знания по отношение на волатилността на акциите вследствие на извършвани сливания и придобивания в банковия сектор по време на криза:

1. Извършен е анализ на волатилността на акциите на системно важните банки в Гърция по време на осъществени сливания и придобивания в условия на финансова и дългова криза. Анализът показва, че волатилността не е еднотипна за всички банки. Налице са различия, които са изследвани и категоризирани.
2. Извършен е анализ на влиянието на сливанията и придобиванията върху цените на акциите в банковия сектор в краткосрочен и дългосрочен период, като е установена по-сериозна чувствителност към пазарните шокове в краткосрочен период.
3. Вследствие на извършения анализ е установено, че осъществените сливания и придобивания в банковия сектор на Гърция водят до подобрена пазарна ефективност на банковите акции и намалена волатилност в сравнение с капиталовия пазар като цяло.

Считам, че всеки един от приносите може да бъде подобаващо оценен като допринасящ за обогатяване на съществуващите знания в областта на поведението на цените на акциите в условията на финансова (дългова криза). Безспорно мисля, че макар темата на дисертационния труд да е насочена специално към влиянието на сливанията и придобиванията в банковия сектор върху волатилността на акциите на придобиващите банки, някои от изводите, до които достига докторантката, се отнасят за всеки един

капиталов пазар и компания, подложени на стресови фактори. В този смисъл дисертационният труд би представлявал интерес за далеч по-широк кръг от читатели и професионалисти в областта на търговията с акции и управлението на портфейлни активи.

III. Критични бележки и препоръки

По същество нямам никакви критични бележки. Считаю, че извършената от дисертантката изследователска работа е на достатъчно високо ниво, като изводите до които достига са логически добре построени и обосновани. Силно бих препоръчал на Йоанна Антониаду да продължи изследователската си работа в тази област, тъй като изследвания с подобен характер са наистина ценни и необходими, особено в условията на все по-дигитализирана среда и бързо разпространение на финансовите кризи на глобално ниво.

По време на защитата, ако докторантката прецени за необходимо може да отговори на следния практически въпрос: за коя от изследваните банки, новината за сливане или придобиване повлиява най-положително, в смисъл, че стойността на акциите ѝ се покачва значително и се задържа така във времето, т.е. освен покачване е налице и спад във волатилността за продължителен период от време. Кои са основните фактори, които стоят зад това обстоятелство?

IV. Заключение

Дисертационният труд отговаря на изискванията на Закона за развитие на академичния състав, Правилника за неговото прилагане и Правилника за устройството и дейността на ЮЗУ „Неофит Рилски“ гр. Благоевград. С настоящето становище давам своята положителна оценка за проведеното изследване, представено в дисертационния труд, автореферата и публикациите. Предлагам на Почитаемите членове на Научното жури да

се присъди образователната и научна степен „Доктор” на Йоанна
Димитриос Антониаду.

Дата: 05.07.2026

Член на журито: доц. д-р Жеко Милев

Регламент (ЕС) 2016/679
на Европейския
парламент и на Съвета
от 27 .04.2016 г.

OPINION

By:

Assoc. Prof. Jeko Nikolaev Milev, PhD

University of National and World Economy

Finance, Monetary Circulation, Credit and Insurance (05.02.05)

Regarding: A dissertation submitted for the award of the educational and scientific degree “Doctor” (PhD) in Finance, Monetary Circulation, Credit and Insurance (05.02.05) at South-West University “Neofit Rilski”, Blagoevgrad.

Grounds for the present opinion: Participation as a member of the Scientific Jury for the public defence of the dissertation in accordance with Order No. 1204/26.05.2026 of the Vice-Rector for Research Activities of South-West University “Neofit Rilski”, Blagoevgrad.

Author of the dissertation: Ioanna Dimitrios Antoniadou

Title of the dissertation: *“Analysis of Mergers and Acquisitions in Greek Systemic Banks during the Period 2006–2022 in the Context of the Efficient Market Hypothesis”*

I. Summary of the Candidate’s Scientific Output and Academic Activity

Ioanna Dimitrios Antoniadou pursued full-time doctoral studies at the Department of Finance and Accounting, Faculty of Economics in South-West University “Neofit Rilski”, Blagoevgrad, in the scientific specialty Finance, Monetary Circulation, Credit and Insurance (05.02.05), professional field 3.8 “Economics”. The dissertation is entitled *“Analysis of Mergers and Acquisitions in Greek Systemic Banks during the Period 2006–2022 in the Context of the Efficient Market Hypothesis.”*

The topic is highly relevant, given the exceptionally dynamic processes that

took place in the banking sector during times of crisis and the role played by systemically important banks throughout this period. The analysis of mergers and acquisitions involving Greek systemic banks during the period of the Greek financial and economic crisis, particularly between 2010 and 2012, is of considerable importance as it demonstrates how market participants react in an environment characterized by high volatility and uncertainty. Market behaviour in response to news related to restructuring in the banking sector remains insufficiently studied in Bulgaria, especially in the context of the Greek crisis during the period under review.

The dissertation follows a traditional structure and consists of an introduction, three chapters, a conclusion, and a bibliography, with a total length of 186 pages. In the introduction, the doctoral candidate outlines the objectives of the research, the main hypothesis, and the research methods applied. The principal objective of the study is to examine the volatility of stock prices before, during, and after merger and acquisition transactions by analysing the daily closing stock prices and trading volumes of four Greek systemic banks—National Bank of Greece (NBG), Piraeus Bank, Alpha Bank, and Eurobank.

For this purpose, a standard EGARCH model is employed, through which the doctoral candidate seeks to assess the extent to which completed transactions have affected the risk associated with bank shares and the degree to which the market efficiently incorporates newly available information. The main hypothesis of the research is that merger and acquisition (M&A) events may trigger significant changes both in market expectations and in bank-specific risk profiles.

The first chapter, entitled “Theoretical Approach to Mergers and Acquisitions,” is entirely theoretical in nature. Within this section, the doctoral candidate describes the various techniques used to carry out mergers and acquisitions in the corporate sector. She examines all major approaches known in both theory and practice for implementing such restructuring processes and carefully analyses their advantages and disadvantages.

The second chapter is entitled “Efficient Market Hypothesis.” In this section, Ioanna Antoniadou explores several important aspects of the theory and examines the extent to which it applies to the Greek banking sector during the financial crisis. The doctoral candidate reaches the significant conclusion that the Efficient Market Hypothesis successfully explains a substantial portion of daily price formation in banking and stock market behaviour in general. At the same time, however, temporary inefficiencies and anomalies may emerge due to behavioural biases, institutional imperfections, or systemic shocks.

The third chapter, entitled “Empirical Research,” constitutes the core of the dissertation. In this chapter, the author justifies the application of a specific EGARCH model for each of the examined mergers and acquisitions in the Greek banking sector during the period 2006–2022. The time horizon is divided into two sub-periods: 2006–2013 and 2014–2022. The objective is to investigate stock price volatility of acquiring banks following the announcement of acquisition-related news.

Each section of the dissertation is characterized by a sound structure, balance, and well-supported conclusions. The doctoral candidate successfully conducts a meaningful statistical analysis of stock price volatility in systemically important Greek banks involved in mergers and acquisitions during the Greek financial crisis. The conclusions reached are largely well-founded, logical, and supported by empirical evidence derived from the analysis. The author clearly identifies the circumstances in which the Efficient Market Hypothesis performs effectively and those in which deviations from it are observed.

II. Evaluation of the Scientific and Practical Results and Contributions of the Doctoral Candidate

Several scientific and applied contributions can be identified in the dissertation, contributing to the enrichment of existing knowledge concerning stock price volatility resulting from mergers and acquisitions in the banking sector during periods of crisis:

1. An analysis of stock volatility in Greek systemic banks during merger and acquisition activities under conditions of financial and sovereign debt crisis has been conducted. The analysis demonstrates that volatility patterns are not uniform across all banks. Significant differences exist, and these have been examined and categorized.

2. The impact of mergers and acquisitions on stock prices in the banking sector has been analysed from both short-term and long-term perspectives. The findings indicate a higher sensitivity to market shocks in the short term.

3. The analysis establishes that mergers and acquisitions in the Greek banking sector contribute to improved market efficiency of bank stocks and reduced volatility in comparison with the capital market as a whole.

I consider that each of these contributions deserves appropriate recognition as a meaningful addition to existing knowledge regarding stock price behaviour under conditions of financial and sovereign debt crises. Although the dissertation focuses specifically on the impact of mergers and acquisitions in the banking sector on the volatility of acquiring banks' shares, several of the conclusions reached by the doctoral candidate are applicable to any capital market and company exposed to stress factors.

In this regard, the dissertation would be of interest to a much broader audience of readers and professionals involved in stock trading and portfolio asset management.

III. Critical Remarks and Recommendations

In essence, I have no significant critical remarks. I consider the research conducted by the doctoral candidate is of a high academic standard, while the conclusions reached are logically structured and well substantiated.

I strongly encourage Ioanna Antoniadou to continue her research work in this field, as studies of this nature are genuinely valuable and necessary,

particularly in the context of an increasingly digitalized environment and the rapid transmission of financial crises on a global scale.

During the defence, the doctoral candidate may address the following practical question, if she considers it appropriate: Among the banks examined, which institution experienced the most favourable market reaction following the announcement of a merger or acquisition, as evidenced by a significant and sustained increase in its share price together with a prolonged reduction in stock price volatility? What factors contributed to this outcome?

IV. Conclusion

The dissertation complies with the requirements of the Law on the Development of the Academic Staff in the Republic of Bulgaria, the corresponding Implementing Regulations, and the Rules and Regulations of South-West University “Neofit Rilski”, Blagoevgrad.

With this opinion, I express my positive assessment of the research presented in the dissertation, the dissertation abstract, and the related publications. I strongly recommend that the honourable members of the Scientific Jury award the educational and scientific degree of Doctor (PhD) to Ioanna Dimitrios Antoniadou.

Date: 05 July 2026

Member of the Scientific Jury:
Assoc. Prof. Jeko Milev, PhD

Регламент (ЕС) 2016/679 на
Европейския парламент и на
Съвета от 27 .04.2016 г.