



**"Mergers and Acquisitions in the Banking Sector: Empirical Evidence from the European Union"**

**ΣΤΑΜΑΘΗ ΜΑΡΙΑ**

**Εργασία υποβληθείσα στο**

**Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής**

**του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών**

**ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση**

**Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης**

**Αθήνα**

**{Νοέμβριος, 2025}**



**Εγκρίνουμε την εργασία του  
[ ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ]**

**ΣΤΑΜΑΤΗ ΜΑΡΙΑ**

**[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]  
ΛΕΛΕΔΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ**

**[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]**

**ΔΡΑΚΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ**

**[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]**

**ΕΠΙΣΚΟΠΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ**

**[ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ, 2025]**



**ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

**[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΡΙΑΣ]****ΣΤΑΜΑΤΗ ΜΑΡΙΑ****[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

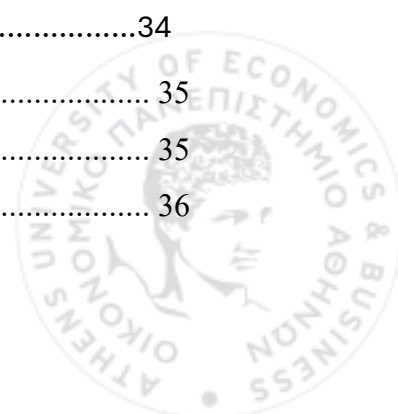
Πρώτα απ' όλα, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή και επόπτη της διπλωματικής μου εργασίας, κ. Γεώργιο Λελεδάκη, για την καθοδήγηση, τη στήριξη και τις πολύτιμες συμβουλές του καθ' όλη τη διάρκεια της εκπόνησης της εργασίας αυτής. Τον ευχαριστώ ιδιαίτερα για τη συμβολή του στην ανάπτυξη της κριτικής και δημιουργικής μου σκέψης.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους συνεξεταστές καθηγητές για τον χρόνο που αφιέρωσαν στην αξιολόγησή και τις παρατηρήσεις τους. Ευχαριστώ όλους τους διδάσκοντες για τις γνώσεις που μου προσέφεραν, τόσο σε προπτυχιακό όσο και σε μεταπτυχιακό επίπεδο.



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη .....	7
Κεφάλαιο 1:Εισαγωγή.....	9
Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση .....	11
2.1 Εισαγωγή.....	11
2.2 Κίνητρα και Αιτίες των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	11
2.3 Μεθοδολογίες Αξιολόγησης της Απόδοσης των M&As .....	12
2.4 Αποτελέσματα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (M&As) στον Τραπεζικό Τομέα .....	14
2.5 Επιπτώσεις σε Πελάτες και Χρηματοδότηση .....	15
2.6 Θεματικές Εξελίξεις στη Σύγχρονη Βιβλιογραφία.....	16
2.7 Κενά και Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα.....	17
2.8 Συμπεράσματα.....	18
2.9 Συγκεντρωτικός Πίνακας Event Studies.....	19
Κεφάλαιο 3: Δεδομένα και Μεθοδολογία .....	21
3.1 Δείγμα δεδομένων .....	21
3.2 Μεθοδολογία.....	23
3.2.1 Market Model.....	24
3.2.2 Market Model's Abnormal Returns.....	25
3.2.3 Market Model's average Abnormal Returns.....	25
3.2.4 Market Model's cumulative average Abnormal Returns .....	26
3.2.5 Market model with Scholes-Williams beta estimation .....	26
3.2.6 Market Adjusted Returns Model .....	27
3.2.7 Mean Adjusted Returns Model.....	27
3.2.8 Time-series standard deviation test.....	28
3.2.9 Cross-sectional Standard Deviation test .....	29
3.2.10 Cross-sectional regression variable .....	29
3.2.11 Cross-sectional Regression Analysis .....	33
3.2.12 Regression Analysis .....	34
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση Αποτελεσμάτων.....	35
4.1 Average Abnormal Returns.....	35
4.2 Cumulative Average Abnormal Returns.....	36



4.3. Περιγραφική Στατιστική .....	37
4.4 Ανάλυση Συσχέτισης (Correlation Matrix) .....	38
4.5 Ανάλυση Παλινδρόμησης .....	39
4.6 Συζήτηση Αποτελεσμάτων .....	42
Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα .....	43
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	46

## ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 4.1: t-stat στους ελέγχους CS and TS για τις AAR .....	35
Πίνακας 4.2: t-stat για CS and TS data για Cumulative Average Abnormal Returns	37
Πίνακες 4.3: Descriptive Statistics .....	38
Πίνακες 4.4: Correlation Matrix .....	39
Πίνακας 4.5: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης για CAR(-2,0) .....	40

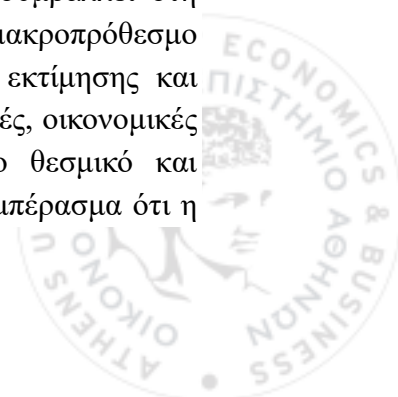
## ΣΧΗΜΑΤΑ

Σχήμα 3.1: M&A per year .....	22
Σχήμα 3.2: M&A Deals by Acquiror Nation .....	23



## Περίληψη

Η παρούσα διατριβή εξετάζει τη βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών (m&a) στον τραπεζικό τομέα της ευρωπαϊκής ένωσης μεταξύ 2000 και 2024. Οι M&As αποτελούν ένα στρατηγικό εργαλείο για την αναδιάρθρωση και την αύξηση της ανταγωνιστικότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς επηρεάζουν τη σταθερότητα, την αποτελεσματικότητα και τη συνολική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Μετά την εγκαθίδρυση της οικονομικής και νομισματικής ένωσης και την εισαγωγή του ευρώ, η ευρωπαϊκή τραπεζική κοινότητα έχει βιώσει σημαντικά κύματα συγκέντρωσης, τα οποία έχουν ενταθεί ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια κρίσεων όπως η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, η κρίση χρέους της ευρωζώνης και η πανδημία covid-19. Στόχος της μελέτης είναι να αξιολογήσει εάν οι εξαγορές τραπεζών δημιουργούν αξία για τους μετόχους των εξαγοραζουσών τραπεζών, δηλαδή εάν οι αγορές αντιλαμβάνονται τις ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών ως θετικές ή αρνητικές. Για τον σκοπό αυτό, χρησιμοποιήθηκε μια μεθοδολογία μελέτης γεγονότων, η οποία καταγράφει ποσοτικά τις μη φυσιολογικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συναλλαγής. Το δείγμα περιλαμβάνει 261 ολοκληρωμένες τραπεζικές συναλλαγές μεταξύ των 27 κρατών μελών της ΕΕ, οι οποίες προέρχονται από τη βάση δεδομένων Refinitiv Eikon/Datastream. Η περίοδος αξιολόγησης καλύπτει 120 ημέρες πριν από την ανακοίνωση και το παράθυρο γεγονότων εκτείνεται από 10 ημέρες πριν έως 10 ημέρες μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης. Για την εκτίμηση των αποδόσεων χρησιμοποιούνται πολλαπλά υποδείγματα: το Market Model, το Market-Adjusted Returns Model και το Mean-Adjusted Returns Model. Επιπλέον, πραγματοποιούνται παλινδρομήσεις διαστρωματικής ανάλυσης (cross-sectional regressions), ώστε να εντοπιστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν τη διαφοροποίηση των αποδόσεων, όπως το μέγεθος των τραπεζών, η κεφαλαιακή τους επάρκεια, η μόχλευση, η εμπειρία τους σε προηγούμενες M&A συναλλαγές και η διασυνοριακή φύση της συμφωνίας. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν τη διεθνή βιβλιογραφία, η οποία διαπιστώνει ότι οι μέτοχοι των εξαγορασμένων τραπεζών βιώνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις, ενώ οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών τραπεζών βιώνουν ουδέτερες ή αρνητικές αποδόσεις που δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Η αντίδραση της αγοράς φαίνεται να επηρεάζεται από την τιμή αγοράς, τις δυσκολίες ενσωμάτωσης, το κανονιστικό περιβάλλον και την αβεβαιότητα σχετικά με τις αναμενόμενες συνέργειες. Οι επενδυτές συχνά αντιλαμβάνονται τις εξαγορές τραπεζών όχι ως ευκαιρίες δημιουργίας αξίας, αλλά ως μέτρα σταθεροποίησης ή ενέργειες που αποσκοπούν στη συμμόρφωση με τις κανονιστικές απαιτήσεις. Η παρούσα εργασία συμβάλλει στη βιβλιογραφία προσφέροντας μια πανευρωπαϊκή προσέγγιση με μακροπρόθεσμο χρονολογικό πεδίο (2000–2024), συνδυάζοντας πολλαπλά μοντέλα εκτίμησης και δοκιμές στατιστικής ευρωστίας. Προσφέρει επίσης σημαντικές πολιτικές, οικονομικές και θεσμικές επιπτώσεις συνδέοντας τη δημιουργία αξίας με το θεσμικό και μακροοικονομικό πλαίσιο των τραπεζών. Η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η



στρατηγική συγκέντρωση μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν εγγυάται βελτιωμένη κερδοφορία ή αγοραία αξία και μπορεί να αυξήσει τον συστημικό κίνδυνο ενισχύοντας το φαινόμενο "too big to fail". Τονίζει την ανάγκη για μια ολιστική αξιολόγηση του αντίκτυπου των συγχωνεύσεων και εξαγορών, λαμβάνοντας υπόψη όχι μόνο τις αποδόσεις των μετόχων αλλά και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, τον ανταγωνισμό και τη διαθεσιμότητα χρηματοδότησης για την πραγματική οικονομία. Τέλος, προτείνεται η επέκταση της έρευνας σε νέες διαστάσεις όπως οι ESG παράγοντες, οι τεχνολογικές συγχωνεύσεις FinTech, και η χρήση καινοτόμων μεθοδολογιών (μηχανική μάθηση, ανάλυση κειμένου, bibliometric analysis) για την κατανόηση των μακροπρόθεσμων επιπτώσεων των M&As στην ευρωπαϊκή τραπεζική ολοκλήρωση. Η εργασία συμπεραίνει ότι οι M&As στον τραπεζικό τομέα της Ευρωπαϊκής Ένωσης παραμένουν ένα σύνθετο φαινόμενο με μικτές επιδράσεις, όπου η δημιουργία αξίας εξαρτάται τόσο από τις συνθήκες της αγοράς όσο και από τη θεσμική και στρατηγική προσαρμογή των τραπεζών



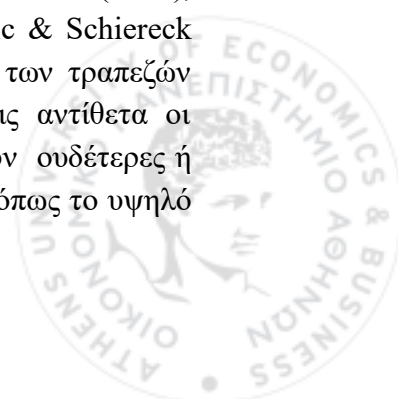
## Κεφάλαιο 1:Εισαγωγή

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές (M&As) αποτελούν ένα από τα σημαντικότερα στρατηγικά εργαλεία αναδιάρθρωσης στον χρηματοπιστωτικό τομέα, καθώς επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα, την σταθερότητα και την αποτελεσματικότητα των τραπεζών. Η διαδικασία συγκέντρωσης μέσω των M&As έχει ενταχθεί ιδιαίτερα τις τελευταίες δεκαετίες, ως αποτέλεσμα της απελευθέρωσης των αγορών, της πρόοδου της τεχνολογίας και της συνεχώς αυξανόμενη παγκοσμιοποίησης.

Από τη δεκαετία του 1990 και έπειτα, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η εισαγωγή του ευρώ και η δημιουργία μιας ενιαίας τραπεζικής αγοράς ενίσχυσαν την ανάγκη για μεγαλύτερα, πιο ανταγωνιστικά και αποτελεσματικά τραπεζικά ιδρύματα. Οι εξελίξεις αυτές ευνόησαν την δραστηριότητα των M&As, ως ένα από τα βασικά εργαλεία στρατηγικής ενοποίησης, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής αστάθειας. Η μελέτη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στον τραπεζικό τομέα είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς συνδέεται με κρίσιμα ζητήματα όπως η αποδοτικότητα, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ο ανταγωνισμός και η χρηματοδότηση. Ιστορικά, τα κύματα M&A, συνοδεύονται από περιόδους έντονης αναδιάρθρωσης και μεταβολής στην αγορά κεφαλαίων και ανακατανομής της ισχύος στους τραπεζικούς ομίλους, καθιστώντας αναγκαία την μελέτη της αντίδρασης της αγοράς στις ανακοινώσεις αυτές.

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει την βραχυχρόνια αντίδραση της αγοράς κατά την ανακοίνωση των τραπεζικών εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ευρωπαϊκή ένωση, με την σημερινή της δομή, για την περίοδο 2000-2024. Σκοπός της να αξιολογηθεί κατά πόσο οι ανακοινώσεις δημιουργούν αξία για τους μετόχους των εξαγοραζουσών τραπεζών, με την ανάλυση των μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns) των μετοχών. Επιπρόσθετα, η μελέτη βασίζεται στην μεθοδολογία της μελέτης γεγονότος (event study) όπου επιτρέπει την ποσοτική αποτύπωση της χρηματιστηριακής αντίδρασης γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης μιας εξαγοράς. Η εκτίμηση των αποδόσεων πραγματοποιείται αξιοποιώντας υποδείγματα όπως το Market Model, το Market Adjusted Model και το Mean Adjusted Returns Model. Χρησιμοποιούνται και παλινδρομήσεις (cross-sectional regressions) με στόχο την ερμηνεία των διαφοροποιήσεων στις αποδόσεις, βάσει χαρακτηριστικών των τραπεζών και των συναλλαγών όπως το μέγεθος, η κερδοφορία, η μόχλευση, η εμπειρία σε προηγούμενα M&As και η διασυνοριακή διάσταση της συμφωνίας.

Η μελέτη εντάσσεται στο θεωρητικό και εμπειρικό πλαίσιο της διεθνούς βιβλιογραφίας για τις τραπεζικές εξαγορές και συγχωνεύσεις στην οποία υπογραμμίζεται ότι η αντίδραση της αγοράς διαφοροποιείται σημαντικά για το αν πρόκειται για εξαγοραστή ή στόχο. Οι μελέτες των Bergen, Demsetz & Strahan (1999), Amel et al. (2004), DeYoung, Evanoff & Molyneux (2009) και Kolaric & Schiereck (2014) καταλήγουν σε κοινό συμπέρασμα πως δηλαδή οι μέτοχοι των τραπεζών στόχων αποκομίζουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις αντίθετα οι εξαγοραστές, για τους οποίους αποδεικνύεται παρακάτω, καταγράφουν ουδέτερες ή αρνητικές βραχυχρόνιες αποδόσεις. Αυτό προκύπτει από παράγοντες όπως το υψηλό



κόστος εξαγοράς , οι δυσκολίες ενσωματώσεις και η αβεβαιότητα σχετικά με τις προσδοκώμενες συνέργειες. Στην τρέχουσα μελέτη επιβεβαιώνεται αυτή η γενική τάση καθώς τα αποτελέσματα δείχνουν αρνητική αλλά μη στατιστικά σημαντική αντίδραση της αγοράς για τους εξαγοραστές τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης . Οι επενδυτές αντιμετωπίζουν με επιφυλακτικότητα τις τραπεζικές εξαγορές θεωρώντας πως αποτελούν κινήσεις σταθεροποίησης ή ρυθμιστικές συμμορφώσεις παρά ως ευκαιρίες για δημιουργία αξία.

Η συμβολή της μελέτης στην βιβλιογραφία των M&As επιτυγχάνεται καθώς η ανάλυση επεκτείνεται σε πανευρωπαϊκό επίπεδο καλύπτοντας 27 κράτη-μέλη για ένα μεγάλο χρονικό εύρος 25 χρόνων (2000-2024) και περιλαμβάνει της προ κρίσης περίοδο, την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 , την κρίση χρέους της ευρωζώνης και την υγειονομική κρίση του κορονοϊού. Επιπλέον, σε μεθοδολογικό επίπεδο , συνδυάζονται πολλαπλά υποδείγματα εκτίμησης αποδόσεων (Market Model, Market-Adjusted και Mean-Adjusted Returns) για την αξιολόγηση της ευρωστίας των αποτελεσμάτων .Εφαρμόζεται cross-sectional regression για την διερεύνηση των παραγόντων που επηρεάζουν τις αποδόσεις προσφέροντας έτσι μια ολοκληρωμένη κατανόηση της δυναμικής που διέπει τις αντιδράσεις της αγοράς. Τέλος , συνδέονται οι αντιδράσεις της αγοράς με χρηματοοικονομικά και θεσμικά χαρακτηριστικά των τραπεζών , συμβάλλοντας στην κατανόηση του τρόπου με τον οποίο οι παράγοντες επηρεάζουν την αποτίμησή των εξαγορών.

Συνολικά, η εργασία αποσκοπεί να προσφέρει μια εμπειρικά τεκμηριωμένη και συγκριτικά επίκαιρη και ολοκληρωμένη εικόνα της αντίδρασης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές,. Παράλληλα, αναδεικνύει μια πιο ολοκληρωμένη θεώρηση του φαινομένου και την ανάγκη για μια πιο ολιστική αξιολόγηση των επιπτώσεων των M&As στις χρηματοπιστωτικές αγορές, όχι μόνο σε όρους αξίας για τους μετόχους αλλά και σε σχέση με την σταθερότητα και την αποτελεσματικότητα.



## Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

### 2.1 Εισαγωγή

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις φαίνεται να αποτελούν στρατηγικά εργαλεία αναδιάρθρωσης που είναι ευρέως διαδεδομένα στον χρηματοπιστωτικό τομέα στοχεύοντας στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, την επίτευξη οικονομιών κλίμακας καθώς και την επέκταση σε νέες αγορές. Πιο συγκεκριμένα η συγχώνευση αναφέρετε στην συνένωση δύο (ή περισσότερων) επιχειρήσεων σε μία νέα οντότητα ενώ η εξαγορά αφορά την απόκτηση ελέγχου μιας επιχείρησης από άλλη χωρίς απαραίτητα τη δημιουργία νέας νομικής μορφής. Μετά τη δεκαετία του 1990 έχει αυξηθεί η σημασία των M&As ως συνέπεια την απελευθέρωση των αγορών, των τεχνολογιών και της χρηματοπιστωτικής παγκοσμιοποίησης. Στις μέρες μας, οι M&As αποτελούν το κεντρικό μέσο στρατηγικής αναδιάρθρωσης με σημαντικές επιπτώσεις στην απόδοση, τον ανταγωνισμό και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ιστορικά, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις χαρακτηρίζονται από διακριτά κύματα δραστηριότητας με ιδιαίτερη ένταση μετά τη δεκαετία του 1980. Στις ΗΠΑ, η τραπεζική ενοποίηση επιταχύνθηκε λόγω της σταδιακής άρσης ρυθμιστικών περιορισμών, της ανάπτυξης των χρηματαγορών και της τεχνολογικής καινοτομίας. Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990, οι M&As επεκτάθηκαν στην Ευρώπη, ενισχυμένες από τη εισαγωγή του ευρώ και την δημιουργία ενοποιημένης τραπεζικής αγοράς. Σύμφωνα με την έκθεση του Group of Ten (2001), η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από ραγδαία αύξηση της τραπεζικής συγκέντρωσης στις περισσότερες ανεπτυγμένες οικονομίες.

Στη σύγχρονη εποχή, έπειτα από την κρίση του 2008 και κυρίως μετά την υγειονομική κρίση, παρατηρείται ένα νέο κύμα συγχωνεύσεων με έμφαση σε ψηφιακές δυνατότητες, στην αποτελεσματικότητα κόστους και στη συστημική σταθερότητα. Η μελέτη των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό και ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα είναι καθοριστικής σημασίας, καθώς οι M&As συνδέονται με κρίσιμα ζητήματα που επηρεάζουν την αποδοτικότητα των τραπεζών, τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, τον ανταγωνισμό, αλλά και την πρόσβαση σε χρηματοδότηση για επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Επιπλέον, οι τραπεζικές M&As ενδέχεται να δημιουργούν «συστημικά σημαντικά» ιδρύματα (SIFIs), αυξάνοντας τον κίνδυνο *too-big-to-fail* και τις απαιτήσεις για εποπτεία. Η σημασία του θέματος ενισχύεται περαιτέρω από το γεγονός ότι τα αποτελέσματα των M&As διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με την γεωγραφική περιοχή, την εποχή, το ρυθμιστικό πλαίσιο και τη δομή των τραπεζικών συστημάτων. Η πρόσφατη εμπειρία στην Ευρώπη, με έντονη κινητικότητα συγχωνεύσεων σε χώρες όπως Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα, υποδεικνύει την ανάγκη για περαιτέρω ανάλυση και εμπειρική τεκμηρίωση σε περιφερειακό επίπεδο.

### 2.2 Κίνητρα και Αιτίες των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Ο τραπεζικός κλάδος χρησιμοποιεί συγχωνεύσεις και εξαγορές M&As για την επίτευξη μιας ποικιλίας λειτουργικών, κανονιστικών και στρατηγικών στόχων. Υπάρχουν τέσσερις κύριοι άξονες που η διεθνής και η ευρωπαϊκή βιβλιογραφία



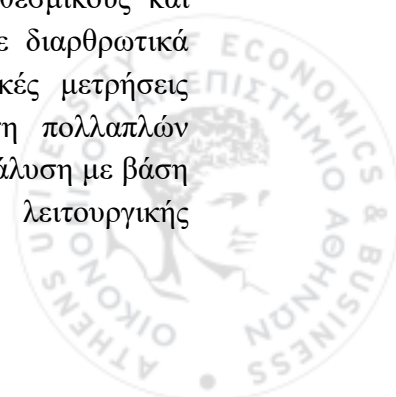
αποδίδουν σε αυτό το φαινόμενο. Αρχικά ,παρατηρούνται οικονομίες κλίμακας και φάσματος. Προκειμένου να μειωθεί το λειτουργικό κόστος και να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα μέσω κοινών υποδομών και συστημάτων, ένας από τους κύριους οικονομικούς παράγοντες είναι η επιδίωξη οικονομιών κλίμακας και φάσματος. Η δυνατότητα απορρόφησης σταθερού κόστους (όπως τεχνολογικές πλατφόρμες) σε μια μεγαλύτερη πελατειακή βάση μέσω συγχωνεύσεων βελτιώνει την επιχειρησιακή αποτελεσματικότητα, σύμφωνα με τους Berger, Demsetz και Strahan (1999). Ομοίως, η ανασκόπηση των Amel et al. (2004) αναφέρει ότι η συγχώνευση επιτρέπει στους οργανισμούς να προσφέρουν διαφοροποιημένα προϊόντα σε περισσότερες περιοχές ή τμήματα αγοράς, αυξάνοντας την αξία για τον μέτοχο . Ένα δεύτερο σύνολο κινήτρων προκύπτει από ρυθμιστικές και θεσμικές αλλαγές που ευνοούν ή διευκολύνουν τις M&As. Η απορρύθμιση στις ΗΠΑ και την Ευρώπη, η απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών και οι νομοθετικές ενέργειες έχουν ενισχύσει τη συγκέντρωση του τραπεζικού συστήματος, σύμφωνα με τους DeYoung, Evanoff και Molyneux (2009). Αντίστοιχα, σύμφωνα με το Group of Ten (2001) οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες έχουν επίσης ενθαρρύνει τις συγχωνεύσεις ως τρόπο βελτίωσης της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και ανταγωνιστικότητας. Επιπρόσθετα, ένας από τους κύριους μοχλούς των M&As είναι η τεχνολογική πρόοδος. Η ενσωμάτωση των τραπεζικών λειτουργιών μπορεί να γίνει γρήγορα και αποτελεσματικά χάρη στην ευρεία χρήση αυτοματοποιημένων συστημάτων, υποδομών πληροφορικής και της δυνατότητας επεξεργασίας μεγάλου όγκου συναλλαγών. Οι τεχνολογικές εξελίξεις μειώνουν το κόστος συντονισμού και βελτιώνουν τη βιωσιμότητα των συγχωνεύσεων, ιδίως για τις περιφερειακές και τις μικρές και μεσαίες τράπεζες, σύμφωνα με τους Jones και Critchfield (2005). Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&A) αναλαμβάνουν μια νέα λειτουργία ως τακτική επιβίωσης σε περιόδους οικονομικής αστάθειας ή κρίσης. Οι Cumming et al.(2023) επισημαίνουν ότι οι συγχωνεύσεις έχουν αποτελέσει εργαλείο για την αναδιάρθρωση τραπεζών με χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια, ιδιαίτερα στην εποχή μετά την κρίση - είτε μετά το 2008 είτε μετά την COVID-19 χρησιμοποιώντας μεγαλύτερες και πιο ισχυρές δομές για την προώθηση της σταθερότητας . Η ίδρυση συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (SIFIs) με στρατηγικό στόχο την ενίσχυση της ισχύος στην αγορά και την πιθανή κρατική προστασία σε περιόδους κρίσης είναι το τελευταίο σημαντικό αλλά αμφιλεγόμενο κίνητρο . Οι Kolaric και Schiereck (2014) εξετάζουν τη θεωρία «too-big-to-fail» και υποστηρίζουν ότι οι συγχωνεύσεις χρησιμοποιούνται περιστασιακά για την αύξηση του μεγέθους μιας εταιρείας, προκειμένου να αποκτηθεί μελλοντική κρατική υποστήριξη. Συνοψίζοντας, η αποτελεσματικότητα, ο ανταγωνισμός και η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος επηρεάζονται σημαντικά από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, οι οποίες δεν είναι μόνο προϊόν επιχειρηματικής στρατηγικής, αλλά και αντίδραση σε θεσμικές, τεχνολογικές και μακροοικονομικές δυνάμεις.

### 2.3 Μεθοδολογίες Αξιολόγησης της Απόδοσης των M&As



Η αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον χρηματοπιστωτικό τομέα έχει απασχολήσει την επιστημονική κοινότητα, με κυρίαρχη την μεθοδολογική προσέγγιση τη μελέτη γεγονότος (*event study*). Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην παρατήρηση της αντίδρασης της χρηματιστηριακής αγοράς κατά την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, με σκοπό να αποτιμήσει κατά πόσο η αγορά εκλαμβάνει θετικά ή αρνητικά τη συναλλαγή. Η μεθοδολογία *event study* στηρίζεται στην παρατήρηση της μη φυσιολογικής απόδοσης (*abnormal return*) των μετοχών των εμπλεκόμενων τραπεζών κατά την χρονική περίοδο γύρω από την ανακοίνωση των M&A.

Οι Amel et al. (2004) παρουσιάζουν πληθώρα μελετών που αξιοποιούν αυτή τη μέθοδο, διαπιστώνοντας ότι οι μέτοχοι των τραπεζών-στόχων αποκομίζουν σταθερά θετικές μη φυσιολογικές αποδόσεις, ενώ οι αποδόσεις για τις τράπεζες-εξαγοραστές είναι ουδέτερες ή αρνητικές. Παρόμοια, οι DeYoung et al. (2009) επιβεβαιώνουν ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις, η αξία δημιουργείται κυρίως υπέρ των στόχων, ενώ οι αγοραστές επιβαρύνονται με το κόστος και τους κινδύνους της ενσωμάτωσης. Το άρθρο των Kolaric και Schiereck (2014) αποτελεί μία από τις πιο ολοκληρωμένες επισκοπήσεις της σύγχρονης χρήσης του *event study* στις τραπεζικές M&As, αναλύοντας περισσότερες από 40 εμπειρικές μελέτες, οι συγγραφείς επιβεβαιώνουν την διαχρονική αποτελεσματικότητα της μεθόδου στον εντοπισμό χρηματιστηριακών αποδόσεων. Παρατηρούνται θετικές αποδόσεις έως και 30% για τους στόχους, ενώ για τους εξαγοραστές τα αποτελέσματα είναι αρνητικά ή μη στατιστικά σημαντικά. Οι διαφορές εξαρτώνται από τη γεωγραφία, τον τύπο της συναλλαγής (εγχώρια ή διασυνοριακή), και το κανονιστικό πλαίσιο. Παρότι τα *event studies* είναι μεθοδολογικά ισχυρά όσον αφορά την εξέταση της αντίδρασης της αγοράς, η χρησιμότητά τους στην αξιολόγηση της πραγματικής επιχειρησιακής απόδοσης μιας M&A είναι περιορισμένη. Οι Berger et al. (1999) τονίζουν ότι ένα *event study* δεν μετρά τη λειτουργική αποτελεσματικότητα του νέου σχήματος και δεν παρέχει ενδείξεις για το αν η συγχώνευση δημιούργησε μακροχρόνια στρατηγική αξία. Προτείνουν τη συνδυαστική χρήση λογιστικών δεικτών (ROA, ROE) και μεθόδων συνοριακής αποδοτικότητας (SFA, DEA) για την αποτίμηση της μετενοποιητικής απόδοσης. Ακόμα πιο αιχμηρή είναι η κριτική των Cumming et al. (2023), οι οποίοι αναγνωρίζουν την ιστορική σημασία της μεθόδου αλλά τονίζουν ότι έχει εξαντλήσει την ωφέλιμη αξία της. Υποστηρίζουν ότι η μέθοδος αποτυγχάνει να καταγράψει σύνθετες επιδράσεις, όπως αλλαγές στη διοικητική κουλτούρα, μετασχηματισμούς προϊόντων ή διαχείριση ρίσκου. Ως εκ τούτου, προτείνουν πιο καινοτόμες μεθοδολογίες όπως *textual analysis*, *machine learning*, *long-run returns (BHAR)* και *DiD* για αιτιώδεις εκτιμήσεις. Παρόμοια, οι Jones και Critchfield (2005) αναγνωρίζουν τη δημοτικότητα της μεθόδου αλλά επισημαίνουν ότι παραβλέπει θεσμικούς και πολιτικούς παράγοντες. Η ανάλυσή τους βασίζεται περισσότερο σε διαρθρωτικά στοιχεία και μακροοικονομικά δεδομένα, παρά σε χρηματιστηριακές μετρήσεις απόδοσης. Η τρέχουσα βιβλιογραφία υποστηρίζει μια προσέγγιση πολλαπλών μεθόδων, η οποία ενσωματώνει ποσοτικά και ποιοτικά εργαλεία. Η ανάλυση με βάση τη λογιστική χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της λειτουργικής



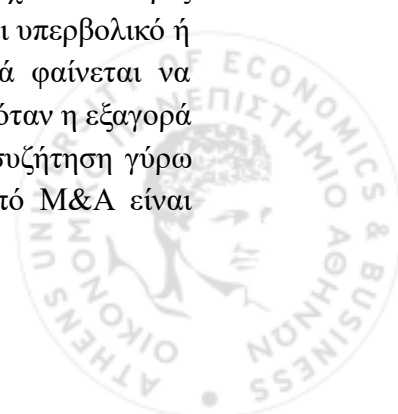
αποτελεσματικότητας (Berger et al., DeYoung et al.). Η ανάλυση της αποτελεσματικότητας με βάση τα σύνορα με τη χρήση SFA και DEA χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της τεχνικής και παραγωγικής αποτελεσματικότητας. Επιπρόσθετα, οι ανώμαλες αποδόσεις αγοράς και διακράτησης (BHAR) με τη μέθοδο αυτή να χρησιμοποιείται για τη μελέτη των μακροπρόθεσμων αποδόσεων (Cumming et al.). Η ανάλυση περιεχομένου (ανάλυση κειμένου) με τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των συγχωνεύσεων και εξαγορών να ερμηνεύονται με τη χρήση NLP και μηχανικής μάθησης. Τη δομική ανάλυση όπως προτάθηκε από την Ομάδα των Δέκα (2001) και εστιάζεται στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και στις ρυθμιστικές συνέπειες της συγκέντρωσης.

Συμπερασματικά, η μέθοδος event study αποτελεί ένα πολύτιμο εργαλείο για την ανάλυση της αντίδρασης της αγοράς στις συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&As), προσφέροντας άμεσες και μετρήσιμες πληροφορίες για την επενδυτική κοινότητα. Παρ' όλα αυτά, δεν αρκεί από μόνη της για να αξιολογήσει την πραγματική και διαρκή επιτυχία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η βιβλιογραφία προτείνει ολόένα και περισσότερο μια ολιστική προσέγγιση, η οποία περιλαμβάνει λογιστικά, λειτουργικά και θεσμικά δεδομένα, ώστε να κατανοηθεί καλύτερα η αποτελεσματικότητα του φαινομένου των M&As.

## 2.4 Αποτελέσματα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (M&As) στον Τραπεζικό Τομέα

Η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό τομέα έχει αποτελέσει αντικείμενο εκτενούς μελέτης στη βιβλιογραφία, με τα συμπεράσματα να διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με το γεωγραφικό πλαίσιο, την χρονική περίοδο και τη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται. Οι επιπτώσεις αυτών των διαδικασιών διακρίνονται σε τρεις κύριους τομείς: την απόδοση για τους μετόχους, την επιχειρησιακή αποδοτικότητα και τους συστημικούς κινδύνους που προκύπτουν από τη συγκέντρωση.

Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες καταγράφουν θετικές αποδόσεις για τους μετόχους των τραπεζών-στόχων (targets), κατά την περίοδο γύρω από την ανακοίνωση των M&A. Οι Amel et al. (2004), διαπίστωσαν πως η αύξηση της τιμής της μετοχής των targets κυμαίνεται συχνά μεταξύ 10% και 30%, γεγονός που αποδίδεται στο premium που προσφέρεται από τον εξαγοραστή. Ακόμα, οι Kolaric και Schiereck (2014) συγκλίνουν σε παρόμοια συμπεράσματα παρατηρώντας ισχυρές θετικές ανώμαλες αποδόσεις στην διεθνή βιβλιογραφία. Από την άλλη πλευρά, οι επιπτώσεις για τους εξαγοραστές είναι περισσότερο μεικτές. Οι DeYoung et al. (2009) και οι Berger et al. (1999), σημειώνουν πως οι εξαγοραστές καταγράφουν συχνά ουδέτερες ή αρνητικές αποδόσεις ιδίως σε περιπτώσεις όπου το τίμημα θεωρείται υπερβολικό ή όταν η ενσωμάτωση παρουσιάζει λειτουργικές δυσκολίες. Η αγορά φαίνεται να αντιμετωπίζει με σκεπτικισμό τις υποσχέσεις για συνέργειες, ιδιαίτερα όταν η εξαγορά πραγματοποιείται σε νέο γεωγραφικό ή κανονιστικό περιβάλλον. Η συζήτηση γύρω από τη βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης των τραπεζών μετά από M&A είναι



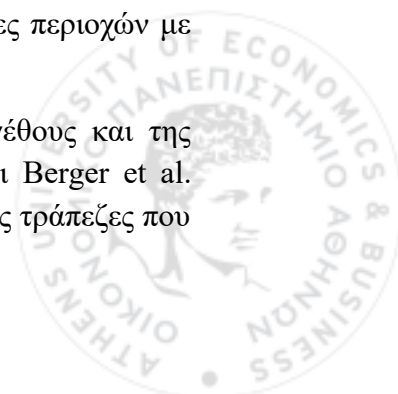
αντιφατική. Οι Berger et al. (1999) και οι DeYoung et al. (2009) προσφέρουν αποδείξεις αύξησης αποτελεσματικότητας, κυρίως σε περιβάλλοντα όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες, όπου εφαρμόζονται μεθοδολογίες συνοριακής αποδοτικότητας (SFA, DEA) και υπάρχει πιο εύκαμπτο ρυθμιστικό πλαίσιο. Αντιθέτως, σε αρκετές ευρωπαϊκές περιπτώσεις που αναλύονται από τους Kolaric και Schiereck (2014), η λειτουργική απόδοση παραμένει αμετάβλητη ή και μειώνεται. Αυτό οφείλεται εν μέρει στις προ υπάρχουσες υψηλές αποδόσεις πριν την εξαγορά, γεγονός που συρρικνώνει περιθώρια για περαιτέρω βελτίωση, αλλά και σε πολιτισμικές ή λειτουργικές δυσκολίες ενσωμάτωσης. Τα ευρήματα δείχνουν ότι η αποτελεσματικότητα εξαρτάται από παράγοντες όπως το κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο, η συμπληρωματικότητα ή όχι των συγχωνευόμενων τραπεζών και η γεωγραφική εγγύτητα των εταιρών. Ένα κρίσιμο και ευαίσθητο θέμα που προκύπτει από τις M&As είναι η δημιουργία τραπεζών υπερβολικά μεγάλων ώστε να αφεθούν να καταρρεύσουν (Too Big To Fail – TBTF). Το φαινόμενο αυτό, όπως αναφέρεται στην έκθεση της Group of Ten (2001), αυξάνει τους συστημικούς κινδύνους, διότι η κατάρρευση μιας τέτοιας τράπεζας θα μπορούσε να προκαλέσει ευρύτερη χρηματοπιστωτική αστάθεια. Οι Cumming et al. (2023) τονίζουν ότι η συγκέντρωση που προκαλείται από επαναλαμβανόμενες M&As ενδέχεται να ενισχύει τη μονοπωλιακή ισχύ και να περιορίζει τον ανταγωνισμό ενώ καθιστά πιο πολύπλοκη την εποπτεία. Παράλληλα, οι Jones και Critchfield (2005) επισημαίνουν πως οι πολύ μεγάλες τράπεζες μπορούν να απολαμβάνουν σιωπηρή κρατική εγγύηση, γεγονός που δημιουργεί ηθικούς κινδύνους (moral hazard).

Οι συστημικές επιπτώσεις των M&As αποτελούν πλέον θεσμικό και ρυθμιστικό πεδίο έρευνας, με διεθνείς οργανισμούς και ρυθμιστικές αρχές να προτείνουν την παρακολούθηση της κεφαλαιακής επάρκειας, της ρευστότητας και της διασυνδεσιμότητας των τραπεζών μετά από σημαντικές συμφωνίες συγκέντρωσης. Εν κατακλείδι, τα αποτελέσματα των τραπεζικών M&As παρουσιάζουν έντονη ετερογένεια. Η εικόνα για τους μετόχους των targets είναι συνήθως θετική, ενώ για τους εξαγοραστές είναι πιο αμφίβολη. Η επιχειρησιακή αποδοτικότητα εμφανίζει διακυμάνσεις ανά γεωγραφία και τρόπο μέτρησης, με τις ΗΠΑ να δείχνουν ισχυρότερα οφέλη και το μέγεθος και η συγκέντρωση που προκύπτει από τις M&As ενδέχεται να προκαλέσει συστημικούς κινδύνους, μεταβάλλοντας τη φύση και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

## 2.5 Επιπτώσεις σε Πελάτες και Χρηματοδότηση

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&As) στον τραπεζικό τομέα δεν επηρεάζουν μόνο τους μετόχους και την εσωτερική αποδοτικότητα των τραπεζών αλλά έχουν επίσης, σημαντικές επιπτώσεις στην πρόσβαση στη χρηματοδότηση και στις συνθήκες ανταγωνισμού στις τοπικές αγορές. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει ο τρόπος με τον οποίο επηρεάζονται οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις καθώς και οι πελάτες περιοχών με περιορισμένο αριθμό τραπεζικών ιδρυμάτων.

Οι συγχωνεύσεις τραπεζών συχνά οδηγούν σε αύξηση του μεγέθους και της οργανωτικής πολυπλοκότητας των νέων τραπεζικών δομών. Όπως οι Berger et al. (1999) και Jones and Critchfield (2005), σημειώνουν ότι οι μεγαλύτερες τράπεζες που

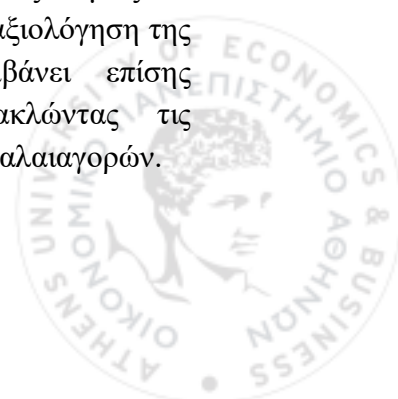


προκύπτουν από συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&As) τείνουν να υιοθετούν τυποποιημένες και λιγότερο εξατομικευμένες πολιτικές δανεισμού. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα περιορισμένη χρηματοδότηση για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες παραδοσιακά βασίζονται στην εμπιστοσύνη μικρότερων τραπεζών, ιδίως σε τοπικό επίπεδο. Ωστόσο, αυτή η επίδραση δεν είναι αναμφισβήτητα αρνητική. Στα ανεπτυγμένα τραπεζικά οικοσυστήματα, όπως τονίζεται από τους DeYoung et al. (2009) και από την έκθεση της Ομάδας των Δέκα (2001), η παρουσία ενός ισχυρού εποπτικού πλαισίου σε συνδυασμό με την ύπαρξη εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης (π.χ. συνεταιριστικές ή περιφερειακές τράπεζες) μπορεί να μετριάσει αυτές τις αρνητικές επιπτώσεις. Επίσης, οι μεγαλύτερες τράπεζες μπορούν να προσφέρουν εύρος χρηματοπιστωτικών προϊόντων, αυξάνοντας τη λειτουργική αποδοτικότητα της πιστωτικής διαδικασίας. Ένα δεύτερο σημαντικό ζήτημα είναι ο αντίκτυπος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στον τοπικό τραπεζικό ανταγωνισμό. Όπως καταδεικνύουν οι Jones και Critchfield (2005) στις Ηνωμένες Πολιτείες, η αυξημένη τραπεζική συγκέντρωση έχει οδηγήσει σε μείωση του αριθμού των τραπεζών σε μια δεδομένη αγορά, ιδιαίτερα σε αγροτικές ή περιφερειακές περιοχές. Ως συνέπεια είχε λιγότερες εναλλακτικές λύσεις για τους πελάτες, δυνητικά αυξάνοντας το κόστος δανεισμού και μειώνοντας την πίεση για προσφορά καινοτόμων ή χαμηλού κόστους υπηρεσιών. Παρόμοιες ανησυχίες εκφράστηκαν στην έκθεση της Group of ten (2001), η οποία υποστήριξε ότι η μειωμένη παρουσία των τοπικών τραπεζών, σε συνδυασμό με την ενίσχυση των μεγάλων τραπεζών, θα μπορούσε να οδηγήσει σε ολιγοπώλιο στις περιφερειακές αγορές. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι αυτός ο αντίκτυπος ποικίλλει ανάλογα με τη δομή της αγοράς σε ορισμένες περιπτώσεις, οι συγχωνεύσεις μπορεί να φέρουν καλύτερες υπηρεσίες, βελτιωμένη τεχνολογία και μεγαλύτερη πρόσβαση σε απομακρυσμένες περιοχές.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στον τραπεζικό τομέα έχουν σημαντικό και συχνά διαφορούμενο αντίκτυπο στους πελάτες, ιδιαίτερα στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, και στις τοπικές κοινωνίες. Η διαθεσιμότητα πίστωσης μπορεί να περιοριστεί λόγω της απώλειας των προσωπικών σχέσεων μεταξύ δανειστή και δανειολήπτη και η συγκέντρωση της αγοράς μπορεί να περιορίσει τον ανταγωνισμό και τις επιλογές. Ωστόσο, αυτές οι επιπτώσεις ποικίλλουν ευρέως και εξαρτώνται από το ρυθμιστικό περιβάλλον, την ωριμότητα του τραπεζικού συστήματος και την ικανότητα των τραπεζών να προσαρμόζουν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες τους στις ανάγκες των τοπικών κοινωνιών.

## 2.6 Θεματικές Εξελίξεις στη Σύγχρονη Βιβλιογραφία

Η έρευνα συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&A) έχει εξελιχθεί σημαντικά τις τελευταίες δεκαετίες, με νέα θέματα, μεθοδολογίες και ερευνητικούς τομείς να εμφανίζονται. Η σύγχρονη βιβλιογραφία δεν περιορίζεται πλέον στην αξιολόγηση της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας, αλλά περιλαμβάνει επίσης περιβαλλοντικά, τεχνολογικά και θεσμικά ζητήματα, αντανακλώντας τις εξελισσόμενες προτεραιότητες της παγκόσμιας οικονομίας και των κεφαλαιαγορών.

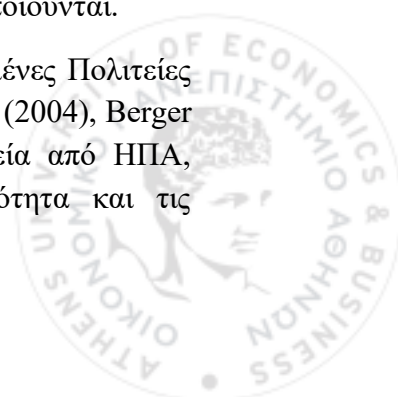


Σύμφωνα με μια ανασκόπηση των Cumming et al. (2023), η έρευνα για τις σύγχρονες συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&A) έχει αρχίσει να ενσωματώνει διεπιστημονικές προσεγγίσεις, που περιλαμβάνουν τη βιωσιμότητα (ESG), την τεχνολογική καινοτομία (FinTech) και την ένταση της διασυννοριακής τραπεζικής ολοκλήρωσης. Η διάσταση ESG περιβαλλοντική, κοινωνική και διακυβέρνηση είναι ένας ταχέως εξελισσόμενος τομέας. Οι ερευνητές εξετάζουν πώς οι πρακτικές βιωσιμότητας επηρεάζουν τη στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών, τόσο ως κριτήριο για την επιλογή στόχου όσο και ως εργαλείο για τη διαχείριση της φήμης, του κινδύνου και της κανονιστικής συμμόρφωσης μετά τη συγχώνευση. Αν και οι περισσότερες εμπειρικές εφαρμογές εκτείνονται πέρα από τον στενό τραπεζικό τομέα, η τάση αυξάνεται. Ταυτόχρονα, η εισαγωγή νέων τεχνολογιών έφερε στο προσκήνιο τις συγχωνεύσεις FinTech, ειδικά μεταξύ παραδοσιακών τραπεζών και ψηφιακών πλατφορμών. Οι Cumming et al. (2023) σημειώνουν ότι το ενδιαφέρον μετακινείται τώρα από τις απλές κεφαλαιακές συνεργασίες σε συνέργειες καινοτομίας, τεχνογνωσίας και πληροφοριών. Επιπροσθέτως, η παγκοσμιοποίηση των τραπεζικών υπηρεσιών έχει αυξήσει τη συχνότητα και την πολυπλοκότητα των διασυννοριακών M&As. Όπως δηλώνουν οι Amel et al. (2004) και DeYoung et al. (2009), οι διασυννοριακές συμφωνίες δημιουργούν προβλήματα σχετικά με θεσμικές διαφορές, κουλτούρα, νομικά πλαίσια, και ρυθμιστική αβεβαιότητα, ενώ παράλληλα ενδέχεται να προσφέρουν ευκαιρίες γεωγραφικής διαφοροποίησης και πρόσβασης σε νέες αγορές. Η μεθοδολογική βάση της βιβλιογραφίας γύρω από τις M&As εξελίσσεται. Παραδοσιακές μέθοδοι, όπως τα event studies και οι λογιστικές αποτιμήσεις, πλαισιώνονται πλέον από αναλύσεις, μηχανική μάθηση και βιβλιομετρική ανάλυση. Οι Cumming et al. (2023) εφαρμόζουν bibliometric analysis προκειμένου να καταγράψουν την εξέλιξη των ερευνητικών θεμάτων, τις πλέον ενεργές θεματικές περιοχές και τα κενά της βιβλιογραφίας. Η ανάλυσή τους βασίζεται σε χιλιάδες δημοσιεύσεις και αποκαλύπτει την άνθηση θεμάτων όπως εταιρική διακυβέρνηση και ESG, συγκριτικές μελέτες αναδυόμενων και ανεπτυγμένων αγορών, M&As στον τομέα της τεχνολογίας και των δεδομένων καθώς και κοινωνικές συνέπειες των εξαγορών, όπως απασχόληση και μισθολογικές πολιτικές. Αξιοσημείωτο είναι ότι ο αριθμός των δημοσιεύσεων για M&As έχει διπλασιαστεί την τελευταία δεκαετία, με σαφή μετατόπιση από την αξιολόγηση απόδοσης προς τη συστημική επίδραση, την ψηφιακή μετάβαση και την ESG συμμόρφωση.

## 2.7 Κενά και Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα

Παρά τον μεγάλο όγκο ερευνών γύρω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&As) στον τραπεζικό τομέα, η υπάρχουσα βιβλιογραφία παρουσιάζει σημαντικά ερευνητικά κενά, τόσο σε επίπεδο γεωγραφικής κάλυψης, όσο και ως προς το εύρος των υπό εξέταση οργανισμών και τις μεθοδολογικές προσεγγίσεις που χρησιμοποιούνται.

Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών επικεντρώνεται στις Ηνωμένες Πολιτείες και, σε μικρότερο βαθμό, στην Ευρώπη. Έρευνες όπως των Amel et al. (2004), Berger et al. (1999) και Jones & Critchfield (2005) βασίζονται σε στοιχεία από ΗΠΑ, καλύπτοντας ευρέως την τραπεζική συγκέντρωση, την αποδοτικότητα και τις



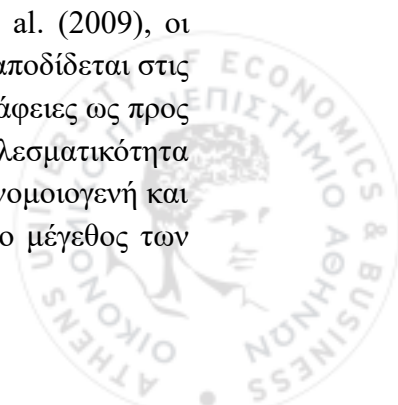
αποδόσεις για μετόχους. Παρόλα αυτά, οι αναδυόμενες αγορές και οι χώρες της Ασίας, Αφρικής ή Λατινικής Αμερικής παραμένουν υπο εκπροσωπούμενες. Οι Cumming et al. (2023) αναγνωρίζουν αυτό το έλλειμμα, τονίζοντας την ανάγκη για περισσότερες συγκριτικές μελέτες μεταξύ ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων οικονομιών, για να εντοπιστούν διαφοροποιήσεις στη στρατηγική και τα αποτελέσματα των M&As. Ένα επιπλέον κενό αφορά την υπερβολική συγκέντρωση της βιβλιογραφίας στις παραδοσιακές εμπορικές τράπεζες, με ελάχιστη κάλυψη μη τραπεζικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Οι FinTech, οι ασφαλιστικές εταιρείες (Insurtech) και οι ψηφιακές πλατφόρμες πληρωμών παρουσιάζουν αυξανόμενη δραστηριότητα σε M&As, όμως η ακαδημαϊκή εστίαση δεν αντικατοπτρίζει στον πραγματικό ρυθμό των εξελίξεων. Οι Cumming et al. (2023) προτείνουν την επέκταση της ανάλυσης σε νέους τύπους συναλλαγών, ιδίως σε περιβάλλοντα υψηλής τεχνολογικής έντασης. Η παραδοσιακή προσέγγιση αξιολόγησης των M&As μέσω event studies παραμένει κυρίαρχη, αλλά έχει περιορισμούς, όπως η εστίαση μόνο στο βραχυπρόθεσμο χρονικό παράθυρο, η παραδοχή πλήρους αποδοτικότητας των αγορών και η αδυναμία εκτίμησης μακροπρόθεσμων στρατηγικών επιδράσεων. Οι Berger et al. (1999) και οι DeYoung et al. (2009) προτείνουν τη χρήση μεθόδων λογιστικής αποδοτικότητας (ROA, ROE, efficiency scores με DEA/SFA), ενώ οι Cumming et al. (2023) προχωρούν ένα βήμα παραπέρα, εισηγούμενοι την ενσωμάτωση μηχανικής μάθησης και big data, της κειμενικής ανάλυσης για αξιολόγηση soft πληροφοριών καθώς και την bibliometric analysis για τη συστηματική χαρτογράφηση των τάσεων της βιβλιογραφίας.

Η μελλοντική έρευνα οφείλει να υιοθετήσει υβριδικές μεθοδολογίες, να εξετάσει εναλλακτικά μέτρα απόδοσης, και να αξιοποιήσει νέα δεδομένα όπως ESG δείκτες, FinTech διασυνδέσεις, ή δεδομένα εργαζομένων μετά τη συγχώνευση.

## 2.8 Συμπεράσματα

Η παρούσα βιβλιογραφική επισκόπηση αποτυπώνει την πορεία και το εύρος της ερευνητικής ενασχόλησης γύρω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&As) στον τραπεζικό κλάδο, αναδεικνύοντας τα κυριότερα ευρήματα, τις μεθοδολογικές προσεγγίσεις και τις θεματικές εξελίξεις που έχουν καταγραφεί στην διεθνή βιβλιογραφία. Η μελέτη των M&As καταλήγει σε ορισμένα συνεπή συμπεράσματα αλλά και σε αρκετές περιοχές με αντικρουόμενα ή περιορισμένα δεδομένα.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές τραπεζών επιδρούν άμεσα τους μετόχους, τόσο των τραπεζών-στόχων όσο και των εξαγοραστών, με διαφορετικό τρόπο. Οι έρευνες των Amel et al. (2004) και Kolaric & Schiereck (2014) δείχνουν ότι οι μέτοχοι των τραπεζών-στόχων απολαμβάνουν σταθερά θετικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις, κυρίως εξαιτίας του εξαγοραστικού premium που δίνεται για την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Αντιθέτως, όπως αναφέρουν οι Berger et al. (1999) και DeYoung et al. (2009), οι μέτοχοι των εξαγοραστών συχνά δεν ωφελούνται άμεσα, στοιχείο που αποδίδεται στις προκλήσεις της ενσωμάτωσης, την οργανωτική αβεβαιότητα και τις ασάφειες ως προς την επίτευξη των προσδοκώμενων συνεργειών. Όσον αφορά την αποτελεσματικότητα των συγχωνευμένων τραπεζών, τα ευρήματα της βιβλιογραφίας είναι ανομοιογενή και εξαρτώνται από πολλούς παράγοντες, όπως η γεωγραφική περιοχή, το μέγεθος των



συγχωνευόμενων οργανισμών, καθώς και η επιλεγμένη μεθοδολογία μέτρησης (π.χ. DEA, ROA, ROE). Παράλληλα, ιδιαίτερη σημασία δίνεται στις επιπτώσεις των M&As σε πελάτες και τοπικές αγορές. Οι Jones & Critchfield (2005) και η έκθεση του Group of Ten (2001) υπογραμμίζουν ότι οι συγχωνεύσεις ενδέχεται να περιορίσουν την πρόσβαση σε τραπεζικές υπηρεσίες, ειδικά για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και σε περιοχές όπου οι επιλογές είναι ήδη περιορισμένες. Τέλος, η δημιουργία πολύ μεγάλων τραπεζών (Too Big To Fail - TBTF) αναγνωρίζεται ως ζωτικός συστημικός κίνδυνος, με επιπτώσεις που δεν είναι μόνο οικονομικές αλλά και ρυθμιστικές και ηθικές. Όπως τονίζουν οι Cumming et al. (2023), η ύπαρξη τέτοιων οντοτήτων απαιτεί ενισχυμένη εποπτεία και επαναπροσδιορισμό του πλαισίου τραπεζικής σταθερότητας. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία είναι πλούσια σε εμπειρικά στοιχεία, ειδικά για τις ΗΠΑ και την Ευρώπη, και έχει δημιουργήσει ένα ευρύ φάσμα εργαλείων αξιολόγησης της απόδοσης των M&As. Ωστόσο, παραμένει σημαντικά συγκεντρωμένη θεματικά και γεωγραφικά, με ελάχιστη κάλυψη αναπτυσσόμενων αγορών ή μη τραπεζικών χρηματοοικονομικών οργανισμών (Cumming et al., 2023). Οι παραδοσιακές μεθοδολογίες (event studies, accounting measures) εξακολουθούν να υπερισχύουν, αν και πρόσφατες μελέτες έχουν αρχίσει να ενσωματώνουν καινοτόμες προσεγγίσεις, όπως η μηχανική μάθηση, η κειμενική ανάλυση, και οι bibliometric αναλύσεις, διευρύνοντας την θεώρηση του φαινομένου. Η παρούσα επισκόπηση προσφέρει μια συστηματική και θεματικά οργανωμένη απεικόνιση της παρούσας γνώσης για τις M&As στον τραπεζικό τομέα, συνδέοντας τις κλασικές θεωρίες με τις σύγχρονες προεκτάσεις τους. Αναδεικνύει τις πολυεπίπεδες επιδράσεις των M&As σε μετόχους, πελάτες, θεσμούς και ολόκληρο το τραπεζικό οικοσύστημα και φωτίζει τις περιοχές που χρήζουν περαιτέρω έρευνα.

Η επισκόπηση καταδεικνύει ότι οι M&As δεν αποτελούν απλά χρηματοοικονομικές συναλλαγές, αλλά και πολιτικοοικονομικές διαδικασίες με ευρύτερο συστημικό αποτύπωμα. Προτείνεται, η διεύρυνση της ερευνητικής δραστηριότητας ώστε να καλύψει νέα θεματικά πεδία, να υιοθετήσει διαθεματικές προσεγγίσεις, και να δώσει έμφαση στην ποιοτική και θεσμική διάσταση του φαινομένου.

## 2.9 Συγκεντρωτικός Πίνακας Event Studies

Συγγραφείς	Δείγμα / Περίοδος	Εστίαση Μελέτης	Ευρήματα
Berger, Demsetz & Strahan (1999)	Τράπεζες ΗΠΑ, 1980s–1990s	Event study για M&As και συγκέντρωση	Ουδέτερες έως αρνητικές ανώμαλες αποδόσεις· οι εξαγορές συχνά επιβαρύνονται από κόστος ενσωμάτωσης.
Amel, Barnes, Panetta & Salleo (2004)	Διεθνές δείγμα τραπεζών	Συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση με έμφαση σε <i>event studies</i>	Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν σταθερά ουδέτερες ή αρνητικές ανώμαλες αποδόσεις για

			τους αγοραστές (bidders), ιδιαίτερα όταν το τίμημα της συναλλαγής θεωρείται υψηλό.
<b>DeYoung, Evanoff &amp; Molyneux (2009)</b>	Τράπεζες ΗΠΑ και ΕΕ μετά το 2000	Εμπειρική ανάλυση με έμφαση στη σύγκριση εγχώριων και διασυνοριακών εξαγορών	Οι εξαγορές καταγράφουν μικτά αποτελέσματα: ουδέτερες ή αρνητικές ανώμαλες αποδόσεις, με τις διασυνοριακές συναλλαγές ( <i>cross-border deals</i> ) να παρουσιάζουν εντονότερη μεταβλητότητα.
<b>Kolaric &amp; Schiereck (2014)</b>	Πάνω από 40 εμπειρικές μελέτες διεθνώς	Συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση βασισμένη σε <i>event studies</i>	Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι αποδόσεις για τους αγοραστές (bidders) είναι κατά κανόνα αρνητικές ή μη στατιστικά σημαντικές, υποδηλώνοντας περιορισμένα οφέλη από τις συναλλαγές.
<b>Group of Ten (2001)</b>	13 χώρες του G10 (1980s–1999) – Συγκριτική διεθνής ανάλυση	Συνολική έρευνα από Ομάδα Εργασίας Υπουργείων Οικονομικών και Κεντρικών Τραπεζών (BIS, IMF, OECD). Ανάλυση δεικτών συγκέντρωσης, M&A δραστηριότητας και πολιτικών επιπτώσεων.	Η τραπεζική συγκέντρωση αυξήθηκε σημαντικά, κυρίως εντός συνόρων, χωρίς σαφή βελτίωση αποδοτικότητας. Ο αντίκτυπος στον ανταγωνισμό και τη σταθερότητα παραμένει περιορισμένος.
<b>Jones &amp; Critchfield (2005)</b>	15.000+ τραπεζικοί οργανισμοί στις Η.Π.Α. (1984–2003)	Ποσοτική ανάλυση με βάση FDIC δεδομένα· παρακολούθηση M&A, αποτυχιών και ίδρυσης νέων τραπεζών.	Η τραπεζική συγκέντρωση αυξήθηκε έντονα λόγω συγχωνεύσεων, ενώ οι μικρές τράπεζες μειώθηκαν. Παρά τη συγκέντρωση, ο ανταγωνισμός διατηρήθηκε.
<b>Cumming et al. (2023)</b>	Σύγχρονη βιβλιογραφία για τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές	Κριτική ανάλυση της <i>event study</i> μεθοδολογίας	Οι συγγραφείς επισημαίνουν ότι η μέθοδος <i>event study</i> συχνά αποτυγχάνει να αποτυπώσει μακροπρόθεσμη αξία για τους αγοραστές, τονίζοντας την ανάγκη για εναλλακτικές προσεγγίσεις μέτρησης απόδοσης.



### Κεφάλαιο 3: Δεδομένα και Μεθοδολογία

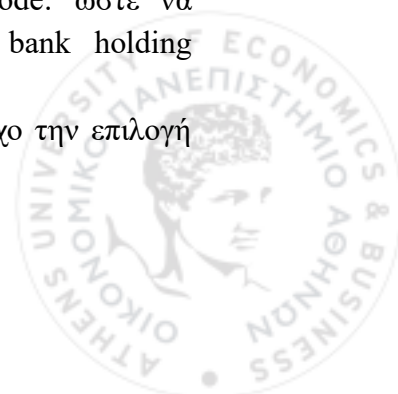
Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να παρουσιάσει το δείγμα δεδομένων και τη μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε στην εμπειρική ανάλυση. Ξεκινά με μια περιγραφή ενός δείγματος συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&A) στον τραπεζικό τομέα της Ευρωπαϊκής Ένωσης από το 2000 έως το 2024, που προέρχεται από τη βάση δεδομένων Refinitiv Eikon/Datastream. Στη συνέχεια, παρουσιάζει τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση, εξαρτημένες και ανεξάρτητες, καθώς και οικονομικούς δείκτες από τη βάση δεδομένων Refinitiv Eikon Τέλος, αναλύει τη μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε, με ιδιαίτερη έμφαση στην προσέγγιση μελέτης γεγονότων και στην ανάλυση οικονομετρικής παλινδρόμησης για να εξεταστεί εάν και σε ποιο βαθμό οι τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές δημιουργούν αξία για τους μετόχους.

#### 3.1 Δείγμα δεδομένων

Η συλλογή των δεδομένων πραγματοποιήθηκε μέσω της πλατφόρμας Refinitiv Eikon/Datastream, και συγκεκριμένα με τη χρήση της εφαρμογής Deal Screener, η οποία επιτρέπει την αναζήτηση και εξαγωγή στοιχείων για Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (M&A) βάσει εξειδικευμένων κριτηρίων. Η παρούσα έρευνα μελετά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις στον τραπεζικό τομέα στην ευρωπαϊκή ένωση κατά την χρονική περίοδο 2000 έως 2024 ώστε να εξεταστεί η δημιουργία αξίας για τους μετόχους μέσα σε ένα ευρύ φάσμα που περιλαμβάνει τη προ κρίσης περίοδο, την χρηματοπιστωτική κρίση, τη κρίση χρέους στην Ευρωζώνη και τη φάση σταθεροποίησης με αυστηρότερο ενοποιητικό πλαίσιο αλλά και την πιο πρόσφατη υγειονομική κρίση.

Για την δημιουργία του δείγματος εφαρμόστηκαν τα ακόλουθα φίλτρα στο περιβάλλον του Deal Screener:

- Universe: M&A Deals, ώστε να συμπεριληφθούν αποκλειστικά συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών.
- Date Announced: 01/01/2000 – 31/12/2024, χρονικό διάστημα που καλύπτει την ανάλυση.
- Deal Status: Completed, ώστε να εξεταστούν μόνο ολοκληρωμένες συναλλαγές.
- Target Nation και Acquiror Nation: χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ώστε να περιοριστεί το δείγμα σε ενδοευρωπαϊκές συναλλαγές με την παρούσα διαμόρφωση. (27 χώρες κράτη -μέλη)
- Acquiror Primary SIC Code και Target Primary SIC Code: ώστε να περιληφθούν αποκλειστικά banks, commercial banks και bank holding companies.
- Deal Type: Disclosed Value M&A και Tender Offers, με στόχο την επιλογή συναλλαγών για τις οποίες είναι γνωστή η αξία της συμφωνίας.



- **Public Status: Public**, ώστε να συμπεριληφθούν μόνο εισηγμένες τράπεζες, για τις οποίες διατίθενται χρηματοοικονομικά στοιχεία μέσω Datastream.

Από όλα τα παραπάνω προκύπτει ένα τελικό δείγμα 261 ολοκληρωμένων συναλλαγών. Στη συνέχεια, μέσω της επιλογής Report, καθορίστηκαν τα πεδία που εξήχθησαν, τα οποία περιλαμβάνουν τον μοναδικό αριθμό κάθε συναλλαγής (M&A SDC Deal Number), τα στοιχεία εξαγοράζουσας και εξαγορασμένης τράπεζας (ονομασία, χώρα, SEDOL), την ημερομηνία ανακοίνωσης, την αξία της συναλλαγής, καθώς και πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με τα χαρακτηριστικά της συμφωνίας και τη συμμετοχή χρηματοοικονομικών συμβούλων.

#### Εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά έτος :

Στο γράφημα παρουσιάζονται οι ποσοστιαίες κατανομές των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την χρονική περίοδο 2000-2024. Διαπιστώνεται πως η δραστηριότητα έχει υψηλά ποσοστά κατά τα πρώτα χρόνια (2000-2001) με ποσοστό άνω του 8% ενώ αυξημένα ποσοστά παρατηρούνται και κατά το διάστημα 2008, πιθανότατα λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης και των αναγκαστικών εξαγορών. Το επόμενο διάστημα παρατηρείται σταθεροποίηση των ποσοστών (3%-5%) ενώ μια αισθητή κάμψη με το ποσοστό να υποχωρεί κάτω 2% γεγονός που συνδέεται με αυστηρότερο ρυθμιστικό πλαίσιο και των χαμηλών επιτοκίων που περιορίζουν τα κίνητρα για συγκέντρωση.

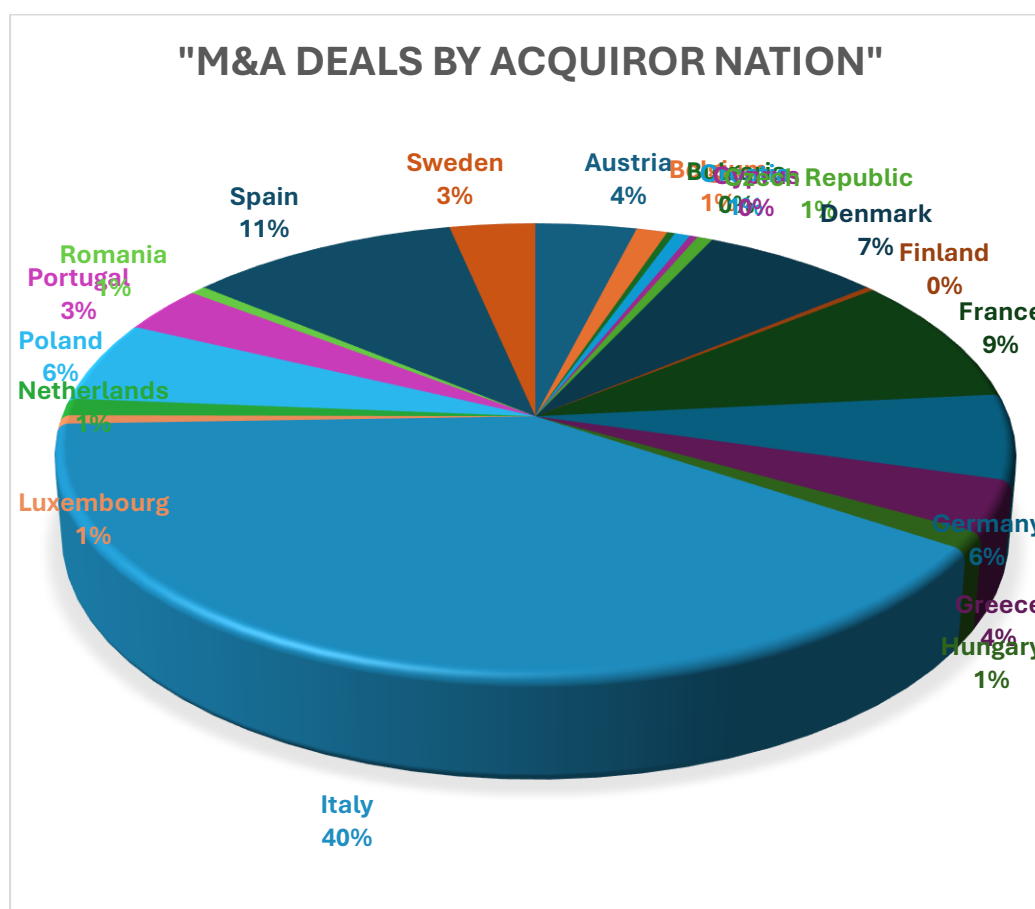


Σχήμα 3.1: M&A per year

#### Εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά χώρα αγοραστή:

Στο διάγραμμα καταδεικνύεται ότι η κατανομή των εξαγορών και συγχωνεύσεων συγκεντρώνεται σε συγκεκριμένα κράτη μέλη την Ευρωπαϊκής Ένωσης και όχι ισόποσα. Η Ιταλία (40,12%) εμφανίζεται ως μία από τις πιο δραστήριες χώρες, γεγονός

που σχετίζεται με το μέγεθος και την ιστορική πολυδιάσπαση του τραπεζικού της συστήματος, η οποία οδήγησε σε κύκλους ενοποίησης. Η Ισπανία (10,64%) φαίνεται να κατέχει βασική θέση αξιοποιώντας την διεθνή παρουσία της τόσο στην Ευρώπη όσο και στην λατινική Αμερική. Επιπλέον, η Γερμανία και η Δανία με ποσοστά 6,08% και 6,99% αντίστοιχα, παρουσιάζουν σταθερή συμμετοχή αν και με διαφορετικά χαρακτηριστικά, περιφερειακό μοντέλο στη Γερμανία ενώ συγκέντρωση στη Δανία. Μεγάλα ποσοστά εμφανίζει και η Γαλλία (9,12%) λόγω της συγκέντρωσης και της διεθνούς δραστηριοποίησης τραπεζικών κολοσσών όπως BNP Paribas και Société Générale. Όσο αφορά της υπόλοιπες χώρες (Αυστρία, Πορτογαλία, Ελλάδα, Σουηδία κ.ά.) παρατηρούνται μικρότερα ποσοστά γεγονός που δείχνει ότι η δραστηριότητα είναι λιγότερο συγκεντρωμένη και συνδέεται με μεμονωμένες στρατηγικές κινήσεις.



Σχήμα 3.2: M&A Deals by Acquiror Nation

### 3.2 Μεθοδολογία

Για να αξιολογήσουμε τον αντίκτυπο των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&A) στις αποδόσεις των τραπεζικών μετοχών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, χρησιμοποιήσαμε μια μεθοδολογία μελέτης συμβάντων (event study). Η συγκεκριμένη μεθοδολογία αποτελεί ένα από τα πλέον καθιερωμένα εργαλεία στη χρηματοοικονομική έρευνα για την ανάλυση της επίδρασης συγκεκριμένων γεγονότων στις τιμές των μετοχών. Η λογική πίσω από την μελέτη συμβάντων βασίζεται στην

υπόθεση ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές ,δηλαδή οι τιμές των μετοχών αντανακλούν άμεσα και πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες .Αυτό επιτρέπει την μέτρηση των μη κανονικών αποδόσεων , δηλαδή τις διαφορές ανάμεσα στην πραγματική απόδοση μιας μετοχής και στην απόδοση που θα αναμέναμε εάν δεν είχε συμβεί το γεγονός .Με αυτόν τον τρόπο μπορούμε να εντοπίσουμε αν το γεγονός είχε θετική , αρνητική ή ουδέτερη επίδραση στην χρηματιστηριακή αξία των τραπεζών. Αυτή η μεθοδολογία χρησιμοποιείται ευρέως στη διεθνή βιβλιογραφία , όπως περιγράφεται από τους Brown and Warner(1985) και MacKinlay,(1997) , οι οποίοι ανέπτυξαν και τελειοποίησαν τις βασικές στατιστικές τεχνικές της προσέγγισης αυτής. Η εφαρμογή της μεθοδολογίας αυτής περιλαμβάνει τον καθορισμό μιας περιόδου εκτίμησης (estimation window)κατά την οποία υπολογίζονται οι κανονικές αποδόσεις των μετοχών αλλά και μια περίοδο γεγονότος (event window), μέσα στην οποία εξετάζεται η επίδραση της ανακοίνωσης. Με τον τρόπο αυτόν , θα μπορούσαμε να εκτιμήσουμε την άμεση αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις M&As και να αξιολογήσουμε κατά πόσο οι επενδυτές θεωρούν τέτοια γεγονότα ως ευνοϊκά ή επιβαρυντικά για την μελλοντική εξέλιξη των τραπεζών.

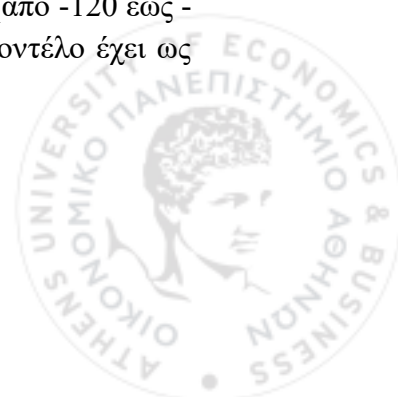
### 3.2.1 Market Model

Το γεγονός (event) ορίζεται ως η ημερομηνία ανακοίνωσης της M&A, όπως καταγράφεται στη βάση δεδομένων Refinitiv Eikon/Datastream. Για τη μέτρηση της αντίδρασης των επενδυτών εξετάζεται ένα χρονικό παράθυρο ημερών γύρω από την ανακοίνωση:

- Περίοδος εκτίμησης (estimation window): Από -120 έως -21 ημέρες πριν την ανακοίνωση. Η περίοδος χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των κανονικών αποδόσεων δηλαδή των αποδόσεων που θα αναμενόταν χωρίς το γεγονός.
- Περίοδος γεγονότος (event window):Από -10 έως +10 ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Το διάστημα αυτό χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των υπεραποδόσεων (abnormal returns)για να διαπιστωθεί αν η ανακοίνωση της M&A είχε επίδραση στην αγορά .

Σε αυτή τη μελέτη, το μοντέλο αγοράς (Market model) επιλέχθηκε ως μοντέλο αναφοράς για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων. Παράλληλα, για λόγους ελέγχου ευρωστίας (robustness checks), εξετάζονται και εναλλακτικά event windows, όπως [-5,+5] και [0,+2], ώστε να επιβεβαιωθεί η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων. Το Μοντέλο Αγοράς βασίζεται σε μια γραμμική σχέση μεταξύ της απόδοσης μετοχών και της απόδοσης ενός ευρύτερου δείκτη αγοράς και εκτιμάται χρησιμοποιώντας συνηθισμένα ελάχιστα τετράγωνα (OLS) κατά την περίοδο εκτίμησης (από -120 έως -21) ημέρες πριν από την ανακοίνωση. Ο μαθηματικός τύπος για το μοντέλο έχει ως εξής:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$



Όπου

- $R_{j,t}$  είναι η απόδοση της μετοχής  $j$
- $R_{m,t}$ , η απόδοση του δείκτη αγοράς (STOXX Europe 600 Banks Index)
- $\alpha_j$  και  $\beta_j$  είναι οι παράμετροι του μοντέλου
- $\epsilon_{j,t}$  (residual ή σφάλμα )

Η χρήση ενός μοντέλου αγοράς παρέχει σημαντικά πλεονεκτήματα έναντι των απλούστερων μοντέλων επειδή μειώνει τη διακύμανση των υπολειμμάτων και επιτρέπει την ακριβέστερη εκτίμηση των μη φυσιολογικών αποδόσεων, που αποτελούν θεμελιώδη μέτρηση για την αξιολόγηση της αντίδρασης της αγοράς στις ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών.

### 3.2.2 Market Model's Abnormal Returns

Στο δείγμα των τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης οι υπεραποδόσεις υπολογίζονται με βάση το Market Model. Ως δείκτης αγοράς χρησιμοποιείται ο STOXX Europe 600 Banks Index, ο οποίος θεωρείται αντιπροσωπευτικός για την ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο. Περιλαμβάνει τράπεζες από όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης προσφέροντας ένα ευρύ και συγκεντρωτικό μέτρο της αγοράς. Ως εναλλακτική εμφανίζεται ο Euro Stoxx 50, ο οποίος εστιάζει σε συγκεκριμένο αριθμό μεγάλων τραπεζών και δεν αποτυπώνει πλήρως τον τραπεζικό κλάδο.

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$$

Όπου,

- $R_{jt}$  η ημερήσια απόδοση της μετοχής της τράπεζας  $j$  την ημέρα  $t$ ,
- $R_{mt}$  η ημερήσια απόδοση του ευρωπαϊκού τραπεζικού δείκτη,
- $\alpha_j$  και  $\beta_j$  οι εκτιμώμενες παράμετροι του Market Model.

Οι abnormal returns εκφράζουν την διαφορά ανάμεσα στην πραγματική και την αναμενόμενη απόδοση. Μια θετική τιμή υποδηλώνει την θετική αντίδραση την αγοράς στην ανακοίνωση της M&A ενώ μια αρνητική τιμή ,μια αρνητική αντίδραση αντίστοιχα .

### 3.2.3 Market Model's average Abnormal Returns

Η μέση υπεραπόδοση του δείγματος των τραπεζών της Ε.Ε. την ημέρα  $t$  ορίζεται ως :

$$AAR_t = \frac{\sum_{j=1}^N AR_{jt}}{N}$$

Όπου,



- $t$  ορίζεται σε ημέρες διαπραγμάτευσης σε σχέση με την ημερομηνία του γεγονότος,
- $N$  ο αριθμός των τραπεζών του δείγματος .

Η Abnormal Return μας επιτρέπει να εξάγουμε συμπεράσματα για την συνολική αντίδραση του τραπεζικού κλάδου σε κάθε ημέρα γύρω από την ανακοίνωση .

### 3.2.4 Market Model's cumulative average Abnormal Returns

$$CAAR_{T_1, T_2} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{jt}$$

Σε διάστημα δύο ή περισσότερων ημερών διαπραγμάτευσης που αρχίζει την ημέρα  $T_1$  και τελειώνει την ημέρα  $T_2$ .

Εκφράζει την μέση σωρευτική υπεραπόδοση όλων των τραπεζών στο δείγμα κατά την διάρκεια ενός συγκεκριμένου χρονικού παραθύρου κοντά στην ανακοίνωση της M&A. Έτσι μπορεί να εκτιμηθεί αν το γεγονός είχε συστηματικά θετική ή αρνητική επίδραση στο σύνολο του τραπεζικού κλάδου. Σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία διαπιστώνουμε πως χρησιμοποιούνται συγκεκριμένα event windows, όπως  $[-1,+1]$   $[-5,+5]$  και  $[-10,+10]$ , για να εξεταστεί η άμεση αντίδραση αλλά και η πιθανότητα καθυστερημένης προσαρμογής.

### 3.2.5 Market model with Scholes-William's beta estimation

Ο εκτιμητής βήτα Scholes-Williams είναι :

$$\hat{\beta}_j^* = \frac{\hat{\beta}_j^- + \hat{\beta}_j + \hat{\beta}_j^+}{1 + 2\hat{\rho}_m}$$

$\rho_m$  είναι η εκτιμώμενη αυτοσυσχέτιση πρώτης τάξης του  $R_m$

Όπου

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j^- R_{mt-1} + \varepsilon_{jt}$$

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j^+ R_{mt+1} + \varepsilon_{jt}$$

Όπως και στην OLS, η εκτίμηση της τομής αναγκάζει την εκτιμώμενη γραμμή παλινδρόμησης να περάσει από τον μέσο όρο του δείγματος.



$$\hat{\alpha}_j^* = \bar{R}_j - \hat{\beta}_j^* \bar{R}_m$$

- $\bar{R}_j$  είναι η μέση απόδοση της μετοχής  $j$  κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης
- $\bar{R}_m$  είναι η μέση απόδοση της αγοράς κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης

Η μέθοδος αυτή αναπτύχθηκε με σκοπό την αντιμετώπιση του προβλήματος της συγχρονίας τιμών μεταξύ των μεμονωμένων μέτοχων και του δείκτη αγοράς. Αυτό παρατηρείται σε μετοχές με χαμηλή ρευστότητα όπου οι τιμές δεν προσαρμόζονται εύκολα στις μεταβολές του δείκτη εκεί η κλασική εκτίμηση βήτα με OLS μπορεί να οδηγήσει σε μεροληπτικά αποτελέσματα. Η μέθοδος Scholes–Williams δίνει πιο αξιόπιστη εκτίμηση του βήτα συνδυάζοντας τις αποδόσεις του δείκτη με χρονικές υστερήσεις και προπορεύσεις. Η χρήση της μεθόδου αυτής είναι αρκετά σημαντική στην μελέτη των M&A στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο αφού αρκετές τράπεζες σε μικρότερες χώρες παρουσιάζουν χαμηλή εμπορευσιμότητα.

### 3.2.6 Market Adjusted Returns Model

Οι προσαρμοσμένες αποδόσεις της αγοράς (abnormal returns) υπολογίζονται αφαιρώντας την παρατηρούμενη απόδοση του δείκτη της αγοράς για την ημέρα  $t$ , ( $R_{mt}$ ) από το ποσοστό απόδοσης των κοινών μετοχών της  $j$  εταιρείας την ημέρα  $t$ :

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

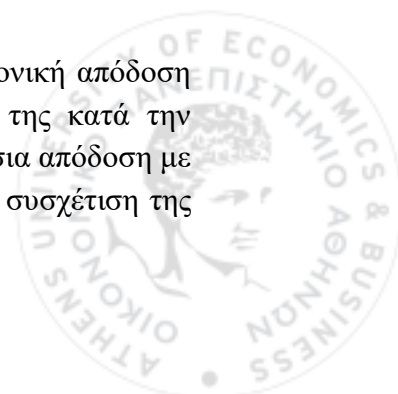
Το μοντέλο αυτό υποθέτει πως η κανονική απόδοση μιας μετοχής ταυτίζεται με την αντίστοιχη απόδοση του δείκτη αγοράς για αυτό δεν απαιτεί εκτίμηση παραμέτρων  $\alpha$ ,  $\beta$  καθώς η μετοχή ακολουθεί πλήρως την αγορά. Πλεονέκτημα φαίνεται να αποτελεί το γεγονός ότι δεν χρειάζεται estimation window και μπορεί να εφαρμοστεί ακόμη και σε μικρά δείγματα. Ωστόσο, φαίνεται να παραβλέπει το διαφορετικό βαθμό συσχέτισης της κάθε μετοχής με την αγορά.

### 3.2.7 Mean Adjusted Returns Model

Οι μέσες προσαρμοσμένες αποδόσεις (abnormal returns) υπολογίζονται αφαιρώντας την αριθμητική μέση απόδοση των κοινών μετοχών της  $j$ -οστής εταιρείας που υπολογίστηκε κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης,  $\bar{R}_j$  από την απόδοσή της την ημέρα  $t$ :

$$AR_{jt} = R_{jt} - \bar{R}_j$$

Το Mean Adjusted Returns Model βασίζεται στην υπόθεση ότι η κανονική απόδοση μιας μετοχής ταυτίζεται με τον ιστορικό μέσο όρο της απόδοσης της κατά την εκτιμώμενη περίοδο. ο μοντέλο αυτό συγκρίνει την πραγματική ημερήσια απόδοση με τον μέσο όρο, χωρίς να λαμβάνει υπόψη τις κινήσεις της αγοράς ή τη συσχέτιση της



μετοχής με κάποιο δείκτη. Το κύριο πλεονέκτημα του μοντέλου είναι η απλότητά του, καθώς δεν απαιτεί δεδομένα αγοράς. Ωστόσο, η βασική του αδυναμία είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψη τη μεταβλητότητα της αγοράς, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε λιγότερο ακριβείς εκτιμήσεις.

### 3.2.8 Time-series standard deviation test

Αυτό το μοντέλο δεν λαμβάνει υπόψη τις ανισότητες στις διακυμάνσεις των αποδόσεων μεταξύ των τίτλων (heteroskedasticity). Από την άλλη πλευρά, αποφεύγει το πιθανό πρόβλημα της διατομεακής συσχέτισης (cross-sectional correlation) των αποδόσεων των τίτλων, το οποίο φαίνεται να είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τον τραπεζικό κλάδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση αφού οι τράπεζες εμφανίζουν υψηλή συσχέτιση με τις κινήσεις των μετοχών τους.

Η εκτιμώμενη διακύμανση του AAR<sub>t</sub> είναι:

$$\hat{\sigma}_{AAR}^2 = \frac{\sum_{t=T_{Db}}^{T_{Dc}} (AAR_t - \overline{AAR})^2}{D-2}$$

Οι παράμετροι του market model εκτιμώνται κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης  $D=T_{Db}-T_{Dc}+1$  ημερών.

Όπου,

$$\overline{AAR} = \frac{\sum_{t=T_{Db}}^{T_{Dc}} AAR_t}{D}$$

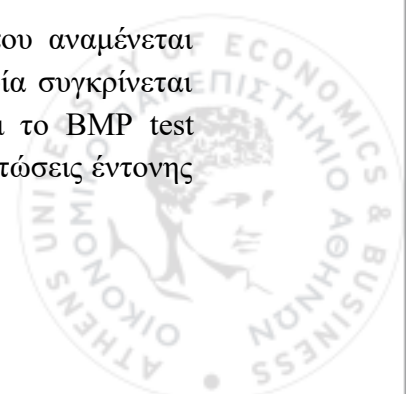
το portfolio test statistic για την ημέρα  $t$  στο χρόνο συμβάντος είναι:

$$t = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{AAR}}$$

το test statistic για το CAART<sub>1, T2</sub> είναι:

$$t = \frac{CAAR_t}{(T_2 - T_1 + 1)^{1/2} \hat{\sigma}_{AAR}}$$

Η εφαρμογή του προσφέρει αξιόπιστες εκτιμήσεις για δείγματα που αναμένεται υψηλή συσχέτιση τίτλων όπως οι τράπεζες. Ωστόσο, στη βιβλιογραφία συγκρίνεται συχνά με πιο “ρομπάστ” μεθόδους, όπως το Patell test (1976) και το BMP test (Boehmer, Musumeci & Poulsen, 1991) που προσαρμόζονται σε περιπτώσεις έντονης μεταβλητότητας.



### 3.2.9 Cross-sectional Standard Deviation test

Το portfolio test statistic για την ημέρα  $t$  στο χρόνο συμβάντος είναι:

$$t = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{AAR_t} / \sqrt{N}}$$

Όπου,

$$\hat{\sigma}_{AAR_t}^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N \left( AR_{it} - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt} \right)^2$$

Το test statistic για το CAART1,T2 είναι :

$$t = \frac{CAAR_{T_1, T_2}}{\hat{\sigma}_{CAAR_{T_1, T_2}} / \sqrt{N}}$$

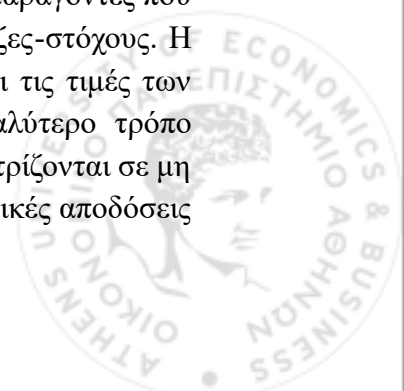
Η εκτιμώμενη διακύμανση του CAART1,T2 είναι:

$$\hat{\sigma}_{CAAR_{T_1, T_2}}^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N \left( CAR_{i, T_1, T_2} - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N CAR_{j, T_1, T_2} \right)^2$$

Το συγκεκριμένο τεστ είναι πιο ρεαλιστικό για συμβάντα όπως εξαγορές και συγχωνεύσεις αφού εξετάζει την διασπορά των αποδόσεων αναμεσα στις τράπεζες. Βασικό πλεονέκτημα είναι ότι αντιμετωπίζει καλύτερα το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας και της συσχέτισης ενώ μπορεί να δώσει σε αρκετές περιπτώσεις όταν το δείγμα είναι μικρό, χαμηλή στατιστική ισχύ. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία το cross-sectional test έχει χρησιμοποιηθεί για να ελεγχθεί αν οι αποδόσεις των τραπεζών εμφανίζουν σημαντικές αποκλίσεις στο event window.

### 3.2.10 Cross-sectional regression variable

Αρκετές εμπειρικές μελέτες έχουν προσπαθήσει να αναλύσουν τους παράγοντες που ωθούν τις τράπεζες να υποβάλουν προσφορές εξαγοράς για τις τράπεζες-στόχους. Η ανακοίνωση μιας συναλλαγής συγχωνεύσεων και εξαγορών επηρεάζει τις τιμές των μετοχών γύρω στην ημερομηνία. Η μέθοδος OLS παρέχει τον καλύτερο τρόπο ανάλυσης των μεταβολών των τιμών των μετοχών, οι οποίες αντικατοπτρίζονται σε μη φυσιολογικές αποδόσεις. Χρησιμοποιούμε αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις



(CAAR) ως εξαρτημένη μεταβλητή και τις ακόλουθες ανεξάρτητες μεταβλητές, οι οποίες θα βοηθήσουν στην οικονομική ανάλυση:

Return on Equity :

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) ορίζεται ως το ποσό των καθαρών εσόδων που επιστρέφεται ως προς το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων. Μετρά την κερδοφορία μιας εταιρείας αναφερόμενη στο ποσό των κερδών που παράγει η εταιρεία αναλογικά με τα χρήματα που επενδύουν οι μέτοχοι. Υπολογίζεται ως εξής :

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

Return on Assets:

Η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA) είναι ένας δείκτης που φανερώνει την κερδοφορία μιας εταιρείας, με βάση το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων. Ο δείκτης ROA δίνει πληροφορίες για το πόσο αποτελεσματική είναι η διοίκηση της εταιρείας, χρησιμοποιώντας τα περιουσιακά στοιχεία για να δημιουργήσει κέρδη. Και εμφανίζεται ως εξής :

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$$

Earnings-to-Price:

Ο δείκτης αποτίμησης που δείχνει πόσο είναι διατεθειμένο να πληρώσει ένα άτομο για κάθε δολάριο κερδών ανά μετοχή είναι ο λόγος κερδών προς τιμή (E/P). Οι μακροπρόθεσμες τιμές των μετοχών επηρεάζονται από τα κέρδη μιας εταιρείας. Όσο μεγαλύτερος είναι ο λόγος κερδών προς τιμή, τόσο καλύτερη είναι η επιχείρηση. Το ποσό των κερδών μιας εταιρείας που κατανέμεται σε κάθε εκδοθείσα κοινή μετοχή είναι γνωστό ως κέρδη ανά μετοχή. Η κερδοφορία μιας εταιρείας μπορεί να προσδιοριστεί εξετάζοντας τα κέρδη ανά μετοχή. Ο τύπος υπολογισμού του ορίζεται ως εξής :

$$\text{Earnings to Price} = \frac{\text{Earnings per Share}}{\text{Price}}$$

Book to Market:



Ο δείκτης Book to Market χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της αξίας μιας εταιρείας, συγκρίνοντας τη λογιστική αξία της με την αγοραία αξία της. Η λογιστική αξία υπολογίζεται με βάση το ιστορικό κόστος της εταιρείας ή τη λογιστική αξία. Η αγοραία αξία προσδιορίζεται στο χρηματιστήριο μέσω της κεφαλαιοποίησης της αγοράς.

$$\text{Book to Market} = \frac{\text{Book value of Firm}}{\text{Market Value of Firm}}$$

Firm Size:

Ορίζεται ως ο φυσικός λογάριθμος της λογιστικής αξίας του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων.

$$\text{Firm size} = \ln(\text{Total Assets})$$

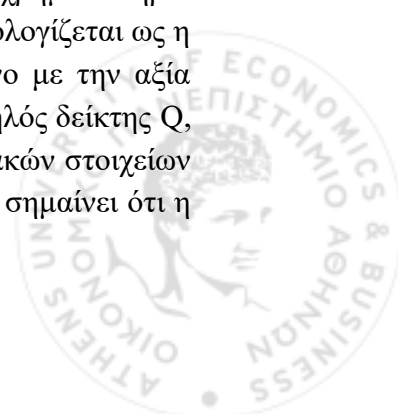
Dividend Yield:

Ο χρηματοοικονομικός δείκτης που δείχνει πόσα χρήματα καταβάλλει μια εταιρεία σε μερίσματα κάθε χρόνο σε σχέση με την τιμή της μετοχής της. Η απόδοση μερίσματος μπορεί να υπολογιστεί διαιρώντας την αξία σε δολάρια των μερισμάτων ανά μετοχή, που καταβλήθηκαν σε ένα έτος, των μετοχών που κατέχονται, με την αξία σε δολάρια μιας μετοχής. Ο τύπος μπορεί να αναπαρασταθεί ως εξής:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Annual Dividends per Share}}{\text{Price per Share}}$$

Tobin's Q:

Ο δείκτης Q του Tobin επινοήθηκε από τον James Tobin του Πανεπιστημίου Yale, ο οποίος υπέθεσε ότι η συνολική αγοραία αξία όλων των εταιρειών στο χρηματιστήριο θα πρέπει να είναι περίπου ίση με το κόστος αντικατάστασής τους. Υπολογίζεται ως η αγοραία αξία μιας εταιρείας συν το συνολικό χρέος της, διαιρούμενο με την αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Ένας χαμηλός δείκτης Q, μεταξύ 0 και 1, σημαίνει ότι το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας είναι μεγαλύτερο από την αξία των μετοχών της. Αυτό σημαίνει ότι η



μετοχή είναι υποτιμημένη. Από την άλλη πλευρά, ένας υψηλός δείκτης Q, μεγαλύτερος από 1, σημαίνει ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη. Αυτός ο δείκτης αποτίμησης των μετοχών καθοδηγεί τις επενδυτικές αποφάσεις στο μοντέλο του Tobin.

$$\mathbf{Q\ ratio} = \frac{\text{Total Market Value of Firm}}{\text{Total Asset Value}}$$

Leverage:

Ο δείκτης μόχλευσης είναι ένας από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που εξετάζουν το κεφάλαιο που προέρχεται από χρέος και αξιολογούν την ικανότητα μιας εταιρείας να ανταποκριθεί στις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις. Είναι ένας από τους σημαντικότερους καθώς οι εταιρείες βασίζονται σε ένα μείγμα ιδίων κεφαλαίων και χρέους για να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους. Στην παρούσα ανάλυση χρησιμοποιούμε την μόχλευση ως δείκτη χρέους διαιρώντας το σύνολο των υποχρεώσεων με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας

$$\mathbf{Leverage} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

Return volatility:

Ορίζεται ως το μέτρο της μεταβλητότητας των αποδόσεων μιας μετοχής και υπολογίζεται ως η τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων της μετοχής σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Χαρακτηρίζεται ως δείκτης κινδύνου της τράπεζας, όσος υψηλότερη είναι η τιμή του τόσο πιο επικίνδυνη θεωρείται και οι επενδυτές αντιδρούν αρνητικά σε μια νέα M&A.

$$\text{Return Volatility}_i = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (R_{i,t} - \bar{R}_i)^2}$$

M&A Dummy:

Είναι μια ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 αν η εξαγοράζουσα τράπεζα είχε συμμετάσχει σε προηγούμενες συγχωνεύσεις ή εξαγορές για το διάστημα 2000 έως



2024 και την τιμή 0 σε αντίθετη περίπτωση αν δηλαδή είναι η πρώτη της M&A. Θα χρησιμοποιηθεί για να ελεγχθεί αν η εμπειρία της τράπεζας σε M&A επηρεάζει την αντίδραση της αγοράς .

Merger or Acquisition History	Value
More than one M&A transaction (previous experience)	1
Only one M&A transaction (no prior experience)	0

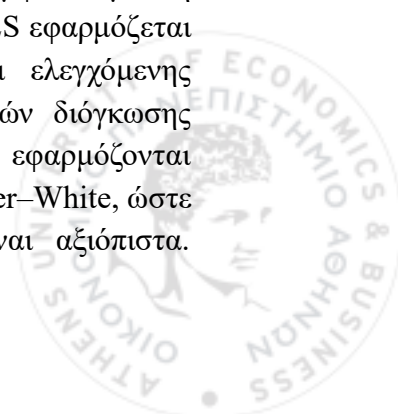
#### Cross-Border Dummy:

Η ψευδομεταβλητή αυτή υποδεικνύει εάν η συναλλαγή είναι διασυνοριακή. Όταν η εξαγορά και η τράπεζα που αποκτήθηκαν προέρχονται από διαφορετικά έθνη της Ευρωπαϊκής Ένωσης , λαμβάνει αξία 1 και, στην περίπτωση εγχώριας συναλλαγής, η αξία 0. Στόχος είναι να εξεταστεί εάν η διασυνοριακή αποτίμηση της αγοράς διαφέρει από την εγχώρια αποτίμηση .

Cross-Border Dummy	Value
Cross-border (Acquiror and Target in different EU countries)	1
Domestic (Acquiror and Target in the same country)	0

### 3.2.11 Cross-sectional Regression Analysis

Η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί διατομεακή ανάλυση παλινδρόμησης για να διερευνήσει τις σωρευτικές ανώμαλες αποδόσεις (CAR) που δημιουργούνται από ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&A) στον τραπεζικό τομέα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των ελάχιστων τετραγώνων (OLS), η έρευνα στοχεύει να προσδιορίσει ποιοι χρηματοοικονομικοί δείκτες και ποια χαρακτηριστικά των συναλλαγών ασκούν τη μεγαλύτερη επίδραση στην αντίδραση της αγοράς. Η επιλογή της μεθόδου OLS βασίζεται στο θεώρημα Gauss-Markov, το οποίο υποστηρίζει ότι οι εκτιμητές OLS είναι οι καλύτεροι γραμμικοί αμερόληπτοι εκτιμητές είναι BLUE (Best Linear Unbiased Estimators) υπό τις βασικές παραδοχές (γραμμικότητα, μη συσχέτιση σφαλμάτων, ομοσκεδαστικότητα). Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, η μέθοδος OLS εφαρμόζεται εδώ με την παραδοχή εξωγενών ανεξάρτητων μεταβλητών και ελεγχόμενης πολυγραμμικότητας μέσω συντελεστών συσχέτισης και συντελεστών διόγκωσης διακύμανσης. Για την αντιμετώπιση πιθανής ετεροσκεδαστικότητας εφαρμόζονται έλεγχοι White και εκτιμώνται robust standard errors με τη μέθοδο Huber-White, ώστε τα αποτελέσματα για τα p-values και τους συντελεστές να είναι αξιόπιστα.

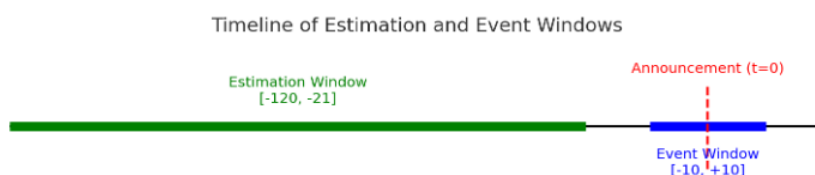


Εναλλακτικά η μέθοδος GLS θα ήταν χρήσιμη στην περίπτωση που υπήρχε σοβαρή ετεροσκεδαστικότητα ή αυτοσυσχέτιση .

Οι βασικές υποθέσεις της OLS που λαμβάνονται υπόψη είναι οι εξής:

1. Η σχέση μεταξύ εξαρτημένης (CAR) και ανεξάρτητων μεταβλητών είναι γραμμική.
2. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι μη στοχαστικές.
3. Ο όρος σφάλματος έχει μηδενική μέση τιμή.
4. Η διακύμανση των σφαλμάτων είναι σταθερή (homoscedasticity).
5. Δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση μεταξύ των σφαλμάτων. Στην περίπτωσή μας, επειδή τα δεδομένα είναι διαστρωματικά (cross-sectional) και όχι χρονοσειρές, η υπόθεση της μη αυτοσυσχέτισης θεωρείται δεδομένη.

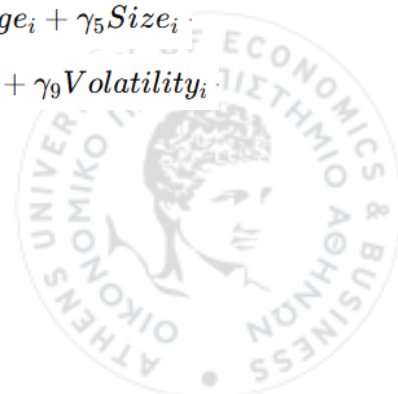
Συμπεραίνουμε πως μέσω της Cross-sectional Regression Analysis είναι δυνατό να εξετάσουμε πως οι παράγοντες όπως η κερδοφορία ,το μέγεθος της τράπεζας ,η μόχλευση ,η μεταβλητότητα αποδόσεων αλλά και διάφορα χαρακτηριστικά συναλλαγών όπως οι διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις αλλά και η εμπειρία των τραπεζών με σχετίζονται με τις αποδόσεις που αποκομίζουν οι μέτοχοι των τραπεζώνκατάτηνακοίνωσή.



### 3.2.12 Regression model:

Η βασική εξίσωση της παλινδρόμησης είναι:

$$\begin{aligned}
 CAR_{i(t_1,t_2)} = & \gamma_0 + \gamma_1 ROE_i + \gamma_2 ROA_i + \gamma_3 Tobin's Q_i + \gamma_4 Leverage_i + \gamma_5 Size_i + \\
 & + \gamma_6 Book-to-Market_i + \gamma_7 Dividend Yield_i + \gamma_8 Earnings-to-Price_i + \gamma_9 Volatility_i + \\
 & + \gamma_{10} M\&A Dummy_i + \gamma_{11} Cross-Border Dummy_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$



## Κεφάλαιο 4: Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Αυτή η ενότητα περιέχει την συζήτηση των εμπειρικών δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη, η οποία εστιάζει στην επίδραση των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών στην Ευρωπαϊκή Ένωση στις αποδόσεις των μετοχών. Παρακάτω παρατίθενται τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία και οι συσχετίσεις των βασικών μεταβλητών που έχουν ως στόχο να αποτυπώσουν τα χαρακτηριστικά του δείγματος και την κατανόηση των μεταξύ τους σχέσεων. Επιπλέον, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του event study για να εξεταστεί η ύπαρξη βραχυχρόνιων ανωμαλιών στις αποδόσεις των μετοχών για τις εταιρείες-εξαγοράστριες (bidders). Τέλος, πραγματοποιούνται παλινδρομήσεις και αναλύονται τα αποτελέσματα αυτών στα οποία διερευνάτε ο ρόλος των διαφόρων προσδιοριστικών παραγόντων (όπως η αποδοτικότητα, η αξία της επιχείρησης, το μέγεθος, η μόχλευση και ειδικές dummy μεταβλητές) στην διαμόρφωση των αποδόσεων. Μέσα από την παρουσίαση αυτή επιχειρείται να καταλάβουμε κατά πόσο οι εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης συνδέεται με μετρήσιμες αντιδράσεις της αγοράς και ποιοι παράγοντες καθορίζουν την ένταση και κατεύθυνση αυτών των αντιδράσεων.

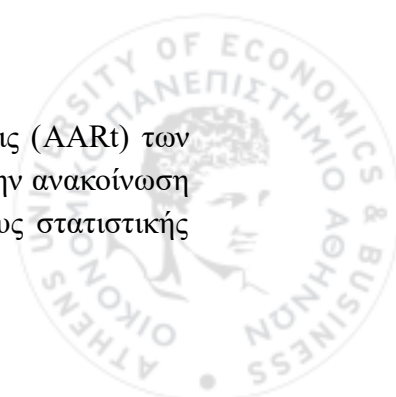
### 4.1 Average Abnormal Returns

<b>Acquirer Companies</b>			
<b>Event Days</b>	<b>AARt</b>	<b>Std CS test</b>	<b>Std TS test</b>
-10	0.04%	0.25	0.22
-9	-0.04%	-0.21	-0.22
-8	0.16%	1.09	0.98
-7	0.20%	1.46	1.26
-6	-0.10%	-0.74	-0.62
-5	-0.01%	-0.11	-0.09
-4	-0.13%	-0.86	-0.80
-3	0.14%	0.79	0.88
-2	0.31%	1.52	1.90*
-1	-0.15%	-0.80	-0.92
0	0.26%	0.86	1.61
1	-0.27%	-1.29	-1.68*
2	0.15%	1.03	0.93
3	0.10%	0.68	0.62
4	0.04%	0.31	0.25
5	-0.14%	-0.97	-0.84
6	0.03%	0.22	0.21
7	-0.06%	-0.48	-0.38
8	-0.05%	-0.36	-0.32
9	-0.08%	-0.53	-0.50
10	0.24%	1.46	1.45

\*\*\*p=0.01,\*\*p=0.05,\*p=0.1

Πίνακας 4.1: t-stat στους ελέγχους CS and TS για τις AAR

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζεται οι μέσες ανώμαλες αποδόσεις (AARt) των εταιρειών αγοραστών για το διάστημα -10 έως 10 ημερών γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Οι τιμές συνοδεύονται από δυο εναλλακτικούς ελέγχους στατιστικής



σημαντικότητας το cross-sectional και το time series test. Γενικά προκύπτει πως οι περισσότερες αποδόσεις κυμαίνονται κοντά στο μηδέν και δεν εμφανίζουν στατιστική σημαντικότητα δηλαδή η αγορά δεν αντιδρά έντονα στις εξαγορές από την πλευρά των αγοραστών. Αυτό σημαίνει ότι, κατά μέσο όρο, οι επενδυτές δεν θεωρούν τις εξαγορές και συγχωνεύσεις γεγονότα που μεταβάλλουν σημαντικά την μελλοντική αξία των αγοραστών. Ωστόσο, βραχυπρόθεσμες αποκλίσεις είναι αξιοσημείωτες, δύο μέρες πριν την ανακοίνωση διαπιστώνεται θετική ανωμαλία αποδόσεων 0,31%, η οποία είναι στατιστικά σημαντική στο 10% επίπεδο βάσει του time series test. Το εύρημα αυτό μπορεί να αποδοθεί σε πρόωρη πληροφόρηση, διαρροή ειδήσεων ή προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με την επικείμενη ανακοίνωση. Αντίθετα, την επόμενη ημέρα της ανακοίνωσης εμφανίζεται αρνητική ανωμαλία αποδόσεων -0,27%, επίσης στατιστικά σημαντική στο 10% επίπεδο, γεγονός που υποδηλώνει μια βραχυχρόνια αρνητική αντίδραση της αγοράς μετά τη δημοσιοποίηση της εξαγοράς. Η αγορά, με άλλα λόγια, αναθεωρεί αρνητικά τις προσδοκίες της όταν η εξαγορά επισημοποιείται. Τα αποτελέσματά μας δείχνουν ότι οι εξαγορές δεν παράγουν συστηματικά θετικές ή αρνητικές αποδόσεις για τους μετόχους που αποκτούν, αλλά μόνο μεμονωμένες, βραχυπρόθεσμες αλλαγές. Αυτό το εύρημα είναι συνεπές με την διεθνή βιβλιογραφία που έχει δείξει ότι οι αγοραστές σπάνια αντιλαμβάνονται άμεσα σημαντικά οφέλη από τις ανακοινώσεις εξαγορών, καθώς το κόστος και η αβεβαιότητα γύρω από τις M&As συχνά εξισορροπούν τα αναμενόμενα οφέλη.

#### 4.2 Cumulative Average Abnormal Returns

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για το CAAR και η στατιστική σημασία του t-test στις 261 εταιρείες-αγοραστές για τους διαφορετικούς συνδυασμούς στις ημέρες γύρω από την ανακοίνωση. Η εικόνα των σωρευτικών αποδόσεων επιβεβαιώνει την εικόνα ουδετερότητας που παρατηρείται παραπάνω στις τιμές AAR. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι τιμές CAAR είναι χαμηλές και κυμαίνονται από -0,16% έως 0,64%, χωρίς στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα σε κανένα από τα εξεταζόμενα διαστήματα γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Ακόμη και σε μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα, όπως (-10, +10), όπου εμφανίζεται σωρευτική θετική απόδοση 0,64%, οι στατιστικές δοκιμές δεν υπερβαίνουν το κρίσιμο όριο  $|t| > 1,65$ . Αυτό το μοτίβο υποδηλώνει ότι οι ανακοινώσεις εξαγορών δεν συνοδεύονται από μετρήσιμες και στατιστικά σημαντικές ανωμαλίες στις αποδόσεις των μετοχών των προσφερόντων. Με άλλα λόγια, η αγορά δεν φαίνεται να προσφέρει πλεονάζουσες αποδόσεις στους μετόχους των εταιρειών εξαγοράς, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα γύρω από την ανακοίνωση. Αυτό το εύρημα είναι συνεπές με τη διεθνή βιβλιογραφία, η οποία δείχνει ότι οι αγορές αντιμετωπίζουν τις εξαγορές περισσότερο ως στρατηγικές κινήσεις, χωρίς άμεση δημιουργία αξίας για τους μετόχους (Fuller et al., 2002; Campa and Hernando, 2004).

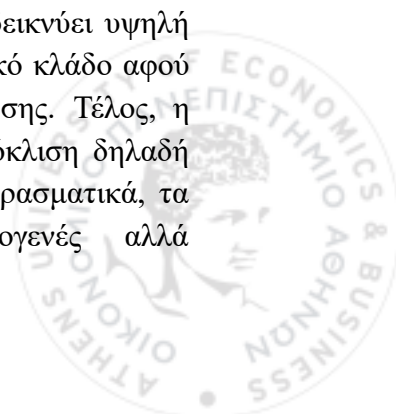


Acquirer Companies			
Event Window	CAARt%	Std CS test	Std TS test
(0, +1)	-0.01%	-0.03	-0.05
(-1,0)	0.11%	0.28	0.48
(0, +2)	0.14%	0.41	0.49
(-2,0)	0.42%	0.77	1.50
(+1, +2)	-0.12%	-0.53	-0.52
(-1, +1)	-0.16%	-0.37	-0.57
(-1, +2)	-0.01%	-0.02	-0.02
(-2, +2)	0.30%	0.55	0.82
(-2, +1)	0.15%	0.26	0.45
(-5, +5)	0.30%	0.45	0.56
(-10, +10)	0.64%	0.80	0.86

Πίνακας 4.2: t-stat για CS and TS data για Cumulative Average Abnormal Returns

### 4.3. Περιγραφική Στατιστική

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη, περιλαμβάνοντας τον μέσο όρο (Mean), την τυπική απόκλιση (Std.Deviation), τις ελάχιστες (Min) και μέγιστες (Max) τιμές καθώς και δείκτες λοξότητας (Skewness) και κύρτωσης (Kurtosis). Οι μεταβλητές αφορούν τα βασικά οικονομικά και χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά των τραπεζών του δείγματος των 261 τραπεζών. Αρχικά, ο δείκτης ROE με μέση τιμή 14,20% υποδηλώνει ικανοποιητική αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων αν και η υψηλή τυπική απόκλιση (39,58%) δείχνει μεγάλη διαφοροποίηση μεταξύ των εταιρειών. Ο δείκτης ROA με μέση τιμή 0,88% αντικατοπτρίζει σχετικά χαμηλή αποδοτικότητα ενεργητικού, χαρακτηριστικό του τραπεζικού τομέα, όπου η κεφαλαιακή ένταση είναι μεγάλη. Επιπλέον, έχουμε τον δείκτη Tobin's Q που έχει μέσο όρο 1,02 φανερώνοντας πως οι περισσότερες εταιρείες αποτιμώνται κοντά στην εσωτερική τους αξία ενώ η μικρή διακύμανση υποδηλώνει σταθερή αποτίμηση στην αγορά. Το μέγεθος της εταιρείας (Firm size) παρουσιάζει μέση τιμή 18,55 με χαμηλή διασπορά γεγονός που υποδηλώνει πως οι τράπεζες έχουν παρόμοια κεφαλαιακή διάρθρωση δηλαδή ομοιογένεια στο μέγεθος των τραπεζών του δείγματος. Ο δείκτης μερισματικής απόδοσης (Dividend Yield) εμφανίζει χαμηλή μέση τιμή 3,1% κάτι που αντανακλά την συντηρητική πολιτική διανομής μερισμάτων του τραπεζικού κλάδου. Επιπρόσθετα, οι δείκτες Book to Market και Earning to Price εμφανίζουν σημαντική διακύμανση γεγονός που δείχνει διαφοροποιήσεις ως προς την αποτίμηση και την κερδοφορία των τραπεζών. Πιο συγκεκριμένα, ο αρνητικός μέσος όρος -0,15 υποδηλώνει ότι ορισμένες εταιρείες καταγράφουν ζημίες ή χαμηλή κερδοφορία. Από την άλλη, ο δείκτης leverage έχει μέση τιμή 6,99 γεγονός που καταδεικνύει υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση κάτι αρκετά συνηθισμένο στον τραπεζικό κλάδο αφού οι τράπεζες χρησιμοποιούν υψηλά επίπεδα δανειακής χρηματοδότησης. Τέλος, η μεταβλητότητα (Volatility) έχει μέση τιμή 0,02 με μικρή τυπική απόκλιση δηλαδή υπάρχουν σχετικά σταθερές αποδόσεις σε βραχυχρόνιο ορίζοντα. Συμπερασματικά, τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία καταδεικνύουν ένα ομοιογενές αλλά



διαφοροποιημένο δείγμα τραπεζών όπου κυριαρχούν η υψηλή μόχλευση, η χαμηλή μεταβλητότητα και η μέτριά αποδοτικότητα κάτι που συνάδει με την λειτουργία των

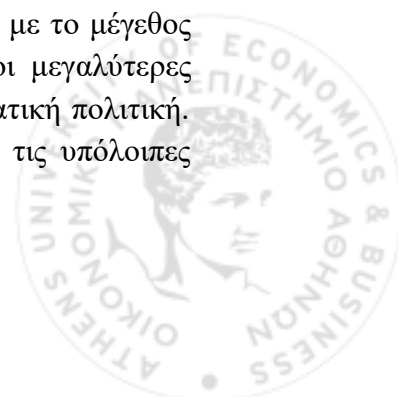
τραπεζικών οργανισμών στην Ευρωπαϊκή Ένωση

	ROE	ROA	Tobin's Q	Firm Size	Dividend Yield	Book to Market	Earnings to Price	Leverage	Volatility
<b>Mean</b>	0,14	0,01	1,03	18,55	0,03	0,94	-0,15	6,99	0,02
<b>Standard Error</b>	0,02	0,00	0,01	0,11	0,00	0,08	0,13	0,50	0,00
<b>Median</b>	0,11	0,01	1,01	18,49	0,03	0,75	0,08	6,10	0,02
<b>Mode</b>	0,18	0,01	1,09	17,18	0,00	0,30	0,05	6,88	0,02
<b>Standard Deviation</b>	0,40	0,02	0,11	1,73	0,03	1,36	2,08	8,03	0,01
<b>Sample Variance</b>	0,16	0,00	0,01	3,00	0,00	1,85	4,31	64,43	0,00
<b>Kurtosis</b>	100,86	25,96	149,04	-0,10	9,83	31,69	110,83	68,89	5,85
<b>Skewness</b>	9,21	2,38	10,74	-0,17	2,48	-1,23	-10,39	6,14	1,82
<b>Range</b>	5,86	0,20	1,70	10,24	0,21	19,71	23,58	115,06	0,08
<b>Minimum</b>	-0,85	-0,07	0,88	12,12	0,00	-8,49	-22,87	-15,32	0,00
<b>Maximum</b>	5,01	0,13	2,58	22,36	0,21	11,22	0,71	99,74	0,08
<b>Sum</b>	37,07	2,27	268,09	4842,30	8,31	244,96	-39,29	1824,95	5,48
<b>Count</b>	261	261	261	261	261	261	261	261	261

Πίνακας 4.3: Descriptive Statistics

#### 4.4 Ανάλυση Συσχέτισης (Correlation Matrix)

Η ανάλυση των συσχετίσεων μεταξύ των μεταβλητών αποκαλύπτει ορισμένες ενδιαφέρουσες σχέσεις. Αρχικά, η σχέση μεταξύ ROE και ROA είναι αρνητική (-0.198) ένδειξη πως οι δύο δείκτες αποδοτικότητας αποτυπώνουν διαφορετικές πτυχές της κερδοφορίας των τραπεζών. Ο δείκτης Tobin's Q παρουσιάζει θετική συσχέτιση με τον ROE (0.07) και τον ROA (0.13) γεγονός που δείχνει πως οι πιο αποδοτικές εταιρείες τείνουν να αποτιμώνται ελαφρώς υψηλότερα από την αγορά. Όσο αφορά, το Book to Market εμφανίζει αρνητική συσχέτιση με τον ROE (-0.52) κάτι που δείχνει πως οι εταιρείες με υψηλή λογιστική αξία σε σχέση με την αγοραία τους αξία παρουσιάζουν μικρότερη αποδοτικότητα. Επιπλέον, η μεταβλητή Earning to Price σχετίζεται θετικά με τον ROA (0.45) αλλά αρνητικά με τον ROE (-0.72) δηλαδή η σχέση κερδών προς την τιμή της μετοχής δεν είναι ομοιογενής για όλους τους δείκτες αποδοτικότητας. Ο δείκτης Leverage παρουσιάζει θετικές συσχετίσεις με το μέγεθος της εταιρείας (0.21) και το Dividend Yield(0.26) δείχνοντας πως οι μεγαλύτερες τράπεζες τείνουν να έχουν υψηλότερη μόχλευση και σταθερή μερισματική πολιτική. Τέλος, ο δείκτης Volatility παρουσιάζει χαμηλότερες συσχετίσεις με τις υπόλοιπες



μεταβλητές κάτι που μας φανερώνει ότι οι διακυμάνσεις στις αποδόσεις των μετοχών δεν επηρεάζονται σημαντικά από τα οικονομικά μεγέθη.

	ROE	ROA	Tobin's Q	Firm Size	Dividend Yield	Book to Market	Earnings to Price	Leverage	Volatility
ROE	1								
ROA	-0,1982	1							
Tobin's Q	0,0728	0,1346	1						
Firm Size	-0,0258	-0,0853	-0,1333	1					
Dividend Yield	-0,1134	0,0819	-0,1501	0,1388	1				
Book to Market	-0,5286	0,1848	-0,2649	-0,0011	0,3363	1			
Earnings to Price	-0,7253	0,4559	-0,0235	0,0452	0,1093	0,6539	1		
Leverage	-0,3615	-0,0549	-0,0718	0,2136	0,2608	0,1212	0,2357	1	
Volatility	0,2852	-0,2665	0,0827	0,0179	0,0138	-0,2127	-0,3915	-0,0814	1

Πίνακας 4.4: Correlation Matrix

#### 4.5 Ανάλυση Παλινδρόμησης

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα δέκα διαφορετικών υποδειγμάτων παλινδρόμησης, στα οποία εξετάζονται οι σχέσεις των χρηματοοικονομικών μεταβλητών με την εξαρτημένη μεταβλητή. Σε κάθε μοντέλο παρουσιάζονται διαφορετικοί συνδυασμοί μεταβλητών. Η εξαρτημένη μεταβλητή περιλαμβάνει την σωρευτική μη κανονική απόδοση CAR(-2.0) ενώ οι ανεξάρτητες που εντάχθηκαν στο υπόδειγμα περιλαμβάνουν τους βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες, την αγοραία αποτίμηση, το μέγεθος της εταιρείας, την μερισματική πολιτική, την μόχλευση, την μεταβλητότητα των αποδόσεων, τον λόγο των κερδών προς την τιμή της μετοχής και τέλος, ειδικές ψευδομεταβλητές όπως οι Cross-Border Dummy και η M&A Dummy. Στο μοντέλο επιτρέπεται η εκτίμηση του βαθμού στον οποίο κάθε παράγοντας συμβάλλει θετικά ή αρνητικά στην διαμόρφωση των αποδόσεων, αναδεικνύοντας ποιοι χρηματοοικονομικοί δείκτες επηρεάζουν περισσότερο την αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις εξαγορών των τραπεζών. Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που εξετάζουν τη σχέση μεταξύ βασικών χρηματοοικονομικών δεικτών και των μη κανονικών αποδόσεων. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι μεταβλητές Earnings to Price και Book to Market, οι οποίες αναμένεται να επηρεάζουν σημαντικά τις αποδόσεις, σύμφωνα με τη θεωρία αποτίμησης και αποτελεσματικότητας των αγορών. Αντίθετα, δείκτες όπως οι Cross-Border Dummies και το Tobin's Q εκτιμάται ότι θα έχουν περιορισμένη ή μη στατιστικά σημαντική επίδραση.



	Intercept	ROE	ROA	Tobin's Q	Firm Size	Dividend Yield	Book to Market	Earning to Price	Leverage	Volatility	Cross-Border Dummy	M&A Dummy	R <sup>2</sup>
[1]	-0,0032 (-0,50)						0,0079** (2,01)						0,0154
[2]	0,0033 (0,61)							-0,0057** (-2,22)					0,0187
[3]	0,0052 (0,64)					-0,3401* (-1,77)	0,0104** (2,50)						0,0273
[4]	0,002 (0,27)							-0,0059** (2,21)	0,0001 (0,26)				0,0189
[5]	0,0541 (0,93)				-0,0031 (-0,99)		0,0079** (2,01)						0,0192
[6]	0,0049 (0,77)		-0,1711 (-0,47)					-0,0051* (-1,75)					0,0195
[7]	0,0332** (2,40)							-0,0088*** (-3,08)	0,0002 (0,30)	-1,5151*** (-2,64)			0,0449
[8]	0,0103 (1,22)	-0,019 (-0,97)				-0,145 (-0,79)		-0,0081** (-2,17)					0,0244
[9]	-0,0054 (-0,36)							-0,0056** (-2,16)			-0,005 (-0,42)	0,0117 (0,74)	0,0214
[10]	0,0116 (0,21)			-0,0061 (-0,12)		-0,3416* (-1,77)	0,0103** (2,40)						0,0273

Πίνακας 4.5: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης για CAR(-2,0)

Στο πρώτο υπόδειγμα:

$$CAR_{(-2,0)} = \alpha + \beta_1(\text{Book to Market}) + \varepsilon$$

Το R<sup>2</sup> είναι 0,0154 κάτι που δείχνει χαμηλή ερμηνευτική ικανότητα. Η μεταβλητή Book to Market εμφανίζει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση ένδειξη ότι οι τράπεζες με υψηλότερη λογιστική αξία έναντι της αγοραίας τείνουν να παρουσιάζουν θετικότερες αποδόσεις.

Στο δεύτερο υπόδειγμα:

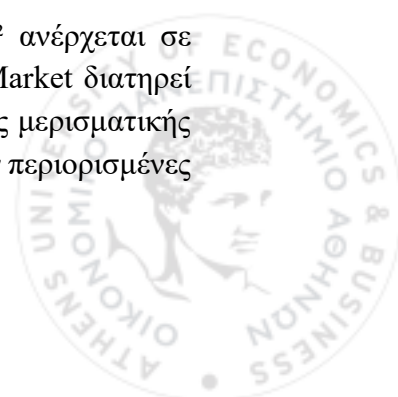
$$CAR_{(-2,0)} = \alpha + \beta_1(\text{Earnings to Price}) + \varepsilon$$

Το R<sup>2</sup> είναι 0,0187. Η μόνη ανεξάρτητη μεταβλητή είναι η Earning to Price έχει αρνητική και στατιστικά σημαντική επίδραση υποδηλώνοντας ότι υψηλότερος λόγος κερδών προς τιμή της μετοχής συνδέεται με χαμηλότερες ανωμαλίες αποδόσεων.

Στο τρίτο υπόδειγμα:

$$CAR_{(-2,0)} = \alpha + \beta_1(\text{Dividend Yield}) + \beta_2(\text{Book to Market}) + \varepsilon$$

Εξετάζει τις μεταβλητές Dividend Yield και Book to Market. Το R<sup>2</sup> ανέρχεται σε 0,0273. Η Dividend Yield έχει αρνητικό συντελεστή ενώ η Book to Market διατηρεί θετικό και στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα. Η αρνητική επίδραση της μερισματικής απόδοσης δείχνει πως τράπεζες με υψηλά μερίσματα ενδέχεται να έχουν περιορισμένες δυνατότητες για μελλοντική ανάπτυξη.



Στο τέταρτο υπόδειγμα:

$$CAR_{(-2,0)} = \alpha + \beta_1(\text{Earnings to Price}) + \beta_2(\text{Leverage}) + \varepsilon$$

Περιλαμβάνονται οι μεταβλητές Earning to Price και Leverage. Το  $R^2$  είναι 0,0189. Η μεταβλητή Earning to Price έχει αρνητικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή  $\beta$  γεγονός που δείχνει πως οι εταιρείες με υψηλότερη αναλογία κερδών προς τιμή μετοχής παρουσιάζουν χαμηλά αποτελέσματα γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Αντίθετα, η μεταβλητή Leverage είναι μη στατιστικά σημαντική επομένως δεν επηρεάζει το  $CAR(-2,0)$ .

Στο πέμπτο υπόδειγμα:

$$CAR_{(-2,0)} = \alpha + \beta_1(\text{Firm Size}) + \beta_2(\text{Book to Market}) + \varepsilon$$

Οι εξαρτημένες μεταβλητές περιλαμβάνουν τις Firm Size και Book to market. Το  $R^2$  είναι 0,019 δηλαδή το μοντέλο εξηγεί ένα μικρό μέρος της διακύμανσης του  $CAR(-2,0)$ . Η μεταβλητή Book to market έχει θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή αντίθετα η Firm Size εμφανίζει αρνητικό αλλά μη στατιστικά σημαντικό συντελεστή.

Στο έκτο υπόδειγμα:

$$CAR_{(-2,0)} = \alpha + \beta_1(\text{ROA}) + \beta_2(\text{Earnings to Price}) + \varepsilon$$

Ως ανεξάρτητες μεταβλητές περιλαμβάνονται οι ROA και Earning to price με συντελεστή προσδιορισμού  $R^2$  0,0196. Όσο αφορά τις μεταβλητές, η Earning to price έχει αρνητικό συντελεστή  $\beta$  και οριακή στατιστική σημαντικότητα ενώ η μεταβλητή ROA έχει αρνητικό αλλά μη στατιστικά σημαντικό συντελεστή.

Στο έβδομο υπόδειγμα:

$$CAR_{(-2,0)} = \alpha + \beta_1(\text{Earnings to Price}) + \beta_2(\text{Leverage}) + \beta_3(\text{Volatility}) + \varepsilon$$

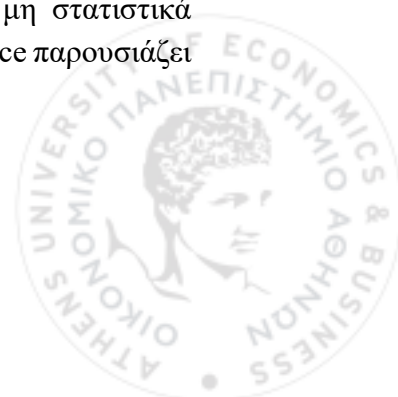
Οι ανεξάρτητες μεταβλητές στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι οι Earning to price, Leverage και Volatility με συντελεστή προσδιορισμού  $R^2$  0,0449 που δείχνει μεγάλη επεξηγηματική ισχύ. Η μεταβλητή Earning to price είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική στο 1% επίπεδο όπως και η μεταβλητή Volatility, αντίθετα, η Leverage δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Στο όγδοο υπόδειγμα:

$$CAR_{(-2,0)} = \alpha + \beta_1(\text{ROE}) + \beta_2(\text{Earnings to Price}) + \beta_3(\text{Dividend Yield}) + \varepsilon$$

Περιλαμβάνονται οι ανεξάρτητες μεταβλητές ROE, Earning to price και Dividend Yield. Το  $R^2$  είναι 0,0244. Η μεταβλητή ROE έχει αρνητικό και μη στατιστικά σημαντικό συντελεστή όπως και η Dividend Yield όμως η Earning to price παρουσιάζει αρνητικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή.

Στο ένατο υπόδειγμα:



$$CAR_{(-2,0)} = \alpha + \beta_1(\text{Cross-Border Dummy}) + \beta_2(\text{M\&A Dummy}) + \beta_3(\text{Earnings to Price}) + \varepsilon$$

Εξετάζονται οι μεταβλητές Cross-Border Dummy , M&A Dummy και η Earning to Price με συντελεστή προσδιορισμού του μοντέλου  $R^2 = 0,0214$ . Διαπιστώνεται πως η Earning to Price είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5% ενώ οι άλλες δυο μεταβλητές δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Στο δέκατο και τελευταίο υπόδειγμα:

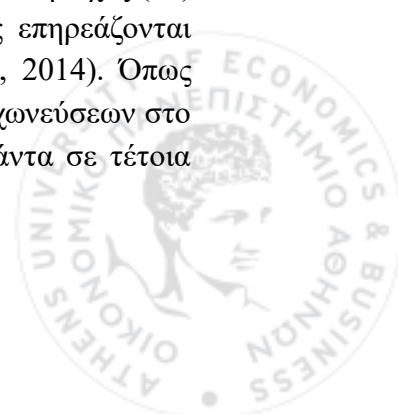
$$CAR_{(-2,0)} = \alpha + \beta_1(\text{Tobin's Q}) + \beta_2(\text{Dividend Yield}) + \beta_3(\text{Book to Market}) + \varepsilon$$

Περιλαμβάνονται οι μεταβλητές Tobin's Q , Dividend Yield και Book to market όπου ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  ισούται με 0,0273 . Η μεταβλητή Book to market έχει θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή όπως και η Dividend Yield έχει αρνητικό συντελεστή και είναι οριακά στατιστικά σημαντική στο επίπεδο 10%. Τέλος η Tobin's Q είναι μη στατιστικά σημαντική.

#### 4.6 Συζήτηση Αποτελεσμάτων

Τα εμπειρικά αποτελέσματα αυτής της μελέτης δείχνουν ότι οι εξαγορές στον τραπεζικό τομέα της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν παράγουν συστηματικά σημαντικές μη φυσιολογικές αποδόσεις για τους μετόχους των εταιρειών εξαγοράς, καθώς οι μέσες και σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις (AAR, CAAR) παραμένουν κοντά στο μηδέν και σπάνια είναι στατιστικά σημαντικές.

Αυτό το εύρημα είναι συνεπές με τη διεθνή βιβλιογραφία, η οποία δείχνει ότι οι αγοραστές σπάνια αντλούν βραχυπρόθεσμα οφέλη από τις ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών (Berger, Demsetz, and Strahan, 1999; Amel et al., 2004; Kolaric and Schiereck, 2014). Σύμφωνα με τους DeYoung, Evanoff και Molyneux (2009), οι συγχωνεύσεις ευρωπαϊκών τραπεζών συχνά οδηγούν σε βελτιώσεις της αποτελεσματικότητας αλλά όχι απαραίτητα σε άμεσες αυξήσεις της αξίας των μετόχων, εύρημα που αντικατοπτρίζεται επίσης στο χαμηλό  $R^2$  των παλινδρομήσεων στην τρέχουσα μελέτη. Αντίστοιχα, η έρευνα των Cumming et al. (2023) υπογραμμίζει ότι τα γεγονότα M&A στον χρηματοπιστωτικό τομέα επηρεάζουν διαφορετικά τους μετόχους, ανάλογα με τον τύπο συναλλαγής, την αγορά και τον βαθμό διαφοροποίησης. Τα ευρήματα ότι οι μεταβλητές όπως το Earnings to Price και το Book to Market επηρεάζουν σημαντικά τις αποδόσεις, ενώ άλλες, όπως τα Cross-Border Dummies και το Tobin's Q, όχι, σχετίζεται με τη θεωρία αποτίμησης και αποτελεσματικότητας. Η βιβλιογραφία (Amel et al., 2004; Berger et al., 1999) τονίζει ότι η απόδοση μετά τη συγκέντρωση εξαρτάται περισσότερο από θεμελιώδεις χρηματοοικονομικούς δείκτες και λιγότερο από τον τύπο της συναλλαγής. Τέλος, η χαμηλή επεξηγηματική ισχύς ( $R^2$ ) είναι αποτέλεσμα αναμενόμενο σε event study, επειδή οι αποδόσεις επηρεάζονται έντονα από μη παρατηρήσιμους παράγοντες (Kolaric and Schiereck, 2014). Όπως τονίζει η Έκθεση της Ομάδας των Δέκα (2001), ο αντίκτυπος των συγχωνεύσεων στο τραπεζικό σύστημα είναι πολυδιάστατος και η αγορά δεν αντιδρά πάντα σε τέτοια γεγονότα με σαφή ή γραμμικό τρόπο.



Συνολικά, τα αποτελέσματα της μελέτης μας συνάδουν με τη διεθνή εμπειρική βιβλιογραφία: οι εξαγορές και συγχωνεύσεις

τραπεζών φαίνεται να είναι γεγονότα με ουδέτερη ή μέτρια επίδραση στους μετόχους των εξαγοραζόμενων τραπεζών, με τη χρηματοοικονομική δομή και τη θεμελιώδη αξία να διαδραματίζουν μεγαλύτερο ρόλο από τη μορφή ή το μέγεθος της συναλλαγής.

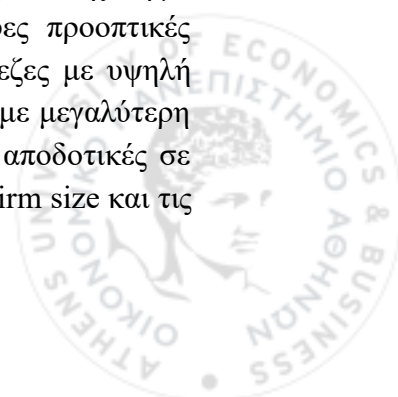


## Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα

Ο σκοπός της παρούσας μελέτης ήταν η ανάλυση της απόδοσης των εξαγορών και συγχωνεύσεων (M&As) στον τραπεζικό τομέα της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την περίοδο 2000-2024. Η ερευνά επικεντρώθηκε στην διερεύνηση της αντίδρασης των επενδυτών στις ανακοινώσεις τέτοιων γεγονότων όπως αυτή αποτυπώνεται στις τιμές των μετοχών των εξαγοραστριών τραπεζών. Ακόμα, αποτυπώνεται η προσπάθεια για τον εντοπισμό των προσδιοριστικών παραγόντων που συμβάλλουν στην διαμόρφωση των αποδόσεων, μέσω οικονομετρικής παλινδρόμησης.

Για την εμπειρική προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία της μελέτης γεγονότος (event study), η οποία αποτελεί καθιερωμένο εργαλείο στην χρηματοοικονομική βιβλιογραφία για να εξεταστεί η αντίδραση των μετοχών των εξαγοραστριών τραπεζών σε ένα χρονικό διάστημα δέκα ημερών πριν και δέκα ημερών μετά την ανακοίνωση της συναλλαγής προκειμένου να καταγραφούν οι τόσο οι προσδοκίες όσο και οι άμεσες αντιδράσεις της αγοράς. Χρησιμοποιήθηκαν υποδείγματα όπως, το Market Model, το Market Adjusted Model και το Mean Adjusted Model, για την εκτίμηση της μέσης ανώμαλης απόδοσης (Average Abnormal Return-AAR) και της σωρευτικής μέσης ανώμαλης απόδοσης (Cumulative Average Abnormal Return-CAAR). Για λόγους ευρωστίας και συγκρισιμότητας των αποτελεσμάτων υλοποιήθηκαν υπολογισμοί για διαφορετικά χρονικά διαστήματα (event windows) γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης λόγω χάρη  $[-1,1]$ ,  $[-5,5]$  και  $[-10,10]$ . Διαπιστώθηκε πως οι μέσες ανώμαλες αποδόσεις (AAR) γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης ήταν ελαφρώς αρνητικές ενώ οι σωρευτικές ανώμαλες αποδόσεις (CAAR) παρουσιάζουν περιορισμένες διακυμάνσεις κοντά στο μηδέν, με εξαίρεση να αποτελούν ορισμένα χρονικά παράθυρα στα οποία οι αντιδράσεις ήταν θετικές ωστόσο όχι στατιστικά σημαντικές κάτι που ενισχύει την άποψη ότι οι αγορές δεν θεωρούν τις εξαγορές πηγή άμεσης δημιουργίας αξίας για τους μετόχους των αγοραστών.

Πέρα από την μέτρηση των αποδόσεων, επιχειρήθηκε να εντοπιστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία ή όχι των συναλλαγών. Εφαρμόστηκε παλινδρόμηση OLS, ως εξαρτημένη μεταβλητή ήταν η σωρευτική ανώμαλη απόδοση (CAAR), ενώ η ανεξάρτητη οι δείκτες αποδοτικότητα (ROE, ROA), κεφαλαιακής διάρθρωσης (Leverage), αποτίμησης (Tobin's q, Book to Market), μερισματικής πολιτικής (Dividend Yield), μεγέθους εταιρείας (Firm size) καθώς και δύο ψευδομεταβλητές (dummy) που αποτυπώνουν την διασυννοριακή διάσταση και την προηγούμενη εμπειρία σε M&As. Διαπιστώθηκε πως οι παράγοντες που είναι πιο καθοριστικοί και επηρεάζουν θετικά τη σωρευτική ανώμαλη απόδοση, είναι οι μεταβλητές Earning to Price και Book to Market. Η θετική συσχέτιση του Book to Market υποδηλώνει πως οι τράπεζες που διαθέτουν υψηλή λογιστική αξία σε σχέση με την αγοραία θεωρούνται υποτιμημένες και συνεπώς με μεγαλύτερες προοπτικές δημιουργίας αξίας. Αντίθετα η Earning to Price δείχνει πως οι τράπεζες με υψηλή κερδοφορία σε σχέση με την τιμή της μετοχής τους αντιμετωπίζονται με μεγαλύτερη εμπιστοσύνη από τους επενδυτές αφού θεωρούνται βιώσιμες και πιο αποδοτικές σε βάθος χρόνου. Σε αντίθεση με τις μεταβλητές Leverage, ROE, ROA, Firm size και τις

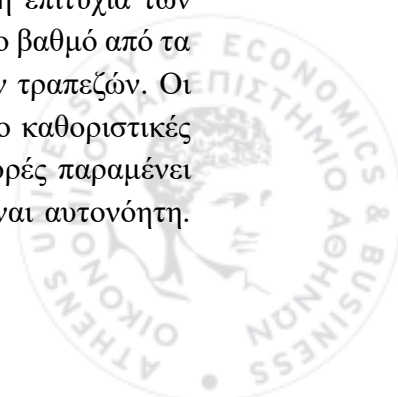


δυο dummies δεν παρουσίασαν στατιστικά σημαντική σχέση με τις αποδόσεις, κάτι που μας δείχνει πως η αγορά δεν αποδίδει ιδιαίτερη σημασία στην στρατηγική φύση της συναλλαγής αλλά εστιάζει περισσότερο στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη και στην χρηματοοικονομική φύση των εμπλεκόμενων τραπεζών.

Η συνολική εικόνα της ανάλυσης δείχνει πως οι M&As δεν οδηγούν σε σημαντικές βραχυχρόνιες αποδόσεις για τους μετόχους των εξαγοραστριών τραπεζών. Το εύρημα αυτό συνάδει με την διεθνή βιβλιογραφία (Berger et al., 1999· Amel et al., 2004· Kolaric & Schiereck, 2014), η οποία επισημαίνει πως οι αγοραστές σπάνια αποκομίζουν άμεσα οφέλη λόγω υψηλού κόστους εξαγοράς, οργανωτικών δυσκολιών ενσωμάτωσης και αβεβαιότητας σχετικά με συνέργειες. Οι ουδέτερες ή αρνητικές αποδόσεις υποδηλώνουν ότι η αγορά είναι επιφυλακτική όσον αφορά τις εξαγορές. Οι επενδυτές μπορεί να θεωρούν τέτοιες ενέργειες ως μηχανισμούς σταθεροποίησης ή συμμόρφωσης και όχι ως στρατηγικές πρωτοβουλίες επέκτασης. Επιπλέον, ένας χαμηλός συντελεστής παλινδρόμησης  $R^2$  υποδηλώνει ότι οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από εξωγενείς και μη παρατηρήσιμους παράγοντες, όπως το γενικό οικονομικό κλίμα, η νομισματική πολιτική και οι προσδοκίες της αγοράς. Η σημασία των δεικτών της λογιστικής προς την αγορά και των κερδών προς την τιμή υποδηλώνει ότι οι αγορές αξιολογούν θετικά τις τράπεζες με σταθερά οικονομικά θεμελιώδη μεγέθη, ακόμη και αν η ίδια η εξαγορά δεν δημιουργεί άμεση αξία. Επομένως, η δημιουργία αξίας μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν είναι αυτόματη, αλλά εξαρτάται από την προ υπάρχουσα οικονομική κατάσταση και τη στρατηγική τοποθέτηση των συμμετεχουσών τραπεζών.

Αυτή η μελέτη συμβάλλει στην κατανόηση της δυναμικής των εξαγορών τραπεζών στην ΕΕ, παρέχοντας εμπειρικά τεκμηριωμένα αποτελέσματα για μια εκτεταμένη περίοδο 25 ετών. Η ανάλυση καλύπτει πολλαπλές φάσεις του οικονομικού κύκλου - την περίοδο πριν από την κρίση, την οικονομική κρίση του 2008, την κρίση χρέους της Ευρωζώνης και την πανδημία COVID-19 - προσφέροντας έτσι μια ιστορικά συνεπή εικόνα της συμπεριφοράς της αγοράς υπό διαφορετικές συνθήκες. Συνιστάται η μελλοντική έρευνα να περιλαμβάνει, εξέταση μακροπρόθεσμων μη φυσιολογικών αποδόσεων για την αξιολόγηση του μακροπρόθεσμου αντίκτυπου των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ενσωμάτωση μετρήσεων ESG (Περιβαλλοντική, Κοινωνική και Εταιρικής Διακυβέρνησης) και FinTech για να εξεταστεί πώς οι παράγοντες βιωσιμότητας και καινοτομίας επηρεάζουν τη στρατηγική αξία των εξαγορών. Ακόμα, σύνδεση των M&As με δείκτες λειτουργικής αποδοτικότητας του κινδύνου ώστε να μελετηθεί κατά πόσο οι συγχωνεύσεις βελτιώνουν την επιχειρησιακή αποτελεσματικότητα των τραπεζών.

Συνοψίζοντας, τα ευρήματα της μελέτης καταδεικνύουν ότι η επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό τομέα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τα θεμελιώδη μεγέθη και την οικονομική αποτίμηση των συμμετεχουσών τραπεζών. Οι μεταβλητές Book-to-Market και Earnings-to-Price αποδείχθηκαν οι πιο καθοριστικές για τα κέρδη, ενώ το συνολικό κλίμα της αγοράς απέναντι στις εξαγορές παραμένει ουδέτερο. Η δημιουργία αξίας από συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν είναι αυτονόητη.



Εξαρτάται από τη στρατηγική θέση, τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και τις δυνατότητες ολοκλήρωσης μετά την συναλλαγή των τραπεζών. Η παρούσα μελέτη προσφέρει, επομένως, μια ολιστική και τεκμηριωμένη εικόνα της συμπεριφοράς της χρηματοπιστωτικής αγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση, συμβάλλοντας στην καλύτερη κατανόηση του ρόλου των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη διαμόρφωση της σταθερότητας και της αξίας του τραπεζικού τομέα.



## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

**Amel, D., Barnes, C., Panetta, F., & Salleo, C. (2004).**

*Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence.*

**Journal of Banking & Finance**, **28**(10), 2493–2519.

<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.10.013>

**Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001).**

*New evidence and perspectives on mergers.*

**Journal of Economic Perspectives**, **15**(2), 103–120.

<https://doi.org/10.1257/jep.15.2.103>

**Berger, A. N., Demsetz, R. S., & Strahan, P. E. (1999).**

*The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future.*

**Journal of Banking & Finance**, **23**(2–4), 135–194.

[https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00125-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00125-3)

**Brooks, C. (2019).**

*Introductory econometrics for finance* (4th ed.).

Cambridge University Press, Cambridge.

Retrieved from <https://www.cambridge.org/core/books/introductory-econometrics-for-finance/>

**Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985).**

*Using daily stock returns: The case of event studies.*

**Journal of Financial Economics**, **14**(1), 3–31.

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)

**Bruner, R. F. (2004).**

*Applied Mergers and Acquisitions.*

John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.



Retrieved from <https://www.wiley.com/en-us/Applied%2BMergers%2Band%2BAcquisitions-p-9780471395348>

**Campa, J.M., & Moschieri, C. (2008).**

*The European M&A industry: Trends, patterns and shortcomings.*

**IESE Business School Working Paper No. 762.** University of Navarra, Spain.

**Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997).**

*The econometrics of financial markets.*

Princeton University Press, Princeton, NJ.

Retrieved from <https://press.princeton.edu/books/hardcover/9780691043012/the-econometrics-of-financial-markets>

**Corhay, A., & Tourani-Rad, A. (1996).**

*Conditional heteroskedasticity adjusted market model and an event study.*

**Quarterly Review of Economics and Finance, 36(4), 529–538.**

[https://doi.org/10.1016/S1062-9769\(96\)90010-9](https://doi.org/10.1016/S1062-9769(96)90010-9)

**Cumming, D., Hab, L. H., Johan, S., Rehman, M., & Schweizer, D. (2023).**

*Mergers and acquisitions research in finance and accounting: Past, present, and future.*

**Emerging Markets Finance and Trade, 59(8), 2341–2368.**

<https://doi.org/10.1080/1540496X.2023.2201031>

**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(2–3), 87–110.**

<https://doi.org/10.1007/s10693-009-0066-7>

**European Central Bank (ECB). (2021).**

*Drivers of bank profitability: The importance of specialization, risk and digitalization.*

**ECB Occasional Paper No. 255.**

Frankfurt am Main: European Central Bank.

Retrieved from

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op255~3e8c56e31c.en.pdf>



**Gallo, G. (2023).**

*Mergers and acquisitions in the European and Italian banking sector: An analysis of trends and impacts.*

Master's Thesis, Politecnico di Torino, MSc in Engineering and Management.

Retrieved from <https://webthesis.biblio.polito.it/>

**Greene, W. H. (2018).**

*Econometric analysis* (8th ed.).

Pearson Education, Harlow.

Retrieved from <https://www.pearson.com/en-us/subject-catalog/p/econometric-analysis/P200000004330>

**Group of Ten. (2001).**

*Report on consolidation in the financial sector.*

Bank for International Settlements (BIS), Basel.

<https://www.bis.org/publ/gten05.pdf>

**Gruber, J., & Hungerman, D. M. (2005).**

*Faith-based charity and crowd out during the Great Depression.*

**NBER Working Paper No. 11332.**

National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Retrieved from <https://www.nber.org/papers/w11332>

**Jou, J., Wang, T., & Zhang, J. (2024).**

*Are bank mergers bad for financial stability?*

Unpublished working paper, The Wharton School, Federal Reserve Board, and University of Michigan.

**Jones, K. D., & Critchfield, T. (2005).**

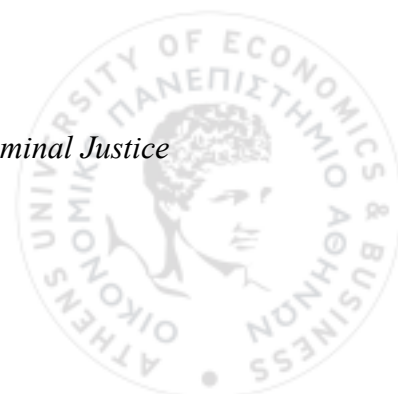
*Consolidation in the U.S. banking industry: Is the “long, strange trip” about to end?*

**FDIC Banking Review**, 17(4), 31–42.

Retrieved from <https://www.fdic.gov/analysis/archived-research/banking-review/2005v17n4/v17n4full.pdf>

**Klarman, Michael J. (2001).**

*Is the Supreme Court Sometimes Irrelevant? Race and the Southern Criminal Justice System in the World War II Era.*



**University of Virginia School of Law, Public Law and Legal Theory Working Paper No. 01-9.**

Retrieved from <https://papers.ssrn.com/abstract=252071>

**Kolaric, S., & Schiereck, D. (2014).**

*Performance of bank mergers and acquisitions: Evidence from Europe.*

**Managerial Research Quarterly**, 64(1), 7–21.

<https://doi.org/10.1007/s11301-014-0105-2>

**Lebastard, L. (2022).**

*Financial exposure and bank mergers: Micro and macro evidence from the EU.*

**ECB Working Paper Series No. 2724.** European Central Bank, Frankfurt am Main.

Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2724.en.pdf>

**MacKinlay, A. C. (1997).**

*Event studies in economics and finance.*

**Journal of Economic Literature**, 35(1), 13–39.

Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/2729691>

**Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004).**

*Firm size and the gains from acquisitions.*

**Journal of Financial Economics**, 73(2), 201–228.

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>

**Oliver Wyman. (2025).**

*5 key themes driving the European banking M&A boom in 2025.*

Retrieved from <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2025/may/5-themes-driving-european-banking-mergers-acquisitions-2025.html>

**Sorokina, N., Booth, D. E., & Thornton, J. H. Jr. (2013).**

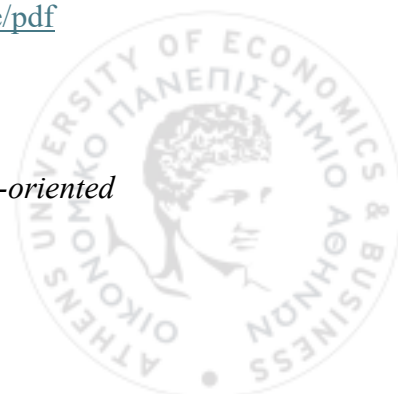
*Robust methods in event studies: Empirical evidence and theoretical implications.*

**Journal of Data Science**, 11(3), 575–606.

Retrieved from <https://www.jds-online.org/journal/JDS/article/1184/file/pdf>

**Zhang, Z., Lyles, M. A., & Wu, C. (2020).**

*The stock market performance of exploration-oriented and exploitation-oriented*



*cross-border mergers and acquisitions : Evidence from emerging market enterprises.*

**International Business Review, 29(3), 101707.**

<https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2020.101707>

