



UNIWERSYTET SZCZECIŃSKI
**INSTYTUT EKONOMII
I FINANSÓW**

mgr Katarzyna Kwiatkowska

**Wartość rynkowa a struktura akcjonariatu banków w krajach Europy
Środkowej**

/autoreferat rozprawy doktorskiej w dyscyplinie naukowej ekonomia i finanse/

Promotor:
dr hab. Katarzyna Byrka-Kita, prof. US
Uniwersytet Szczeciński

Promotor pomocniczy:
dr Dorota Skala
Uniwersytet Szczeciński

Szczecin 2024

Spis treści

1. Uzasadnienie wyboru tematu	3
2. Cel rozprawy i hipotezy badawcze	7
3. Struktura pracy	10
4. Źródła i metody badawcze	11
5. Charakterystyka i wyniki przeprowadzonych badań	15
6. Wnioski końcowe.....	19
Bibliografia.....	20

1. Uzasadnienie wyboru tematu

Istnieje szeroki zakres prac teoretycznych, w których wartość rynkowa określana jest mianem wartości dla akcjonariuszy. W ciągu ostatnich kilku dekad podejście oparte na wartości dla akcjonariuszy w dużym stopniu ukształtowało dzisiejsze gospodarki (Fiordelisi i Molyneux, 2006). Autorzy podkreślają, że dążenie do maksymalizacji wartości rynkowej powinno być głównym celem każdego przedsiębiorstwa (Black i in., 1998), ponieważ jest to jeden z najważniejszych wskaźników wyników spółek, w tym banków (Gross, 2007; Schuster, 2000; Świdorski, 1999). Należy tutaj nadmienić, że wartość rynkowa jest tylko jedną z kategorii wartości, których jest wiele (Śledzik, 2011). Jest to obszerny temat, któremu w literaturze podmiotu poświęcone są pozycje książkowe, gdzie omawiane są zagadnienia takie jak istota wartości banku, jej kategorie, kluczowe generatory (Capiga i in., 2016; Marcinkowska, 2003) oraz techniki wzmacniania wartości (Mabberley, 1998). Teoria kreowania wartości przez banki opisywana jest również w kontekście procesów fuzji i przejęć (Korzeb, 2010) oraz aktywów niematerialnych (Klimontowicz, 2013). Zgodnie z wnioskami płynącymi z literatury teoretycznej, do istotnych generatorów wartości banków należą przewaga konkurencyjna, nakłady kapitałowe, wskaźnik złych kredytów, czy też marża odsetkowa brutto (Black i in., 1998). Jako istotne determinanty wartości rynkowej banków wskazano również kondycję rynku kapitałowego, politykę pieniężną banków centralnych, czynniki demograficzne oraz stopień koncentracji sektora bankowego (Śledzik, 2011).

W niniejszej pracy postanowiono zawęzić tematykę wartości do wartości rynkowej banków. Banki są niezwykle ważnymi podmiotami w systemie finansowym, ponieważ ich upadłość może doprowadzić do kryzysu finansowego zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym. Banki odgrywają ważną rolę w gospodarkach państw Europy Środkowej¹, stanowiąc w 2022 roku od 75% do 81% aktywów ich systemów finansowych (Narodowy Bank Polski, 2023). Sektory finansowe w tym regionie są relatywnie odporne na kryzysy finansowe, a wskaźniki adekwatności finansowej banków są wyższe lub zbliżone do średniej europejskiej. Kolejną cechą charakterystyczną tego regionu jest doświadczenie transformacji systemowej, w konsekwencji której dopuszczono prywatną własność oraz umożliwiono dostęp do rynku bankom zagranicznym. W analizach empirycznych na temat banków Europy Środkowej często poruszonym wątkiem badawczym jest znaczenie struktury własności, szczególnie w odniesieniu do polityki kredytowej banków (Allen i in., 2017; De Haas i Van Lelyved, 2006; Degryse i in., 2012) oraz dochodowości (Hasan i Marton, 2003; Havrylchuk i Jurzyk, 2011;

¹ W niniejszej pracy do krajów Europy Środkowej zaliczono Bułgarię, Chorwację, Czechy, Estonię, Litwę, Łotwę, Polskę, Rumunię, Słowację, Słowenię oraz Węgry.

Pawłowska, 2016). Badania te dowodzą, że dla banków Europy Środkowej szczególne znaczenie ma obecność akcjonariusza zagranicznego powiązana z niższym poziomem ryzyka kredytowego (Degryse i in., 2012) oraz z wyższą dochodowością (Pawłowska, 2016). Banki o wysokich dochodach kontrolowane przez właściciela zagranicznego przyczynić się mogą również do zwiększenia efektywności krajowych systemów bankowych Europy Środkowej (Hasan i Marton, 2003). Istota banków z kapitałem zagranicznym jest szczególnie widoczna podczas kryzysów bankowych, ponieważ wpływają na stabilizację rozmiarów działalności kredytowej (De Haas i Van Lelyved, 2006).

Poprawa efektywności giełd Europy Środkowej sprzyja ich dążeniom do stawiania się znaczącymi centrami finansowymi w Europie (Pera, 2019). Na koniec 2021 roku całkowita kapitalizacja giełd Europy Środkowej wyniosła przeszło 1 102 mld euro, natomiast kapitalizacja spółek krajowych w relacji do PKB w wybranych państwach (Czechy, Polska, Węgry) wahała się od 18,3% do 27,4% (Narodowy Bank Polski, 2022). Na niektórych rynkach kapitałowych państw Europy Środkowej, takich jak Słowacja, banki odgrywają szczególnie ważną rolę, ponieważ ich kapitalizacja stanowi ponad 60% kapitalizacji giełdy.

Problematyka wartości rynkowej banków jest często poruszana w literaturze z zakresu finansów, przy czym analizy wartości rynkowej dotyczą przede wszystkim rynku amerykańskiego (Avramidis i in., 2018; Belkhir, 2009a; Belkhir, 2009b; Niu, 2016; Jordan i in., 2011). Część prac koncentruje się na rynkach europejskich (Busta i in. 2014; Carnevale i Mazzuca, 2014), a bardzo nieliczne badania odnoszą się wyłącznie do krajów Europy Środkowej (Fang i in., 2014).

Badania na temat wartości rynkowej banków odnoszą się przede wszystkim do analizy czynników wewnątrzbankowych, takich jak wielkość banku (Avramidis i in., 2018; Minton i in., 2019), dywersyfikacja produktowa (Baele i in., 2007; Elsas i in., 2010) oraz działalność kredytowa (Drago i in., 2013; Niu, 2016). Wśród czynników makroekonomicznych determinujących wartość rynkową banków dużą uwagę zwraca się na reformy instytucjonalne (Fang i in., 2014; Premti i in., 2021). Wartość rynkowa banków badana jest również w kontekście ładu korporacyjnego², który jest niezwykle ważnym elementem działalności każdego przedsiębiorstwa ponieważ zapewnia, że interesy wszystkich interesariuszy (akcjonariuszy, organów statutowych, społeczeństwa) są odpowiednio reprezentowane i chronione. W celu ułatwienia spółkom implementacji zasad ładu korporacyjnego, istnieją kodeksy dobrych praktyk takie jak *G20/OECD Principles of Corporate Governance* autorstwa

² Corporate governance. W polskim piśmiennictwie autorzy posługują się także terminami: władztwo korporacyjne (Marcinkowska, 2006) oraz nadzór korporacyjny (Jerzemowska, 2002).

Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, 2023).

Często poruszaną tematyką w zakresie ładu korporacyjnego są związki występujące między strukturą oraz dywersyfikacją organów statutowych a wartością rynkową banków (Adams i Mehran, 2012; Mavrakana i Psillaki, 2019; Pathan i Faff, 2013). Kolejnym obszarem są relacje między strukturą własności a wartością rynkową banków, w których analizowano koncentrację własności (Anginer i in., 2016; Busta i in., 2014) oraz kraj pochodzenia akcjonariusza (Fang i in., 2014; Zulkafli i Samad, 2007).

Podstawy teoretyczne zależności występujących między wymienionymi powyżej elementami struktury własności a wartością rynkową wskazano w teorii agencji oraz teorii zasobowej. Teorię agencji przywołuje się jako teorię uzasadniającą znaczenie koncentracji własności dla kształtowania się wartości rynkowej banków (Jensen i Meckling, 1976). Zgodnie z tą teorią, kluczowym problemem jest zjawisko oddzielenia kontroli od własności, które prowadzi do powstawania różnego rodzaju konfliktów. Z punktu widzenia realizacji celu niniejszej pracy istotne są dwa rodzaje konfliktów. Pierwszy z nich powstaje między właścicielem a organami statutowymi powołanymi do zarządzania przedsiębiorstwem w imieniu akcjonariusza, co jest źródłem problemów agencyjnych, gdyż obie strony dążą do maksymalizacji zysków dla siebie. W bankach konflikt ten, w porównaniu do instytucji niefinansowych ma bardziej złożony charakter, ponieważ banki charakteryzują się odmienną strukturą kapitałową (Marcinkowska, 2014). Banki działają przede wszystkim w oparciu o kapitał powierzony przez klientów, wierzycieli oraz inwestorów. Sprawia to, że ryzyko ponoszone przez właścicieli jest niższe, niż w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych (Tirole, 2001). Na pogłębienie konfliktu między organami statutowymi a akcjonariuszami w bankach wpływ ma także asymetria informacji (Caprio i Levine, 2002). Wynika to z tego, że stopień ryzyka podejmowanego przez banki jest trudny do oszacowania, co daje pole do manipulacji zyskami (Marcinkowska, 2014; Levine, 2002). Dzieje się tak, mimo iż banki są ściśle regulowanymi instytucjami, przykładowo poprzez regulacje Unii Europejskiej zawartych w pakiecie CRD VI/CRR III z dnia 19 czerwca 2024 roku. Ponadto, banki działają również według wytycznych Komitetu Bazylejskiego ds. Nadzoru Bankowego (Bank for International Settlements, 2015).

Badania wskazują, że w tym obszarze istotną rolę odgrywa koncentracja własności, ze szczególnym naciskiem na obecność akcjonariusza posiadającego pakiet kontrolny. W przedsiębiorstwach, w których w strukturze własności obecny jest dominujący akcjonariusz, konflikty agencyjne mogą przyjmować łagodniejszą formę (Anginer i in., 2016; Nashier i

Gupta, 2023; Ni, 2019), natomiast w spółkach o rozproszonej strukturze własności konflikt ten narasta.

Drugi typ konfliktu związany jest z brakiem porozumienia między akcjonariuszami kontrolującymi a mniejszościowymi (Morck i in., 2005). Akcjonariusz większościowy zazwyczaj posiada przewagę, co prowadzić może do działań na niekorzyść właściciela, który ma mniejszy udział w kapitale zakładowym przedsiębiorstwa. Zasadne jest zatem pytanie, czy wartość rynkowa banków kontrolowanych przez akcjonariusza większościowego różni się od wartości banków mających rozdrobnioną strukturę własności.

Kolejnym obszarem badawczym podejmowanym w literaturze są związki między obecnością akcjonariusza zagranicznego a wartością rynkową banków. W tym kontekście przywoływana jest teoria zasobowa, która mówi, że dla każdej spółki istotnym jest opieranie się na unikalnych źródłach i umiejętnościach, które są trwałe oraz trudne do naśladowania przez konkurencję (Ulrich i Barney, 1984). W przypadku banków z kapitałem zagranicznym, akcjonariusze pochodzą często z rynków rozwiniętych. Właściele ci, w porównaniu do akcjonariuszy krajowych, posiadają większe zasoby finansowe oraz cechują się unikalną, zaawansowaną wiedzą w obszarze zarządzania (Fang i in., 2011). Obserwacje te uzasadniają potrzebę weryfikacji hipotezy dotyczącej tego, czy wartość rynkowa banków z kapitałem zagranicznym różni się od wartości rynkowej banków kontrolowanych przez właściciela krajowego.

W literaturze empirycznej znaleźć można bardzo nieliczne prace badające związki między strukturą własności banków Europy Środkowej a ich wartością rynkową, szczególnie w odniesieniu do obecności właściciela większościowego oraz kraju pochodzenia akcjonariusza. Jedyną pracą, w której poruszone są relacje między strukturą własności banków Europy Środkowej a ich wartością rynkową jest praca Fanga i in. (2014). Autorzy biorą pod uwagę akcjonariusza zagranicznego, który posiada minimum 50% udziałów w strukturze własności. Zakres analiz Fanga i in. (2014) obejmuje lata 1997-2008.

Biorąc pod uwagę bardzo znikomą liczbę badań w zakresie struktury akcjonariatu oraz wartości rynkowej banków z Europy Środkowej, w niniejszej pracy postanowiono rozszerzyć tę tematykę. Ocenie poddano relacje występujące między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową oraz między obecnością akcjonariusza zagranicznego, który posiada minimum 30% udziałów w kapitale zakładowym a wartością rynkową³.

³ Praca doktorska powstała dzięki uczestnictwu w projekcie badawczym NCN „*Dochodowość i wypłaty dywidendy banków Europy Środkowo-Wschodniej a stabilność struktur zarządczych i akcjonariatu*” (nr 2018/30/E/HS4/00766), którego kierownikiem jest dr Dorota Skąła.

2. Cel rozprawy i hipotezy badawcze

Celem pracy jest określenie relacji występujących między strukturą własności a wartością rynkową banków notowanych na giełdach w Europie Środkowej. Weryfikacji poddano dwie hipotezy główne, które odnoszą się do: (1) związków występujących między obecnością właściciela większościowego a wartością rynkową banków; (2) związków występujących między obecnością akcjonariusza zagranicznego posiadającego minimum 30% udziałów a wartością rynkową banków. Każdą z hipotez uszczegółowiono przez włączenie hipotez pomocniczych, w których uwzględniono rolę dochodowości banku oraz znaczenie kryzysu finansowego. Hipotezy główne oraz pomocnicze przyjęły następującą postać:

H1: Istnieje dodatni związek między obecnością akcjonariusza większościowego w strukturze własności banków a wartością rynkową banków.

H1a: Istnieje dodatni związek między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową w bankach wykazujących zyski.

H1b: Dodatni związek między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową banków ulega wzmocnieniu w okresie kryzysu.

H2: Istnieje dodatni związek między obecnością akcjonariusza zagranicznego w strukturze własności banków a wartością rynkową banków.

H2a: Istnieje dodatni związek między obecnością akcjonariusza zagranicznego a wartością rynkową w bankach wykazujących zyski.

H2b: Dodatni związek między obecnością akcjonariusza zagranicznego a wartością rynkową banków ulega wzmocnieniu w okresie kryzysu.

Dodatnia relacja, którą zakłada hipoteza pierwsza (H1) wynika z teorii agencji, a dokładniej ma związek z konfliktem interesów występującym między właścicielami a kadrami pracowniczą wydelegowaną do zarządzania spółką (Jensen i Meckling, 1976). Wynika to ze zmniejszenia kosztów rozwiązywania problemów agencyjnych, co skutkuje zwiększeniem wartości rynkowej. W bankach obecność właściciela większościowego ma szczególnie znaczenie, ponieważ wpływać może na politykę kredytową oraz zarządzanie ryzykiem (Unite i Sullivan, 2003). W rezultacie wzrasta zaufanie inwestorów do banku, co znajduje odzwierciedlenie w wartości rynkowej jego akcji. Istnieje wiele prac, w których wykazano dodatnią relację między koncentracją własności a wartością rynkową. Zależność tę zaobserwowano zarówno w przypadku spółek niefinansowych (Benamraoui i in., 2019; Gugler i in., 2014; Nashier i Gupta, 2023; Pedersen i Thomsen, 2003), jak i w bankach (Anginer i in., 2016; Ni, 2019).

Drugą hipotezę badawczą (H2) uzasadniono teorią zasobową. Teoria zasobowa mówi, że w celu prawidłowego funkcjonowania, każde przedsiębiorstwo powinno posiadać oraz odpowiednio wykorzystywać unikalne zasoby i umiejętności (Barney, 1991). Akcjonariusz zagraniczny wnosi do spółki zasoby takie jak specjalistyczna wiedza, możliwość wprowadzenia nowoczesnych technologii czy łatwiejszy dostęp do finansowania, co umożliwia stworzenie przewagi konkurencyjnej nad właścicielem krajowym. Szczególnie interesującym laboratorium do badania wartości rynkowej spółek kontrolowanych przez właściciela zagranicznego są gospodarki postkomunistyczne. Dowodzą tego badania Fanga i in. (2014), którzy wykazują dodatnią zależność między obecnością właściciela zagranicznego a wartością rynkową banków. Dodatnią relację wykazano również w przypadku banków z Arabii Saudyjskiej (Abraham, 2013) oraz krajów należących do GCC⁴ (Chahine, 2007). W przypadku spółek niefinansowych, podobną zależność zaobserwowano również na rynkach takich jak: Japonia (Ahmed i Iwasaki, 2021), Indie (Douma i in., 2006), Australia (Mishra, 2014), Wietnam (Tran, 2020), 41 (Bris i in., 2008) oraz 27 (Ferreira i Matos, 2008) krajów rozwiniętych oraz rozwijających się.

Dwie hipotezy główne uszczegółowiono o rolę dochodowości banku. W tym celu z próby badawczej wykluczono banki wykazujące straty. Decyzja o wydzieleniu próby banków dochodowych została poparta kilkoma spostrzeżeniami. W pracach z zakresu bankowości autorzy stosują podział próby ze względu na dochodowość (Alhalabi i in., 2023; Grougiou i in., 2014; Peni i Vahamaa, 2012). Motywacją do uwzględnienia zyskowności były również analizy banków dotyczące związków między dochodowością a innymi obszarami działalności banków. Przykładem jest ryzyko podejmowane przez banki. Z badań tych wynika, że banki wysokodochodowe mają mniej pobudek do angażowania się w ryzykowną działalność kredytową (Ghosh, 2015; Messai i Jouini, 2013). Z kolei ryzyko podejmowane przez banki, jak wynika z przeglądu literatury zawartego w rozprawie doktorskiej, jest istotnie powiązane z ich wartością rynkową. Wyniki analiz Alyosef i in. (2019), Niu (2016), Mavrakana i Psillaki (2019), Simoens i Vennet (2021), Yildirim i Efthyvoulou (2018) wskazują na spadek wartości rynkowej banków, które podejmują wysokie ryzyko kredytowe. Można zatem z dużą dozą ostrożności zakładać, że skoro dochodowość determinuje poziom ryzyka, to może również być powiązana z wartością rynkową banków.

Ostatni argument został sformułowany w intuicyjny sposób poprzez rozważenie możliwych scenariuszy. Pierwszy z nich zakłada, że w bankach o niskiej dochodowości

⁴ Rada Krajów Zatoki (ang. Gulf Cooperation Council – GCC).

inwestorzy szczególnie doceniają obecność akcjonariusza większościowego. W przypadku tego typu banków, inwestorzy zakładać mogą, że akcjonariusz większościowy może wdrożyć efektywne mechanizmy zarządzania. W dłuższym okresie czasu banki te mogą zacząć generować wysokie dochody, co zwiększa atrakcyjność inwestycyjną akcji tego typu banków. W takim przypadku można założyć, że w bankach o wysokiej dochodowości, dodatni związek między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową banku ulega osłabieniu w porównaniu do banków przynoszących straty.

Według drugiego scenariusza należy założyć, że inwestorzy mniejszościowi nie są zainteresowani inwestowaniem w akcje banków przynoszących straty nawet wtedy, gdy te banki posiadają w swojej strukturze własności akcjonariusza większościowego. W konsekwencji należy przyjąć, że inwestorzy zaczną zbywać akcje banku o niskiej dochodowości, który kontrolowany jest przez właściciela posiadającego więcej niż 50% udziałów. W takiej sytuacji w bankach przynoszących zysk, dodatni związek między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową banku ulegnie wzmocnieniu.

Hipotezy pomocnicze H1b oraz H2b odnoszą się do roli kryzysu finansowego. Decyzja o włączeniu kryzysu umotywowana jest ograniczoną liczbą badań, w których podejmowana jest analiza kryzysu w kontekście struktury własności oraz wartości rynkowej banków. Alharbi i in. (2022), Haq i in. (2019), O'Sullivan i in. (2016), Pathan i Faff (2013) badają wpływ kryzysu na wartość rynkową banków, pomijając jednak kwestie związane ze strukturą własności.

Okres kryzysu zdefiniowano na dwa sposoby. W pierwszym kroku zastosowano zmienną binarną równą jeden dla lat 2007, 2008, 2009. Decyzję o włączeniu tak zdefiniowanej zmiennej podjęto w oparciu o przegląd prac z zakresu bankowości (Alharbi i in., 2022; Fan i in., 2019; Kinatder, 2021; Lu i Boateng, 2018). Alharbi i in. (2022) badają 14 krajów z Bliskiego Wschodu oraz z Azji, Fan i in. (2019) analizują banki z USA, Kinatder i in. (2021) rozważają Australię oraz 19 państw z Ameryki Północnej, Ameryki Południowej, Europy, Azji oraz Afryki, natomiast Lu i Boateng (2018) analizują sektor bankowy Wielkiej Brytanii.

W odniesieniu do obszaru Europy Środkowej niektórzy autorzy również uwzględniają okres obejmujący lata 2007-2009 (Allen i in., 2013; Allen i in., 2017; Cull i Peria, 2013; Hasan i in., 2013). Allen i in. (2013) oraz Allen i in. (2017) za okres kryzysu przyjmują lata 2008-2010, Cull i Peria (2013) lata 2008-2009, natomiast Hasan i in. (2013) lata 2007-2010. Należy również zwrócić uwagę na wartość rynkową banków w okresie przypadającym na globalny kryzys finansowy. Dla banków kontrolowanych przez akcjonariusza większościowego (oraz zagranicznego) widoczne jest znacznie obniżenie się wskaźników wartości rynkowej w latach

2007-2009. Do końca analizowanego okresu wskaźniki te nie osiągnęły wartości sprzed kryzysu finansowego.

W analizowanej próbie badawczej są kraje, w których zaburzenia gospodarcze mogą nie występować w tych samych okresach. Globalny kryzys, który rozprzestrzenił się z amerykańskiego rynku kredytów *subprime* dotknął wiele instytucji poza USA, jednak nie miał aż takiego znaczenia dla banków Europy Środkowej. Z tego powodu włączono drugą zmienną binarną równą jeden, gdy spadek PKB z roku na rok jest większy niż odchylenie standardowe wzrostu PKB danego kraju w całym okresie. Podobne podejście zostało zastosowane w pracy Skały (2015).

Powyższe hipotezy niosą ze sobą wkład do literatury przedmiotu na kilku płaszczyznach. Po pierwsze, tematyka koncentracji własności oraz wartości rynkowej banków poruszana jest zaledwie w kilku pracach (Anginer i in., 2016; Busta i in., 2014; Ni, 2019; Zulkafli i Samad, 2007), jednak badania te nie uwzględniają spółek notowanych na giełdach państw Europy Środkowej. Należy również zwrócić uwagę na specyfikę gospodarek transformacyjnych. Wnioski z tych badań mogą być interesujące z perspektywy gospodarek obecnie podlegającym przekształceniom, takich jak niektóre kraje azjatyckie.

Po pierwsze, w przytoczonych pracach zastosowano inne miary udziału właściciela w strukturze własności, niż te uwzględnione w części empirycznej niniejszej rozprawy. Po drugie zidentyfikowano tylko jedną pracę, w której analizie poddano związek akcjonariatu zagranicznego oraz wartości rynkowej banków z Europy Środkowej (Fang i in., 2014). Horyzont badawczy pracy Fanga i in. (2014) obejmuje lata 1997-2008, a w niniejszej pracy uwzględniono aż 15 lat.

Po trzecie, nie zidentyfikowano prac uwzględniających rolę dochodowości w kształtowaniu związków pomiędzy występowaniem właściciela większościowego, jak i zagranicznego, a wartością rynkową. Po czwarte dotychczas badano jedynie relację występującą między okresem kryzysu a wartością rynkową (Alharbi i in., 2022; Fang i in., 2014; Haq i in., 2019; O'Sullivan i in., 2016; Pathan i Faff, 2013). W tej pracy natomiast połączono strukturę własności z kryzysem finansowym.

3. Struktura pracy

Dysertację podzielono na cztery rozdziały. W rozdziale pierwszym przedstawiono istotę wartości rynkowej oraz przybliżono miary służące do jej szacowania. Zaprezentowano przegląd prac z obszaru determinant wartości rynkowej banków. Czynniki kształtujące wartość rynkową pogrupowano na determinanty makroekonomiczne oraz determinanty wewnątrzbankowe.

Rozdział drugi poświęcono problematyce ładu korporacyjnego. Skoncentrowano się na analizie definicji oraz teorii ładu korporacyjnego, ze szczególnym uwzględnieniem specyfiki ładu korporacyjnego w bankach. Przedstawiono obszary ładu korporacyjnego, które dotychczas badano w kontekście wartości rynkowej banków. Pierwszym z nich jest struktura oraz różnorodność organów statutowych. Drugi obszar, kluczowy dla realizacji celu niniejszej pracy, obejmuje strukturę własności.

W rozdziale trzecim sformułowano główne oraz pomocnicze hipotezy badawcze, a także scharakteryzowano próbę badawczą. Skupiono się na wartości rynkowej banków w zależności od obecności akcjonariusza większościowego oraz obecności akcjonariusza zagranicznego. Następnie opisano oraz uzasadniono wybór metodyki wykorzystanej w trakcie badań. Przedstawiono konstrukcje modeli ekonometrycznych, a także zdefiniowano zmienne zależne oraz niezależne wykorzystywane w estymacjach.

Weryfikacji hipotez badawczych poświęcono rozdział czwarty. W pierwszym podrozdziale skoncentrowano się na ocenie relacji występujących między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową. W podrozdziale tym zawarto również wyniki estymacji poświęconych weryfikacji hipotezy pomocniczej, która odnosi się do dochodowości banku. W drugim podrozdziale analizie poddano związki między obecnością akcjonariusza zagranicznego a wartością rynkową banków, a także skoncentrowano się na roli dochodowości banku w kształtowaniu tej relacji. Podrozdział trzeci poświęcono weryfikacji hipotez odnoszących się do struktury własności, kryzysu finansowego oraz wartości rynkowej. Zastosowano zmienne interakcyjne, które łączą akcjonariusza większościowego oraz akcjonariusza zagranicznego z okresem kryzysu. W celu kompleksowej analizy wpływu dekonjunkury gospodarczej na kształtowanie się relacji między strukturą własności a wartością rynkową, zastosowano dwie definicje okresu kryzysu.

W zakończeniu podsumowano wnioski płynące z wyników analiz empirycznych. Wskazano również na towarzyszące im ograniczenia. Szczególną uwagę poświęcono potencjalnym kierunkom przyszłych badań empirycznych w obszarze relacji występujących między strukturą akcjonariatu a wartością rynkową banków

4. Źródła i metody badawcze

Baza danych stworzona na potrzeby prac analitycznych prowadzonych w ramach niniejszej dysertacji składa się z czterech modułów: moduł danych rynkowych, moduł danych finansowych, moduł danych dotyczących akcjonariatu oraz moduł danych makroekonomicznych. Głównym źródłem danych rynkowych jest baza EquityRT, z której

pochodzą dane dotyczące wartości kapitalizacji banków. Informacje finansowe za lata 2007-2014 zaczerpnięto z bazy danych Bankscope, natomiast dane za okres 2015 – 2021 uzyskano z bazy Orbis. Źródłem danych makroekonomicznych jest baza *World Development Indicators*, będąca częścią bazy danych Banku Światowego. Dane opisujące strukturę własności banków zebrano ręcznie na podstawie raportów rocznych banków⁵ lub innych źródeł, takich jak strony internetowe banków. Pozyskano informacje na temat pierwszego, bezpośredniego (direct shareholder) akcjonariusza wskazanego w strukturze własności banku. Informacje te zawierały: nazwę akcjonariusza, procentowy udział w kapitale zakładowym oraz kraj pochodzenia. Podobnie jak w dotychczas opublikowanych analizach empirycznych z zakresu bankowości skoncentrowano się na udziale w kapitale zakładowym (tzw. cash-flow rights) (Anginer i in., 2016; Fang i in., 2014; Ghosh. 2018), a nie na udziale w liczbie głosów (tzw. voting rights).

Metodą badawczą zastosowaną w rozdziałach pierwszym i drugim jest przegląd literatury przedmiotu. Zastosowany przegląd literatury można określić mianem narracyjnego, który charakteryzuje się brakiem określonego rygoru metodologicznego. Proces wyboru artykułów poświęconych wartości rynkowej banków rozpoczęto od identyfikacji prac zawierających frazy takie jak „market value” oraz „ownership structure” w bazach: Science Direct, Emerald Insight czy Google Scholar. Wykorzystano artykuły naukowe opublikowane po 2000 roku, lecz z uwzględnieniem istotnych pozycji sprzed tego okresu. W zidentyfikowanych pracach zwrócono uwagę na zastosowane cytowania – jeżeli prace te wpasowały się w analizowaną tematykę, wówczas włączono je do przeglądu literatury. Należy oczywiście wziąć pod uwagę, że obrana metoda jest obarczona pewnymi ograniczeniami. Narracyjny przegląd literatury nacechowany jest znacznym subiektywizmem w zakresie wyboru artykułów naukowych, co potencjalnie mogło doprowadzić do braku uwzględnienia wszystkich istniejących pozycji w zakresie wartości rynkowej banków (Musiał i Rachuba, 2023).

W części empirycznej do określenia związków między strukturą akcjonariatu a wartością rynkową zastosowano model, którego ogólna postać przyjęła następującą formę:

⁵ Informacje dotyczące struktury akcjonariatu banków Europy Środkowej zostały zebrane ręcznie w zespole badawczym w ramach realizacji grantów NCN nr 2015/17/D/HS4/03118 oraz nr 2018/30/E/HS4/00766 (kierownik: dr Dorota Skała).

Wartość rynkowa_{*i,t*}

$$\begin{aligned} &= \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{struktura akcjonariatu}_{i,t} + \alpha_2 \\ &\cdot \text{zmienne wewnątrzbankowe}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{zmienne makroekonomiczne}_{j,t} \\ &+ \delta_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Indeks *i* oznacza bank, indeks *j* jest to określenie kraju, natomiast *t* roku. Zmienną zależną jest wartość rynkowa banku, którą oszacowano przy użyciu wskaźnika MTB oraz wskaźnika Q Tobina. Wskaźnik MTB zdefiniowano jako relację wartości rynkowej kapitału własnego do jego wartości księgowej (Arouri i in., 2014; Guerry i Wallmeier, 2017; Sawada, 2013; Vo, 2017). Wskaźnik Q Tobina równy jest ilorazowi sumy wartości kapitału własnego oraz wartości księgowej zadłużenia do wartości księgowej aktywów (Haq i in., 2019; He i Niu, 2018; Liang i in., 2020; Sawada, 2013; Peni i Vähämaa, 2012; Zhang i Jiang, 2018). W obu wskaźnikach wartość rynkowa kapitału własnego równa jest kapitalizacji rynkowej. Kapitalizację rynkową obliczono z kolei jako iloczyn ceny akcji na zamknięcia sesji i liczby wyemitowanych akcji na koniec danego roku kalendarzowego.

Zmienne niezależne takie jak *Akcjonariusz większościowy* oraz *Akcjonariusz zagraniczny* zastosowano do opisu struktury własności. *Akcjonariusz większościowy* jest zmienną służącą do określenia stopnia koncentracji własności. Zmienna ta przyjmuje wartość jeden, gdy w strukturze własności banku znajduje się podmiot posiadający co najmniej 50% udziałów w kapitale zakładowym banku. W przeciwnym przypadku zmienna przyjmuje wartość zero. Przyjęty próg 50% wynika po pierwsze z bardzo wysokiego stopnia koncentracji własności w bankach Europy Środkowej (wartość średnia: 50%; mediana: 60%). Po drugie, w innych badaniach na temat struktury akcjonariatu banków z tego regionu, właściciel większościowy definiowany jest właśnie w ten sposób (Allen i in., 2017; Degryse i in., 2012; Fang i in., 2014).

Akcjonariusz zagraniczny jest zmienną binarną łączącą koncentrację własności oraz kraj pochodzenia właściciela banku. Zmienna ta jest równa jeden, gdy w strukturze własności banku obecny jest dominujący akcjonariusz posiadający minimum 30% udziału w kapitale zakładowym i pochodzący z innego kraju niż kraj, w którym siedzibę ma dany bank. W innym wypadku zmienna *Akcjonariusz zagraniczny* przyjmuje wartość zero. Główna przesłanka przyjęcia progu 30% wynika z przeglądu literatury z zakresu struktury własności banków. W części pracy autorzy uwzględniają akcjonariusza zagranicznego, który posiada więcej niż 50% udziałów w kapitale zakładowym (Allen i in., 2015; Claessens i Van Horen, 2014; Fang i in., 2014; Fang i in., 2019; Shaban i James, 2018). Inni autorzy stosują natomiast mniejsze progi,

takie jak 5% (Abraham, 2013; Zulkafli i Samad, 2007). W niniejszej pracy postanowiono zatem zdecydować się na pośredni próg, jakim jest 30% udziałów kapitale zakładowym. Wybór zmiennej uzasadniono również teorią masy krytycznej (Birindelli i in., 2019; Joecks i in., 2012; Torhia i in., 2010; Willey i Monllor-Tormos, 2018).

Zmienne wewnątrzbankowe zostały wybrane na podstawie przeglądu prac z zakresu wartości rynkowej banków. Politykę kredytową odzwierciedla udział wartości kredytów w aktywach (Baele i in., 2007; Fang i Hasan, 2014). Poziom dochodowości ukazuje wskaźnik zwrotu z aktywów ROA (ang. return on assets) (Anginer i in., 2016; Haq i in. 2019). Podobnie jak w pracach Azmi i in. (2021) oraz Baele i in. (2007) jako zmienną charakteryzującą sytuację kapitałową wykorzystano relację kapitałów własnych do aktywów. Wielkość banku zmierzono zlogarytmowaną wartością aktywów ogółem (Hoang i in., 2020; Minton i in., 2019). W celu uniknięcia współliniowości, wszystkie zmienne wewnątrzbankowe opóźniono o jeden rok (Anginer i in., 2016; Avramidis i in., 2018; Baele i in., 2007; Sawada, 2013).

W kategorii zmiennych makroekonomicznych, wzrost gospodarczy włączony został jako roczny wzrost PKB (Alharbi i in., 2022; He i Niu, 2018). Inflację odzwierciedla wskaźnik CPI (González-Rodríguez, 2008; Velasco i in., 2022), a koniunkturę krajowych giełd papierów wartościowych – wartości głównych indeksów giełdowych (De Jonghe i Vennet, 2008; Simoens i Vennet, 2021). Wszystkie zmienne makroekonomiczne uwzględniono w modelu w bieżących okresach.

Wszystkie zastosowane modele zawierają efekty stałe dla lat (δ_t), aby uwzględnić zmienne pominięte, które występują na poziomie roku (Baele i in., 2007; Elnahass i in., 2022). Wyjątek stanowią modele dla hipotez pomocniczych, które uwzględniają wpływ kryzysu. W tych przypadkach zamiast efektów stałych dla lat włączono zmienne binarne opisujące, czy w danym roku widoczny jest wpływ kryzysu. Błąd losowy na poziomie banku oraz roku oznaczony jest symbolem $\varepsilon_{i,t}$.

Do przeprowadzenia analiz wykorzystano modele statyczne dla danych panelowych z efektami losowymi. Wybór model statycznego wynika z braku przesłanek ku temu, aby wartość rynkowa banku z poprzedniego okresu warunkowała wartość rynkową w okresie bieżącym. Zastosowanie metody efektów losowych wynika z kolei ze struktury wykorzystanych danych. Zmienne niezależne charakteryzują się małą zmiennością w czasie, co jest przesłanką, aby zastosować tę technikę estymacyjną (Wooldridge, 2013, s. 495).

5. Charakterystyka i wyniki przeprowadzonych badań

Próba badawcza obejmuje 58 banków komercyjnych z 11 państw Europy Środkowej, które w okresie 2007-2021 były notowane na krajowych giełdach papierów wartościowych. Liczba obserwacji wyniosła 576. Do przeprowadzenia charakterystyki próby badawczej wykorzystano metody statystyki opisowej.

Wykazano, że w okresie 2007-2021 suma kapitalizacji analizowanych banków waha się w przedziale od 40 do 90 mld euro. Największą kapitalizację banki osiągnęły w roku 2007, natomiast najmniejszą w 2008 roku. Na koniec 2021 kapitalizacja wyniosła około 85 mld euro. Oznacza to, że odbudowa kapitalizacji po kryzysie zajęła 14 lat, jednak pozostaje niższa niż w 2007 roku. Udział kapitalizacji banków w kapitalizacji giełd w badanym okresie waha się w przedziale od 18% w 2013 roku do 6% w 2020 roku.

Zmienne objaśniające opisujące strukturę własności skonstruowano na podstawie procentowego udziału akcjonariusza w kapitale zakładowym banku. Średni udział największego akcjonariusza w bankach notowanych na giełdach w Europie Środkowej jest na zróżnicowanym poziomie. W próbie badawczej występują banki zarówno o rozproszonej strukturze akcjonariatu jak i banki będące własnością jednego właściciela. Najbardziej rozproszoną strukturą własności charakteryzują się banki litewskie oraz węgierskie – w bankach tych udział największego akcjonariusza nie przekracza 40%. Najsilniej skoncentrowana struktura własności widoczna jest w bankach ze Słowacji – jest to ponad 90%.

Biorąc pod uwagę obecność akcjonariusza widoczne jest, że 60% całej próby badawczej stanowią banki, które kontrolowane są przez właściciela posiadającego przynajmniej 50% udziałów w kapitale zakładowym. Druga zmienna objaśniająca wskazuje, czy w strukturze własności obecny jest akcjonariusz zagraniczny, który posiada minimum 30% udziałów. Około 46% próby badawczej stanowią obserwacje dla banków z akcjonariuszem zagranicznym, natomiast 54% dla banków z akcjonariuszem krajowym.

Następnie przeanalizowano wartość rynkową banków z akcjonariuszem większościowym oraz z akcjonariuszem zagranicznym. Poprzez analizę wartości średniej oraz mediany w kontekście struktury własności dowiedziono, że banki kontrolowane przez właściciela większościowego odznaczają się najwyższą wartością rynkową. Pod uwagę wzięto również zmiany wskaźników wartości rynkowych w latach 2007-2021. Na początku badanego okresu banki niezależnie od obecności akcjonariusza większościowego wykazywały wartość rynkową na zbliżonym poziomie. Następnie w okresie 2008-2013 wartość rynkowa banków z akcjonariuszem większościowym znacznie przewyższyła wartość banków bez tego typu

właściciela. W roku 2013 rozpoczęła się konwergencja wartości rynkowej, która zakończyła się w 2021 roku.

W kontekście kraju pochodzenia właściciela można sformułować wniosek, że banki z akcjonariuszem zagranicznym charakteryzowały się wyższą wartością rynkową niż banki będące własnością akcjonariuszy krajowych. Zależność ta jest widoczna również, gdy pod uwagę wzięto kształtowanie się wskaźników wartości rynkowej w latach 2007-2021. Jedynie w latach 2007-2008 wartości rynkowe banków z akcjonariuszem zagranicznym oraz bez właściciela zagranicznego są zbliżone do siebie. Następnie do końca analizowanego okresu banki z kapitałem zagranicznym wyceniano wyżej niż banki krajowe.

Analizę empiryczną przeprowadzono według schematu przedstawionego w Tabeli 1.

Tabela 1: Etapy badania empirycznego podjętego w ramach rozprawy doktorskiej

Etap 1	
Obszar badania	Ocena związków występujących między akcjonariuszem większościowym a wartością rynkową, ze szczególnym uwzględnieniem dochodowości banku
Główny czynnik podlegający badaniu	Obecność akcjonariusza większościowego, dochodowość banku
Cel etapu badawczego	Weryfikacja H1 i H1a
Metoda badawcza	Model statyczny dla danych panelowych z efektami losowymi
Etap 2	
Obszar badania	Ocena związków występujących między obecnością akcjonariusza zagranicznego a wartością rynkową, ze szczególnym uwzględnieniem dochodowości banku
Główny czynnik podlegający badaniu	Obecność akcjonariusza zagranicznego, dochodowość banku
Cel etapu badawczego	Weryfikacja H2 i H2a
Metoda badawcza	Model statyczny dla danych panelowych z efektami losowymi
Etap 3	
Obszar badania	Ocena wpływu kryzysu finansowego na związki występujące między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową oraz na związki między obecnością akcjonariusza zagranicznego a wartością rynkową
Główny czynnik podlegający badaniu	Obecność akcjonariusza większościowego, obecność akcjonariusza zagranicznego, okres kryzysu
Cel etapu badawczego	Weryfikacja H1b i H2b
Metoda badawcza	Model statyczny dla danych panelowych z efektami losowymi

Źródło: opracowanie własne.

W pracy dla dwóch miar wartości rynkowej wykazano istnienie dodatniego związku między obecnością właściciela większościowego a wartością rynkową. Wynik ten jest zbieżny

z badaniami spółek niefinansowych (Benamraoui i in., 2019; Gugler i in., 2014; Nashier i Gupta, 2023; Pedersen i Thomsen, 2003) oraz banków (Anginer i in., 2016; Busta i in., 2014; Ni, 2019). Należy nadmienić, że prace dotyczące banków obejmowały odmienne próby badawcze niż ta, którą uwzględniono w niniejszej pracy. Anginer i in. (2016) poddali badaniu banki z 22 krajów w okresie 2003-2010, Busta i in. (2014) uwzględnili banki z 17 państw Europy Zachodniej w latach 1993-2005, natomiast Ni (2019) skupił się na bankach chińskich w roku 2008. Otrzymany wynik oznacza to, że inwestorzy skłaniają się ku nabywaniu akcji banków kontrolowanych przez znaczącego właściciela. **Nie było zatem przesłanek do odrzucenia hipotezy H1.**

Następnie próbę badawczą ograniczono wyłącznie do banków wykazujących zyski. Jak wynika z oszacowanych parametrów, między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową istnieje dodatnia oraz statystycznie istotna relacja (dla dwóch miar wartości rynkowej). **Oznacza to, że hipoteza pomocnicza H1a została zweryfikowana pozytywnie.**

Na podstawie dalszych analiz stwierdzono istnienie dodatniego oraz statystycznie istotnego związku między obecnością akcjonariusza zagranicznego posiadającego minimum 30% udziałów w strukturze własności a wartością rynkową (dla dwóch miar wartości rynkowej). Wynik ten potwierdza analizy dotyczące banków (Abraham, 2013; Chahine, 2007; Fang i in., 2014) oraz spółek niefinansowych (Ahmed i Iwasaki, 2021; Bris i in., 2008; Douma i in., 2006; Ferreira i Matos, 2008; Huang i Shiu, 2009; Mishra, 2014; Tran, 2020). Dotychczasowe analizy powiązań były przeprowadzane na odmiennych próbach badawczych. Abraham (2013) objął badaniem banki z Arabii Saudyjskiej w latach 2008-2009, natomiast Chahine (2007) skupił się na krajach należących do krajów GCC w roku 2010. Wyjątkiem jest badanie Fanga i in. (2014), ponieważ jego autorzy biorą pod uwagę te same kraje, które uwzględniono w niniejszej pracy (Bułgaria, Czechy, Estonia, Chorwacja, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Węgry). W badaniu tym wzięto pod uwagę akcjonariusza zagranicznego, który posiada minimum 50% udziałów w strukturze własności. Okres analizowany w pracy Fang i in. (2014) obejmuje lata 1997-2008, natomiast przedział czasowy wykorzystany w niniejszej pracy uwzględnia lata 2007-2021. Można zatem wnioskować, że trend dodatniego związku kapitału zagranicznego z wartością rynkową banków utrzymany jest na przestrzeni 25 lat. **Uzyskane wyniki pozwalają stwierdzić, że brak jest podstaw do odrzucenia hipotezy H2.** Dodatnia oraz statystycznie istotna relacja widoczna jest również, gdy z próby wykluczono banki wykazujące stratę, zatem **nie stwierdzono przesłanek do odrzucenia hipotezy pomocniczej H2a.**

W kolejnej części zbadano wpływ kryzysu na związki między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową banków. Okres kryzysu zdefiniowano na dwa sposoby. W pierwszym podejściu zastosowano zmienną binarną, która przyjmuje wartość jeden dla lat 2007, 2008, 2009 (Allen i in., 2017; Fan i in., 2019; Kinatder, 2021). Analizując wyniki dla tak określonej zmiennej stwierdzić można, że w latach 2007-2009 banki Europy Środkowej charakteryzowały się wyższą wartością rynkową niż w pozostałych latach. Włączenie zmiennej opisującej kryzys nie zmieniło dodatniej oraz statystycznie istotnej relacji między akcjonariuszem większościowym a wskaźnikami wartości rynkowej. W kolejnym etapie włączono zmienną interakcyjną łączącą obecność właściciela większościowego oraz okres kryzysu. Na tej podstawie stwierdzono, że kryzys nie warunkuje dodatniej relacji między obecnością właściciela większościowego a wartością rynkową.

Następnie przeanalizowano znaczenie kryzysu, gdy jego definicja oparta jest o zmiany w PKB kraju. W tym celu zastosowano zmienną binarną równą jeden, gdy spadek PKB z roku na rok jest większy niż odchylenie standardowe wzrostu PKB danego kraju (Skała, 2015). Współczynnik dla zmiennej opisującej kryzys jest ujemny, ale statystycznie nieistotny (dla dwóch miar wartości rynkowej). Oznacza to, że w czasie niższego wzrostu gospodarczego, wartość rynkowa banków z Europy Środkowej nie różni się od wartości zaobserwowanej w pozostałych okresach. Interpretacja zmiennej interakcyjnej, łączącej akcjonariusza większościowego z kryzysem pozwala stwierdzić, że w okresie niższego wzrostu gospodarczego nie stwierdzono wzmocnienia dodatniej relacji między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową (dla dwóch miar wartości rynkowej). **Na podstawie otrzymanych wyników istnieją przesłanki ku odrzuceniu hipotezy pomocniczej H1b.**

Opisane powyżej zmienne kryzysu wykorzystano również do analizy obecności akcjonariusza zagranicznego. Gdy okres kryzysu zdefiniowano na podstawie lat wystąpienia kryzysu (2007, 2008, 2009), wyniki nieznacznie różnią się w zależności od przyjętej miary wartości rynkowej. W przypadku wskaźnika MTB, w latach 2007-2009 zaobserwować można wzrost wartości rynkowej banków będących własnością właściciela zagranicznego, jednak w mniejszym stopniu niż w przypadku całego badanego okresu. Na podstawie wyników uzyskanych dla wskaźnika Q Tobina można stwierdzić, że w całym badanym okresie banki z akcjonariuszem zagranicznym charakteryzują się wyższą wartością rynkową niż banki pozbawione tego rodzaju właściciela. Następnie definicję okresu kryzysu oparto na zmianach w PKB danego kraju. Dla dwóch wskaźników wartości rynkowej stwierdzić można, że tak przyjęty okres kryzysu nie wzmacnia dodatniej relacji między obecnością akcjonariusza

zagranicznego a wartością rynkową banków. **Podsumowując, z pewną dozą ostrożności podjęto decyzję o odrzuceniu hipotezy pomocniczej H2b.**

6. Wnioski końcowe

Podsumowując, w niniejszej pracy wykazano rolę jaką odgrywa struktura własności w kształtowaniu wartości rynkowej banków Europy Środkowej.

W dysertacji zidentyfikowano pewne ograniczenia, a jednocześnie przyszłe kierunki badań, które mogą mieć znaczenie dla szerszej oceny związków występujących między strukturą akcjonariatu a wartością rynkową banków. Po pierwsze, w dalszych badaniach należy rozważyć pozostałych akcjonariuszy znajdujących się w strukturze własności banku. Pozwoliłoby na to stworzenie zmiennej opisującej koncentrację własności, przykładowo przy użyciu wskaźnika Herfindahla- Hirschmana.

Drugim obszarem, który będąc pewnym ograniczeniem stanowi jednocześnie kierunek dalszych badań jest wielkość próby badawczej, która obejmuje 58 banków. Rynki kapitałowe w Europie Środkowej nie charakteryzują się wysokim stopniem rozwoju, co sprawia, że liczba instytucji finansowych notowanych na giełdach papierów wartościowych jest mniejsza niż w krajach wysokorozwiniętych. W celu kompleksowej analizy związków występujących między strukturą własności a wartością rynkową banków, należałoby rozszerzyć próbę badawczą o kraje Europy Zachodniej. Pozwoliłoby to na stwierdzenie, czy relacje zaobserwowane w bankach notowanych na giełdach Europy Środkowej są zbieżne z zależnościami występującymi w bankach z gospodarek wysokorozwiniętych.

Znajomość relacji, jakie występują między strukturą własności a wartością rynkową banków może być szczególnie wartościowa dla inwestorów na rynku kapitałowym. Dzięki obserwacji struktury własności banków mogą oni podejmować decyzje przynoszące wyższą stopę zwrotu. Rezultaty badań przeprowadzonych w niniejszej rozprawie mogą być również istotne z punktu widzenia giełd papierów wartościowych. Obecność banków kontrolowanych przez właściciela zagranicznego może znacznie poprawić płynność rynku akcji, co w konsekwencji przyciągnie inwestorów oraz zachęci nowe spółki do debiutu na giełdzie.

Bibliografia

1. Abraham, A. (2013). Foreign ownership and bank performance metrics in Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 6(1), 43-50.
2. Adams, R. B., & Mehran, H. (2012). Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies. *Journal of financial Intermediation*, 21(2), 243-267.
3. Ahmed, A. S., & Iwasaki, T. (2021). Foreign ownership, appointment of independent directors, and firm value: Evidence from Japanese firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 43, 100401.
4. Alhalabi, T., Castro, V., & Wood, J. (2023). Bank dividend payout policy and debt seniority: Evidence from US Banks. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 32(5), 285-340.
5. Alharbi, R., Elnahass, M., & McLaren, J. (2022). Women directors and market valuation: What are the “Wonder Woman” attributes in banking?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 80, 101611.
6. Allen, F., Jackowicz, K., & Kowalewski, O. (2013). The effects of foreign and government ownership on bank lending behavior during a crisis in Central and Eastern Europe. Dostęp SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2287081.
7. Allen, F., Jackowicz, K., Kowalewski, O., & Kozłowski, Ł. (2017). Bank lending, crises, and changing ownership structure in Central and Eastern European countries. *Journal of Corporate Finance*, 42, 494-515.
8. Alyousef, H. Y., Saffouri, R. O., & Alqassar, A. F. (2019). Bank-Specific and Macroeconomic Determinants of Bank Profitability: Evidence from Kuwaiti Banks. *International Research Journal of Finance and Economics*, 176, 167-81.
9. Anginer, D., Demirguc-Kunt, A., Huizinga, H., & Ma, K. (2016). Corporate governance and bank capitalization strategies. *Journal of Financial Intermediation*, 26, 1-27.
10. Aroui, H., Hossain, M., & Badrul Muttakin, M. (2014). Effects of board and ownership structure on corporate performance: Evidence from GCC countries. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 4(1), 117-130.
11. Avramidis, P., Cabolis, C., & Serfes, K. (2018). Bank size and market value: The role of direct monitoring and delegation costs. *Journal of Banking and Finance*, 93, 127-138.
12. Azmi, W., Hassan, M. K., Houston, R., & Karim, M. S. (2021). ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101277.
13. Baele, L., De Jonghe, O., & Vander Vennet, R. (2007). Does the stock market value bank diversification?. *Journal of Banking and Finance*, 31(7), 1999-2023.
14. Bank for International Settlements. (2015). Corporate governance principles for banks.
15. Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
16. Belkhir, M. (2009a). Board of directors' size and performance in the banking industry. *International Journal of Managerial Finance*, 5(2), 201-221.
17. Belkhir, M. (2009b). Board structure, ownership structure and firm performance: evidence from banking. *Applied Financial Economics*, 19(19), 1581-1593.
18. Benamraoui, A., Jory, S. R., Mazouz, K., Shah, N., & Gough, O. (2019). The effect of block ownership on future firm value and performance. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50, 100982.
19. Black A., Wright P., Bachman J.E., (1998), *In search of shareholder value*, FT Pitman Publishing, London.
20. Birindelli, G., Iannuzzi, A. P., & Savioli, M. (2019). The impact of women leaders on environmental performance: Evidence on gender diversity in banks. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(6), 1485-1499.
21. Bris, A., Brisley, N., & Cabolis, C. (2008). Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 224-240.
22. Busta, I., Sinani, E., & Thomsen, S. (2014). Ownership concentration and market value of European banks. *Journal of Management and Governance*, 18, 159-183.

23. Capiga, M., Gardoń, W., Szustak, G. (2016). Kreowanie wartości banku. CeDeWu.pl.
24. Caprio, G., & Levine, R. (2002). Corporate governance in finance: Concepts and international observations. *Financial sector governance: The roles of the public and private sectors*, 17-50.
25. Carnevale, C., & Mazzuca, M. (2014). Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets. *Business Ethics: A European Review*, 23(1), 69-90.
26. Chahine, S. (2007). Activity-based diversification, corporate governance, and the market valuation of commercial banks in the Gulf Commercial Council. *Journal of Management and Governance*, 11, 353-382.
27. Claessens, S., & Van Horen, N. (2015). The impact of the global financial crisis on banking globalization. *IMF Economic Review*, 63, 868-918.
28. Cull, R., Peria, M.S.M. (2013). Bank ownership and lending patterns during the 2008–2009 financial crisis: Evidence from Latin America and Eastern Europe. *Journal of Banking and Finance*, 37, 4861-4878.
29. De Haas, R., & Van Lelyveld, I. (2006). Foreign banks and credit stability in Central and Eastern Europe. A panel data analysis. *Journal of Banking and Finance*, 30(7), 1927-1952.
30. De Jonghe, O., & Vander Venet, R. (2008). Competition versus efficiency: What drives franchise values in European banking?. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1820-1835.
31. Degryse, H., Havrylchyk, O., Jurzyk, E., & Kozak, S. (2012). Foreign bank entry, credit allocation and lending rates in emerging markets: Empirical evidence from Poland. *Journal of Banking and Finance*, 36(11), 2949-2959.
32. Douma, S., George, R., & Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, 27(7), 637-657.
33. Drago, D., Mazzuca, M., & Trinca Colonel, R. (2013). Do loans fair value affect market value? Evidence from European banks. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 21(2), 108-120.
34. Elnahass, M., Salama, A., & Trinh, V. Q. (2022). Firm valuations and board compensation: Evidence from alternative banking models. *Global Finance Journal*, 51, 100553.
35. Elsas, R., Hackethal, A., & Holzhäuser, M. (2010). The anatomy of bank diversification. *Journal of Banking and Finance*, 34(6), 1274-1287.
36. Fan, Y., Jiang, Y., Zhang, X., Zhou, Y. (2019). Women on boards and bank earnings management: From zero to hero. *Journal of Banking and Finance* 107, 1-21.
37. Fang, Y., Hasan, I., & Marton, K. (2011). Bank efficiency in South-Eastern Europe. *Economics of Transition*, 19(3), 495-520.
38. Fang, Y., Hasan, I., Marton, K., & Waisman, M. (2014). Bank valuation in new EU member countries. *Economic Systems*, 38(1), 55-72.
39. Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
40. Fiordelisi, F., Molyneux, P. (2006). *Shareholder Value in Banking*. Palgrave Macmillan, London.
41. Ghosh, S. (2018). Capital structure, ownership and crisis: Evidence from Middle East and North African banks. *Accounting Research Journal*, 31(2), 284-300.
42. González-Rodríguez, F. (2008). The relationship between charter value and bank market concentration: the influence of regulations and institutions. *Applied Financial Economics*, 18(2), 153-172.
43. Grougiou, V., Leventis, S., Dedoulis, E., & Owusu-Ansah, S. (2014). Corporate social responsibility and earnings management in US banks. *Accounting Forum*, 38(3), 155-169.
44. Gross, S. (2007). Banks and shareholder value: An overview of bank valuation and empirical evidence on shareholder value for banks. *Deutscher Universitäts-Verlag*.
45. Guerry, N., & Wallmeier, M. (2017). Valuation of diversified banks: New evidence. *Journal of Banking and Finance*, 80, 203-214.
46. Gugler, K., Ivanova, N., & Zechner, J. (2014). Ownership and control in Central and Eastern Europe. *Journal of Corporate Finance*, 26, 145-163.
47. Haq, M., Avkiran, N. K., & Tarazi, A. (2019). Does market discipline impact bank charter value? The case for Australia and Canada. *Accounting and Finance*, 59(1), 253-276.

48. Hasan, I., Jackowicz, K., Kowalewski, O., & Kozłowski, Ł. (2013). Market discipline during crisis: Evidence from bank depositors in transition countries. *Journal of Banking and Finance*, 37(12), 5436-5451.
49. Hasan, I., & Marton, K. (2003). Development and efficiency of the banking sector in a transitional economy: Hungarian experience. *Journal of Banking and Finance*, 27(12), 2249-2271.
50. Havrylchyk, O., & Jurzyk, E. (2011). Inherited or earned? Performance of foreign banks in Central and Eastern Europe. *Journal of Banking and Finance*, 35(5), 1291-1302.
51. He, Z., & Niu, J. (2018). The effect of economic policy uncertainty on bank valuations. *Applied Economics Letters*, 25(5), 345-347.
52. Hoang, L. X., Hoang, P. D., & Dang, D. Q. (2020). Growth of loan distribution and bank valuation: Evidence from Vietnam. *Journal of Distribution Science*, 18(5), 5-13.
53. Huang, R. D., & Shiu, C. Y. (2009). Local effects of foreign ownership in an emerging financial market: Evidence from qualified foreign institutional investors in Taiwan. *Financial Management*, 38(3), 567-602.
54. Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
55. Jerzemowska, M. (2002). *Nadzór Korporacyjny*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. Warszawa.
56. Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a “critical mass?”. *Journal of Business Ethics*, 118, 61-72.
57. Jordan, D. J., Rice, D., Sanchez, J., & Wort, D. H. (2011). Explaining bank market-to-book ratios: Evidence from 2006 to 2009. *Journal of Banking and Finance*, 35(8), 2047-2055.
58. Kinatader, H., Choudhury, T., Zaman, R., Scagnelli, S. D., & Sohel, N. (2021). Does boardroom gender diversity decrease credit risk in the financial sector? Worldwide evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 73, 101347.
59. Klimontowicz, M. (2013). *Aktywa niematerialne jako źródło przewagi konkurencyjnej banku*. CeDeWu.pl. Warszawa.
60. Korzeb, Z. (2010). *Teoria kreowania wartości dla akcjonariuszy w procesach fuzji i przejęć w polskim sektorze bankowym*. Difin. Warszawa.
61. Liang, H. Y., Kuo, L. W., Chan, K. C., & Chen, S. H. (2020). Bank diversification, performance, and corporate governance: evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 27(4), 389-405.
62. Lu, J., Boateng, A. (2018). Board composition, monitoring and credit risk: evidence from the UK banking industry. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51, 1107–1128.
63. Maberley, J., (1998). *Activity-Based Costing in Financial Institutions*, 2 nd ed., Pitman Publishing. London.
64. Marcinkowska, M. (2003). *Wartość banku. Kreowanie wartości i pomiar wyników działalności banku*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego. Łódź.
65. Marcinkowska, M. (2006). *Władztwo korporacyjne w kontekście społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw*, [w:] S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, s. 409-428. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego. Łódź.
66. Marcinkowska, M. (2014). *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego. Łódź.
67. Black, A., Wright, P., Bachman, J.E. (1998). *In search of shareholder value*. FT Pitman Publishing. London.
68. Fiordelisi, F., Molyneux, P. (2006). *Shareholder Value in Banking*. Palgrave Macmillan.
69. Mavrakana, C., & Psillaki, M. (2019). Do board structure and compensation matter for bank stability and bank performance? Evidence from European banks. *MPRA Paper*, 95776.
70. Messai, A.S., Jouini, F. (2013). Micro and Macro Determinants of Non-performing Loans. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(4), 852–860.
71. Minton, B. A., Stulz, R. M., & Taboada, A. G. (2019). Are the largest banks valued more highly?. *The Review of Financial Studies*, 32(12), 4604-4652.

72. Mishra, A. V. (2014). Foreign ownership and firm value: Evidence from Australian firms. *Asia-Pacific Financial Markets*, 21, 67-96.
73. Musiał, M., & Rachuba, J. (2023). Nierówności płci w dostępie do kredytu. *Przegląd Organizacji*, (3), 240-247.
74. Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
75. Narodowy Bank Polski. (2023). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.* Warszawa.
76. Nashier, T., & Gupta, A. (2023). Ownership concentration and firm performance in India. *Global Business Review*, 24(2), 353-370.
77. Ni, Y. (2019). Research on the ownership structure and market value of Chinese listed commercial banks. *American Journal of Industrial and Business Management*, 9(11), 1995-2007.
78. Niu, J. (2016). Loan growth and bank valuations. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 185-191.
79. Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju. (2023). *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris.
80. O'Sullivan, J., Mamun, A., & Hassan, M. K. (2016). The relationship between board characteristics and performance of bank holding companies: Before and during the financial crisis. *Journal of Economics and Finance*, 40, 438-471.
81. Pathan, S., & Faff, R. (2013). Does board structure in banks really affect their performance?. *Journal of Banking and Finance*, 37(5), 1573-1589.
82. Pawłowska, M. (2016). The impact of market structure and the business cycle on bank profitability: the role of foreign ownership. The case of Poland. *National Bank of Poland Working Paper*, 229.
83. Pedersen, T., & Thomsen, S. (2003). Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity. *Journal of Management and Governance*, 7, 27-55.
84. Peni, E., & Vähämaa, S. (2012). Did good corporate governance improve bank performance during the financial crisis?. *Journal of Financial Services Research*, 41, 19-35.
85. Pera, J. (2019). The Effectiveness of Investing in Stock Exchange Markets in Central and Eastern European Countries with Regard to NYSE2-LSE-HKSE2. a Comparative Risk Analysis. *Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe*, 22(2), 121-140.
86. Premti, A., Jafarinejad, M., & Balani, H. (2021). The impact of the Fourth Anti-Money Laundering Directive on the valuation of EU banks. *Research in International Business and Finance*, 57, 101397.
87. Sawada, M. (2013). How does the stock market value bank diversification? Empirical evidence from Japanese banks. *Pacific-Basin Finance Journal*, 25, 40-61.
88. Shabir, M., Jiang, P., Wang, W., & Işık, Ö. (2023). COVID-19 pandemic impact on banking sector: A cross-country analysis. *Journal of Multinational Financial Management*, 67, 100784.
89. Schuster, L. (2000). *Shareholder Value Management in Banks*. Palgrave Macmillan. London.
90. Simoens, M., & Vander Venet, R. (2021). Bank performance in Europe and the US: A divergence in market-to-book ratios. *Finance Research Letters*, 40, 101672.
91. Simoens, M., & Vander Venet, R. (2021). Bank performance in Europe and the US: A divergence in market-to-book ratios. *Finance Research Letters*, 40, 101672.
92. Skąła, D. (2015). Saving on a rainy day? Income smoothing and procyclicality of loan-loss provisions in central European banks. *International Finance*, 18(1), 25-46.
93. Śledzik, K. (2011). *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa banków giełdowych*. FRUG-Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego. Gdańsk.
94. Świdzki, J. (1999). Zarządzanie bankiem przez wartość. *Bank i Kredyt*, (1-2), 35-42.
95. Tirole J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*. 69 (1). 1–35.
96. Torchia, M., Calabrò, A., Huse, M., & Brogi, M. (2010). Critical mass theory and women directors' contribution to board strategic tasks. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 6(3).
97. Tran, Q. T. (2020). Foreign ownership and investment efficiency: new evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1185-1199.

98. Ulrich, D., & Barney, J. B. (1984). Perspectives in organizations: resource dependence, efficiency, and population. *Academy of Management Review*, 9(3), 471-481.
99. Unite, A. A., & Sullivan, M. J. (2003). The effect of foreign entry and ownership structure on the Philippine domestic banking market. *Journal of Banking and Finance*, 27(12), 2323-2345.
100. Velasco, P. (2022). Is bank diversification a linking channel between regulatory capital and bank value?. *The British Accounting Review*, 54(4), 101070.
101. Vo, X. V. (2017). How does the stock market value bank diversification? Evidence from Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 101-104.
102. Vu, P. T. T., Huynh, N., Phan, H., & Hoang, H. (2023). Financial earthquakes and aftershocks: From Brexit to Russia-Ukraine conflict and the stability of European banks. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 88, 101830.
103. Wiley, C., & Monllor-Tormos, M. (2018). Board gender diversity in the STEM&F sectors: the critical mass required to drive firm performance. *Journal of Leadership and Organizational Studies*, 25(3), 290-308.
104. Wooldridge, J.M. (2013). *Introductory Econometrics. A Modern Approach*. USA: Cengage Learning.
105. Yildirim, C., & Efthyvoulou, G. (2018). Bank value and geographic diversification: regional vs global. *Journal of Financial Stability*, 36, 225-245.
106. Zhang, J., & Jiang, H. (2018). Capital regulatory pressure, charter value and bank risk-taking: empirical evidence for China. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26(1), 170-186.
107. Zulkafli, H., & Samad, F. (2007). Corporate governance and performance of banking firms: Evidence from Asian emerging markets. *Issues in Corporate Governance and Finance*, 12, 49-74.