

KATARZYNA KWIATKOWSKA^a

ELEMENTY ŁADU KORPORACYJNEGO A WARTOŚĆ RYNKOWA BANKÓW

ELEMENTS OF CORPORATE GOVERNANCE AND THE MARKET VALUE OF BANKS

Corporate governance plays a significant role in the functioning of publicly listed banks. These institutions are among the largest financial entities, and their potential failure may lead to destabilization of the entire banking sector. Effective corporate governance mechanisms can support the safe operation of banks, thereby contributing to the stability of the financial system. The aim of this article is to review existing empirical studies on the impact of selected corporate governance elements on the market value of banks. A narrative review of the literature was employed. The analysis shows that the effectiveness of statutory bodies (including the separation of CEO and chair roles, independence, size, meeting frequency, and diversity) and ownership structure (insider, institutional, and foreign ownership, as well as ownership concentration) may influence the market value of banks. However, the direction of these relationships is often ambiguous and depends on the institutional context. The review also identifies research gaps, particularly the limited number of studies focusing on banks in Central Europe.

Keywords: corporate governance; listed banks; market value; ownership structure; governing bodies
JEL: G21, G31, G34

Ład korporacyjny odgrywa istotną rolę w funkcjonowaniu banków notowanych na giełdach papierów wartościowych. Banki giełdowe należą do największych instytucji finansowych, a ich upadłość doprowadzić może do destabilizacji całego sektora bankowego. Sprawne mechanizmy ładu korporacyjnego mogą wspierać bezpieczne funkcjonowanie banków, przyczyniając się tym samym do wzmocnienia systemu finansowego. Celem artykułu jest przegląd dotychczasowych badań empirycznych dotyczących wpływu wybranych elementów ładu korporacyjnego na wartość rynkową banków. W pracy zastosowano narracyjny przegląd literatury. Analiza wskazuje, że skuteczność organów statutowych (m.in. rozdział funkcji CEO i przewodniczącego, niezależność, liczebność, częstotliwość posiedzeń, różnorodność) oraz struktura właścicielska (udział insiderów, inwestorów instytucjonalnych i zagranicznych, poziom koncentracji) mogą wpływać na wartość rynkową banków. Kierunek tych zależności jest jednak często niejednoznaczny i zależny od kontekstu instytucjonalnego. Zidentyfikowano także luki badawcze – w szczególności niedostateczną liczbę analiz dotyczących banków z Europy Środkowej.

Słowa kluczowe: ład korporacyjny; banki giełdowe; wartość rynkowa; struktura własności; organy statutowe
JEL: G21, G31, G34

^a University of Szczecin, Poland / Uniwersytet Szczeciński, Polska
katarzyna.kwiatkowska@usz.edu.pl, <https://orcid.org/0000-0002-4459-124X>

I. WPROWADZENIE

Efektywne mechanizmy ładu korporacyjnego (*corporate governance*¹) odgrywają kluczową rolę w funkcjonowaniu instytucji finansowych. Ich niewłaściwe działanie w bankach może prowadzić do destabilizacji całego sektora, co zdarzyło się podczas globalnego kryzysu finansowego (Berger i in., 2016). Szczególne znaczenie banków oraz specyfika ich działalności sprzyjają powstawaniu problemów agencyjnych, które często różnią się od tych obserwowanych w przedsiębiorstwach niefinansowych.

Asymetria informacji stanowi wyzwanie dla wielu spółek, jednak zjawisko to jest szczególnie nasilone w sektorze bankowym (Furfine, 2001). Solidne praktyki ładu korporacyjnego przyczyniają się do ochrony interesów wszystkich interesariuszy oraz minimalizacji ryzyka nadużyć (Stępień, 2015). Odpowiednio zaprojektowany system nadzoru umożliwia również identyfikację, monitorowanie oraz zarządzanie ryzykiem, które jest nieodłącznym elementem działalności bankowej (Marcinkowska, 2014).

Badania dotyczące ładu korporacyjnego w bankowości stanowią istotny nurt w literaturze. Najczęściej analizowane elementy obejmują strukturę organów statutowych oraz strukturę własności, szczególnie w odniesieniu do dochodowości (Bian i Deng, 2017; Chen i Liao, 2011; Pathan i Faff, 2013; Westman, 2011) oraz ryzyka kredytowego (Andries i in., 2020; Bian i Deng, 2017; Hasan i in., 2023; Mollaha i Liljeblom, 2016). W kontekście ładu korporacyjnego instytucji finansowych szczególną uwagę należy zwrócić na banki notowane na giełdach, których funkcjonowanie oceniane jest na podstawie nie tylko miar księgowych, lecz także na podstawie wartości rynkowej.

W przypadku banków będących spółkami publicznymi skuteczne mechanizmy ładu korporacyjnego mogą istotnie wpływać na ich reputację oraz zdolność do przyciągania inwestorów. Banki giełdowe często należą do największych instytucji kredytowych, a ich potencjalna upadłość mogłaby zagrozić stabilności całego sektora. Odpowiednio wprowadzone procesy ładu korporacyjnego mogą zredukować ryzyko występowania problemów agencyjnych, nadmiernego podejmowania ryzyka czy konfliktu interesów.

W badaniach empirycznych analizowana jest rola ładu korporacyjnego w kształtowaniu się wartości rynkowej banków, jednak obszar ten nadal pozostaje stosunkowo słabo zbadany. W związku z tym podjęto decyzję o przeprowadzeniu przeglądu prac empirycznych dotyczących tej problematyki. Tak określone studium literaturowe może przyczynić się do zrozumienia relacji między wybranymi elementami ładu korporacyjnego a wartością rynkową banków. Dodatkowo może ono pomóc w identyfikacji luk badawczych oraz wskazać obszary wymagające dalszych analiz.

¹ W polskim piśmiennictwie termin ten nie doczekał się jednoznacznego tłumaczenia, co czyni jego przekład przedmiotem trwającej dyskusji wśród badaczy (Jerzemowska, 2002; Marcinkowska, 2006; Mesjasz, 1998).

Zastosowany przegląd literatury można określić mianem narracyjnego, który charakteryzuje się brakiem określonego rygoru metodologicznego. Proces wyboru artykułów rozpoczął się od identyfikacji prac zawierających takie frazy, jak „corporate governance” oraz „market value” w bazach: Science Direct, Emerald Insight czy Google Scholar. Wykorzystano artykuły naukowe opublikowane po roku 2000, ale uwzględniono również istotne pozycje sprzed tego okresu. W zidentyfikowanych artykułach analizowano także bibliografie – jeżeli cytowane w nich źródła odnosiły się do tematyki ładu korporacyjnego i wartości rynkowej banków, to zostały dodatkowo przeanalizowane i w razie zgodności z tematyką, włączone do przeglądu literatury. Należy oczywiście wziąć pod uwagę, że obrana metoda jest obciążona 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 ładu korporacyjnego oraz wartości rynkowej banków (Musiał i Rachuba, 2023).

II. ORGANY STATUTOWE A WARTOŚĆ RYNKOWA BANKÓW

Punktem wyjścia wielu analiz dotyczących wartości rynkowej banków jest teoria zasobowa (Barney, 1991), zgodnie z którą kluczową rolę w budowaniu przewagi konkurencyjnej odgrywa dostęp do unikatowych zasobów i ich efektywne wykorzystanie. Jednym z najistotniejszych zasobów każdej spółki jest kapitał ludzki, który obejmuje kompetencje i doświadczenie członków organów statutowych. Studium literatury wskazuje, że w kontekście wartości rynkowej banków szczególną uwagę poświęca się strukturze i zróżnicowaniu organów, takich jak zarządy, rady nadzorcze oraz rady dyrektorów. Dla ułatwienia identyfikacji kluczowych elementów związanych z organami statutowymi banków, ich klasyfikację przedstawiono w tabeli 1.

W omawianych badaniach wartość rynkowa banków najczęściej określana jest na podstawie: wskaźnika Q Tobina² (Adams i Mehran, 2012; Alharbi i in., 2022; Anginer i in., 2016; Belkhir, 2009a, 2009b; De Andres i Vallelado, 2008; Elnahass i in., 2020; García-Meca, i in., 2015; Gulamhussen i Santa, 2015; Mavrakana i Psillaki, 2019; Liang i in., 2020; O’Sullivan i in., 2016; Pathan i Faff, 2013; Peni i Vähämaa, 2012; Staikouras i in., 2007; Zagorchev i Gao, 2015), wskaźnika MTB³ (Fernandes i in., 2017) oraz różnicy między ceną zakupu a ceną sprzedaży akcji po długim okresie ich posiadania (*buy and hold return*; Aebi i in., 2012).

² Wskaźnik Q Tobina równy jest stosunkowi wartości rynkowej aktywów do kosztu odtworzenia tych aktywów (Tobin, 1969).

³ Wskaźnik cena/wartość księgowa (*market to book ratio* [MTB]) równy jest stosunkowi wartości rynkowej kapitału własnego do jego wartości księgowej (Fernandes i in., 2017).

Tabela 1

Elementy organów statutowych badane w kontekście wartości rynkowej banków

Obszar analizy	Elementy
Struktura instytucjonalna	– system nadzoru jednopoziomowy/dwupoziomowy
Struktura organów statutowych	– liczebność organów statutowych – liczba niezależnych członków organów statutowych – rozdział funkcji przewodniczącego i CEO
Struktura organizacyjna nadzoru wewnętrznego	– istnienie komitetów (np. audytu, wynagrodzeń, ryzyka)
Zaangażowanie i aktywność członków	– liczba posiedzeń zarządu/rady dyrektorów – aktywność w innych spółkach (tzw. board business) – średnia długość kadencji organów statutowych – długość kadencji CEO
Różnorodność	– płeć członków organów statutowych – wiek członków organów statutowych – kraj pochodzenia członków organów statutowych
Mechanizmy bodźcowe	– polityka wynagrodzeń
Ujęcia syntetyczne	– indeksy ładu korporacyjnego

Źródło: opracowanie własne.

W badaniach nad ładem korporacyjnym uwzględnia się zróżnicowanie systemów nadzoru, które mogą przybierać formę jedno- lub dwustopniową. Nieliczne analizy koncentrują się na ocenie wpływu rodzaju systemu nadzoru na wartość rynkową banków. Ich wyniki wskazują, że banki działające w systemie jednopoziomowym nie różnią się pod tym względem od tych funkcjonujących w systemie dwupoziomowym (Adams i Mehran, 2012; Mavrakana i Psillaki, 2019). Więcej analiz dotyczy natomiast rozdzielenia funkcji przewodniczącego rady dyrektorów od funkcji dyrektora naczelnego (CEO). Oddzielenie tych stanowisk wzmacnia pozycję rady dyrektorów, ponieważ eliminuje sytuację, w której jedna osoba jednocześnie podejmuje decyzje i ocenia ich skuteczność (García-Meca i in., 2015).

Niektóre badania wskazują, że połączenie funkcji przewodniczącego i dyrektora naczelnego (CEO) prowadzi do spadku wartości rynkowej banków (Fernandes i in., 2017; García-Meca i in., 2015). Z kolei inne analizy sugerują, że oddzielenie tych funkcji przynosi korzyści jedynie w specyficznych przypadkach – na przykład w holdingach oszczędnościowo-kredytowych (Belkhir, 2009a). Większość badań jednak nie potwierdza istnienia jednoznacznego związku między podziałem funkcji przewodniczącego i dyrektora naczelnego (CEO) a wartością rynkową banków (Aebi i in., 2012; Alharbi i in., 2022; Belkhir, 2009b; O'Sullivan i in., 2016; Pathan i Faff, 2013).

Kolejnym aspektem nadzoru, analizowanym jako czynnik wpływający na wartość rynkową, jest obecność niezależnych członków w organach statutowych. W systemie dwustopniowym ich funkcja przypisywana jest członkom rad nadzorczych. Pathan i Faff (2013), analizując banki holdingowe w Stanach

Zjednoczonych, wykazują, że liczba niezależnych członków obniża wartość rynkową holdingów bankowych. Autorzy tłumaczą to efektami regulacyjnymi wynikającymi z amerykańskiej ustawy Sarbanesa-Oxleya (SOX). Przepisy te zobowiązały spółki do zwiększenia udziału niezależnych dyrektorów, jednak ich kompetencje nie zawsze przekładają się na wzrost wartości rynkowej banków. Podobne wyniki uzyskują Alharbi i in. (2022), Elnahass i in. (2020) oraz Fernandes i in. (2017).

W literaturze znaleźć można także analizy wskazujące na pozytywny wpływ wzrostu liczebności niezależnych członków rad dyrektorów. García-Meca i in. (2015) potwierdzają dodatnią zależność, chociaż zauważają, że traci ona na znaczeniu w bankach, gdzie funkcje CEO i przewodniczącego rady pełni ta sama osoba.

Inne badania wykazują, że kierunek tej relacji może różnić się w zależności od regionu. W Europie Południowej odnotowano ujemny związek, natomiast w Europie Północnej oraz Środkowej była ona dodatnia (Mavrakana i Psillaki, 2019). Wyniki innych prac wskazują natomiast na brak istotnego wpływu liczebności niezależnych członków na wartość rynkową banków (Aebi i in., 2012; Adams i Mehran, 2012; Belkhir, 2009; O'Sullivan, 2016; Staikouras i in., 2007; Zagorchev i Gao, 2015).

Efektywność funkcjonowania rad dyrektorów, zarządów oraz rad nadzorczych może być wspierana przez wyspecjalizowane komitety, których działalność okazuje się istotna dla wartości rynkowej. Niektóre analizy potwierdzają, że obecność komitetów ds. audytu, wynagrodzeń i nominacji wpływa pozytywnie na wartość holdingów bankowych (Zagorchev i Gao, 2015). Z kolei inne badania sugerują, że ich nadmierna liczba może działać odwrotnie (Adams i Mehran, 2012; García-Meca i in., 2015).

Niektóre analizy koncentrują się na wybranych komitetach. Aebi i in. (2012) badają wpływ komitetu ds. ryzyka, odpowiedzialnego za monitorowanie i zarządzanie ryzykiem w banku. Wyniki wskazują, że istnienie komitetu nie wpływa istotnie na wartość rynkową banków. Natomiast banki, w których przewodniczący komitetu ds. ryzyka podlega bezpośrednio radzie dyrektorów, a nie dyrektorowi generalnemu, charakteryzują się wyższą wartością rynkową.

Kolejny obszar dotyczy zaangażowania członków rad dyrektorów. Jednym ze wskaźników aktywności tych organów jest liczba posiedzeń w ciągu roku. De Andres i Vallelado (2008) oraz García-Meca i in. (2015) wykazują, że większa częstotliwość spotkań pozytywnie wpływa na wartość rynkową, ponieważ może świadczyć o większym zaangażowaniu i dążeniu do podejmowania efektywnych inicjatyw.

Odmienne wnioski formułują Fernandes i in. (2017), którzy sugerują, że wzrost liczby posiedzeń może wskazywać na trudności operacyjne, co negatywnie wpływa na wartość rynkową. Z kolei Adams i Mehran (2012) oraz Aebi i in. (2012) nie znajdują istotnego związku między liczbą zebrań a wartością rynkową banków. Aebi i in. (2012) dodatkowo analizują frekwencję członków rady na posiedzeniach, dowodząc, że nieobecność na ponad 25% spotkań nie wpływa istotnie na wartość rynkową banków.

Aktywność organów statutowych analizowana jest również przez pryzmat tzw. *board busyness*, czyli pełnienia przez członków funkcji dyrektorskich w wielu podmiotach jednocześnie. W części badań wykazano, że wysoka aktywność tego typu jest pozytywnie powiązana z wartością rynkową, ponieważ może oznaczać dostęp do szerszej sieci kontaktów oraz dodatkowego doświadczenia (Elnahass i in., 2020; Fernandes i in., 2017). Inne badania wskazują, że pełnienie funkcji w innych bankach nie ma istotnego wpływu na wartość rynkową (Aebi i in., 2012).

Liczba członków rady dyrektorów lub zarządu również stanowi przedmiot badań w nawiązaniu do wartości rynkowej banków. Część autorów dowodzi, że wzrost liczby członków wiąże się z obniżeniem wartości – większe zespoły są mniej efektywne (Alharbi i in., 2022; Gulamhussen i Santa, 2015; Staikouras i in., 2007). Efekt ten jest silniejszy w okresach kryzysowych (O’Sullivan i in., 2016; Pathan i Faff, 2013) oraz gdy wzrost liczebności rady następuje w drodze fuzji lub przejęcia (Adams i Mehran, 2012).

Jednocześnie zidentyfikować można badania dowodzące istnienia dodatniej relacji między liczbą członków organów statutowych a wartością rynkową. García-Meca i in. (2015) wykazują, że dodatni wpływ widoczny jest w bankach działających w systemie jednopoziomowym oraz tam, gdzie funkcje CEO oraz przewodniczącego rady dyrektorów są rozdzielone. Aebi (2012) zauważa pozytywną relację podczas globalnego kryzysu finansowego, natomiast O’Sullivan i in. (2016) w okresie kilku lat przed kryzysem. Podobne wnioski prezentują Belkhir (2009a) w odniesieniu do holdingów oszczędnościowo-kredytowych oraz Adams i Mehran (2012), którzy sugerują, że optymalna liczebność zarządu mieści się w przedziale 21–36 członków. Niektórzy autorzy postulują istnienie nieliniowej relacji w kształcie odwróconej litery *U* – do pewnego momentu większa liczba członków pozytywnie wpływa na wartość, po czym efekt ten zanika lub się odwraca (De Andres i Vallelado, 2008; Fernandes i in., 2017).

Różnorodność płciowa w organach statutowych banków to kolejny czynnik, który może wpływać na wartość rynkową. Indywidualne cechy wynikające z płci mogą wpływać na strategie zarządzania oraz wyniki finansowe spółek (Byrka-Kita i in., 2018). Rosnąca liczba kobiet na stanowiskach kierowniczych i dyrektorskich banków przyczyniła się do wzrostu zainteresowania tą tematyką (Skała i Weil, 2018).

Część badań wskazuje na pozytywny wpływ udziału kobiet w organach na wartość rynkową banków (Alharbi i in., 2022; Gulamhussen i Santa, 2015; Mavrakana i Psillaki, 2019), przy czym efekt ten jest słabszy w okresach kryzysowych (Pathan i Faff, 2013). Dodatnia relacja może być słabsza w krajach o wysokim indeksie otwartości na różnorodność według Geerta Hofstede (Alharbi i in., 2022) oraz w bankach z jednostopniowym systemem nadzoru (García-Meca i in., 2015). Szczególnie korzystny wpływ obserwuje się, gdy kobiety pełnią funkcje niezależnych członków rady oraz posiadają doświadczenie zawodowe w zakresie finansów i rachunkowości (Alharbi i in., 2022).

W nielicznych przypadkach wzrost udziału kobiet wiązany jest z obniżeniem wartości rynkowej banków (Fernandes i in., 2017). Dotyczy to m.in. sy-

tuacji, w których kobiety są cudzoziemkami lub mają wykształcenie wyższe – taką zależność wykazują Alharbi i in. (2022).

W analizach wpływu różnorodności na wartość rynkową uwzględnia się nie tylko płeć, lecz także kraj pochodzenia członków organów statutowych. Wiedza, umiejętności, doświadczenie oraz kontakty zdobywane na rynkach zagranicznych mogą sprzyjać wzrostowi wartości rynkowej banków krajowych, co znajduje potwierdzenie w badaniach Fernandes i in. (2017). Jednocześnie, jak wskazują García-Meca i in. (2015), odmienności wynikające z kraju pochodzenia – w szczególności różnice kulturowe oraz światopoglądowe – mogą generować napięcia i konflikty interesów wewnątrz organów statutowych, co negatywnie przekłada się na wartość rynkową banku.

Wiek członków organów statutowych stanowi kolejną cechę indywidualną uwzględnianą w badaniach nad determinantami wartości rynkowej banków. Zakłada się, że może on wpływać na jakość oraz charakter podejmowanych decyzji strategicznych, które w konsekwencji przekładają się na zmiany wartości rynkowej. Dotychczasowe wyniki badań w tym zakresie pozostają niejednoznaczne. Z jednej strony wskazuje się na negatywny związek między wiekiem członków zarządu a wartością rynkową, co tłumaczone jest większym oporem wobec innowacyjnych rozwiązań, spadkiem motywacji oraz ograniczoną zdolnością do skutecznego nadzoru nad kadrą menedżerską (Mavrakana i Psillaki, 2019). Wyższa średnia wieku może świadczyć również o nieefektywności systemu oceny pracowników oraz braku rotacji personalnej (Aebi i in., 2012).

Z drugiej strony wiek może być źródłem przewagi – starsi dyrektorzy dysponują często szerszą wiedzą, bogatszym doświadczeniem i wyższymi kompetencjami, co może pozytywnie wpłynąć na wartość rynkową banku (Fernandes i in., 2017). W literaturze pojawiają się także wyniki wskazujące na brak istotnego statystycznie związku pomiędzy średnią wieku członków organów statutowych a wartością rynkową banku (Pathan i Faff, 2013).

Doświadczenie zawodowe oraz poziom zaangażowania w działalność banku łączone są również z długością trwania kadencji – zarówno w odniesieniu do średniej długości kadencji wszystkich członków zarządu (Mavrakana i Psillaki, 2019; Pathan i Faff, 2013), jak i w kontekście kadencji prezesa (Belkhir, 2009a; O’Sullivan, 2016; Pathan i Faff, 2013). Wyniki badań empirycznych w tym zakresie nie są konkluzywne. Część analiz wskazuje na dodatnią relację między średnią długością kadencji zarządu a wartością rynkową, ponieważ dłuższy staż ma sprzyjać akumulacji wiedzy, doświadczenia i kompetencji (Pathan i Faff, 2013). Inni autorzy natomiast twierdzą, że nadmiernie wydłużona kadencja może prowadzić do powstawania zachowań oportunistycznych, co w konsekwencji przyczynia się do redukcji wartości rynkowej (Mavrakana i Psillaki, 2019). Istnienie ujemnej relacji potwierdzono również w analizach skoncentrowanych wyłącznie na długości kadencji prezesów zarządów (Belkhir, 2009a; Pathan i Faff, 2015).

Literatura z zakresu bankowości podejmuje również zagadnienie wpływu polityki wynagrodzeń na kształtowanie wartości rynkowej banków. Przyjmuje się, że sukces spółki w dużym stopniu zależy od poziomu zaangażowania członków zarządu, a jednym z kluczowych instrumentów motywacyjnych jest

system wynagrodzeń (Curi i Murgia, 2018). Zgodnie z tym podejściem Mavrikana i Psilliaki (2019), analizując sumę wynagrodzeń i premii przypadających na jednego członka zarządu, wykazują pozytywny wpływ wysokości świadczeń na wartość rynkową banku. Podobne wnioski przedstawiają Anginer i in. (2016), wskazując, że dodatkowe wynagrodzenie prezesów w formie opcji na akcje sprzyja wzrostowi wartości rynkowej. Również stosowanie gratyfikacji za uczestnictwo w posiedzeniach zarządu może działać stymulująco na wartość rynkową (Adams i Mehran, 2012). Inną formą wynagradzania pracowników są akcje zastrzeżone, które polegają na przyznawaniu członkom zarządu akcji zdeponowanych na zamkniętym rachunku, do którego beneficjenci uzyskują dostęp po zakończeniu zatrudnienia. Adams i Mehran (2012) wykazują, że amerykańskie banki wdrażające plan akcji zastrzeżonych osiągają wyższe wartości rynkowe w porównaniu z bankami stosującymi wyłącznie klasyczne formy wypłaty wynagrodzeń.

Niektórzy autorzy twierdzą, że analiza elementów ładu korporacyjnego osobno, przyjmując warunek *ceteris paribus*, jest skomplikowana i niepraktyczna (Liang i in., 2020). Wobec tego komponenty ładu korporacyjnego konsolidowane są w jeden wskaźnik, który pozwala na kompleksową ocenę skuteczności jego mechanizmów (Liang i in., 2020; Peni i Vähämaa, 2012; Zagorchev i Gao, 2015).

Peni i Vähämaa (2012) wykorzystują rozbudowany wskaźnik obejmujący 51 różnych atrybutów ładu korporacyjnego. Wyższe wartości wskaźnika interpretowane są jako oznaka silniejszych i bardziej efektywnych mechanizmów ładu korporacyjnego. Autorzy, koncentrując się na okresie globalnego kryzysu, dochodzą do wniosku, że wysoka jakość nie przekłada się na wzrost wartości rynkowej banku podczas krachu na rynku.

Z kolei Liang i in. (2020) konstruuja indeks, który uwzględnia liczebność rady dyrektorów, stopień niezależności jej członków, liczbę spotkań komitetu audytu w ciągu roku oraz rozdzielenie funkcji przewodniczącego rady oraz CEO. Wyższe wartości indeksu mają świadczyć o lepszej jakości ładu korporacyjnego instytucji. Autorzy nie stwierdzają istotnego związku między jakością mechanizmów nadzoru mierzonych tym wskaźnikiem a wartością rynkową.

Inne wnioski prezentują Zagorchev i Gao (2015), którzy posługują się wskaźnikiem RiskMetrics obejmujących 41 elementów ładu korporacyjnego. Ich badania potwierdzają istnienie dodatniej zależności między jakością praktyk ładu korporacyjnego a wartością rynkową banków.

III. STRUKTURA AKCJONARIATU A WARTOŚĆ RYNKOWA BANKÓW

Po rozważaniach dotyczących wpływu organów statutowych na wartość rynkową banków należy omówić kolejny istotny obszar analizowanego ładu korporacyjnego – strukturę własności. W literaturze empirycznej struktura akcjonariatu traktowana jest jako ważny czynnik determinujący rynkową wy-

cenę banków, obok cech zarządczych i nadzorczych. W pracach tych do określenia wartości rynkowej stosuje się wskaźnik *Q* Tobina (np. Abraham, 2013; Anginer i in., 2016; Belkhir, 2009a; Caprio i in., 2007), wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej (MTB; np. Arouri i in., 2014; Ghosh, 2018), rynkowe stopy zwrotu (Haw i in., 2010) oraz długookresową rentowność inwestycji typu *buy and hold* (Erkens i in., 2012). Elementy struktury własności, które badane są jako potencjalne determinanty wartości rynkowej banków, zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2

Elementy struktury własności badane w kontekście wartości rynkowej banków

Obszar	Elementy
Rodzaj akcjonariusza	– członkowie organów statutowych – państwo – rodziny – inwestorzy instytucjonalni – akcjonariusze zagraniczni
Poziom koncentracji	– udział > 5%, > 10%, > 25% – suma udziałów 5 największych akcjonariuszy
Rodzaj praw własności	– prawa do głosu – prawa do przepływów pieniężnych
Czynniki kontekstowe	– system prawny kraju – ochrona praw akcjonariuszy – długość utrzymywania udziałów

Źródło: opracowanie własne.

Akcje banków mogą być własnością różnych grup interesariuszy, z których istotną kategorię stanowią członkowie organów statutowych (*insider ownership*). Ich przewagą jest dostęp do poufnych danych dotyczących funkcjonowania spółki. Wiedza ta po przekazaniu do wiadomości publicznej może istotnie wpłynąć na cenę akcji, a tym samym wartość rynkową spółki. Związek między udziałem członków organów statutowych w strukturze własności a wartością rynkową banków nie jest jednoznaczny. Wyniki niektórych analiz wskazują na pozytywny wpływ udziału członków zarządu na wartość rynkową banków (Belkhir, 2009a; Onali i in., 2016). Inne analizy sugerują, że efekt ten warunkowany jest wielkością udziałów – pozytywny wpływ ujawnia się dopiero przy odpowiednio wysokim poziomie koncentracji własności w rękach osób zarządzających (Moudud-Ul-Huq i in., 2020). Z kolei Griffith i in. (2002) wskazują na redukcję wartości rynkowej, gdy znaczna część kapitału zakładowego jest własnością prezesów. Jednocześnie istnieją badania, w których nie potwierdzono statystycznie istotnej zależności między udziałem członków organów statutowych w strukturze własności a wartością rynkową banków (Basuony i in., 2014; Belkhir, 2009b; Carillo i Bathala, 2010; Elyasiani i Jia, 2008; Zagorchev i Gao, 2015).

Kolejnym rodzajem akcjonariusza, który pojawia się w strukturach własności banków jest państwo. W przeciwieństwie do licznych analiz dotyczących spółek niefinansowych (Boubakri i in., 2018; Hess i in., 2010; Gunasekara-ge i in., 2007; Sun i Tong, 2003; Tian i Estrin, 2008; Yu, 2013), literatura uwzględniająca związki między własnością państwową a wartością rynkową banków pozostaje stosunkowo ograniczona.

Banki państwowe mogą skupiać się na realizacji celów politycznych, a nie biznesowych oraz mogą być wykorzystywane do finansowania niskodochodowych, politycznie pożądanых inwestycji (Demirgüç-Kunt i Detragiache, 2002; Lassoued i in., 2016). Banki te mogą wykazywać większą skłonność do podejmowania ryzyka, wynikającą z domniemania istnienia gwarancji państwowych i dostępności wsparcia w sytuacjach kryzysowych z szerokiego zaplecza pomocowego ze strony państwa (Demirgüç-Kunt i Detragiache, 2002). Wskazane czynniki mogą doprowadzić do spadku wartości banków z udziałem Skarbu Państwa, co wykazują Zulkafli i Samad (2007) oraz Chahine (2007). Istnieją również prace wskazujące, że państwo jako udziałowiec nie wpływa na zmiany wartości rynkowej banków (Arouri i in., 2014; Caprio i in., 2007; Ghosh, 2018; Onali i in., 2016).

Kolejną kategorią akcjonariuszy są rodziny. Arouri i in. (2014) wykazują, że banki kontrolowane przez rodziny charakteryzują się wyższą wartością rynkową niż banki z odmienną strukturą własności. Taki wynik może być związany z wysokim stopniem zaangażowania właścicieli rodzinnych, których majątek osobisty jest bezpośrednio związany z kondycją finansową banku. Powiązanie to stanowi silny bodziec do działań ukierunkowanych na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Odmienne wnioski przedstawia Chahine (2007), który nie stwierdza istotnych różnic w poziomie wartości rynkowej pomiędzy bankami kontrolowanymi przez rodziny a innymi rodzajami banków.

Zależności pomiędzy udziałem akcjonariuszy instytucjonalnych a wartością rynkową banków stanowią kolejny istotny nurt badań. Część autorów wskazuje na pozytywny wpływ obecności inwestorów instytucjonalnych na wartość rynkową banków, co tłumaczone jest ich doświadczeniem, dostępem do zasobów finansowych oraz zdolnością do efektywnego nadzoru właścicielskiego (Arouri i in., 2014). Ghosh (2018) potwierdza istnienie dodatniej relacji w przypadku banków, których inwestorzy instytucjonalni funkcjonują na rynku przez okres przekraczający 12 lat, co może świadczyć o znaczeniu stabilności.

Stabilność inwestora instytucjonalnego jako czynnik warunkujący wzrost wartości rynkowej banku podkreślają również Elyasiani i Jia (2008). W ich ujęciu za stabilnych uznaje się akcjonariuszy utrzymujących niezmienny poziom udziałów przez dłuższy czas, co pozwala im lepiej poznać specyfikę funkcjonowania banku i skuteczniej sprawować nadzór właścicielski. Długoterminowe zaangażowanie akcjonariuszy instytucjonalnych sprzyja zatem wzrostowi wartości rynkowej poprzez intensyfikację mechanizmów monitorujących.

W literaturze znajdują się również dowody empiryczne wskazujące na negatywny wpływ inwestorów instytucjonalnych na wartość rynkową banków, zwłaszcza w okresach kryzysowych. Erkens i in. (2012) dowodzą, że w trak-

cie globalnego kryzysu finansowego obecność akcjonariuszy instytucjonalnych jest związana z niższą wartością rynkową banków. Istnieją także prace dowodzące, że w przypadku, gdy właścicielem instytucjonalnym jest przedsiębiorstwo niefinansowe, wartość rynkowa banków nie ulega zmianom (Carrillo i Bathala, 2010).

Kolejnym obszarem badań nad zależnościami między strukturą właścicielską a wartością rynkową banków jest pochodzenie akcjonariusza, ze szczególnym uwzględnieniem zagranicznej formy własności. Akcjonariusz zagraniczny definiowany jest jako podmiot posiadający udziały w kapitale zakładowym banku, którego kraj pochodzenia różni się od kraju siedziby spółki. Choć zagadnienie to częściej analizowane jest w kontekście przedsiębiorstw niefinansowych, w literaturze coraz częściej podejmowane są próby jego zastosowania do sektora bankowego.

Część literatury wskazuje na pozytywną zależność pomiędzy obecnością akcjonariusza zagranicznego a wartością rynkową spółek (Ahmed i Iwasaki, 2021; Bris i in., 2008; Huang i Shiu, 2009; Tran, 2020). Pozytywny wpływ uzasadniany jest korzyściami wynikającymi z zasobów, jakie inwestorzy zagraniczni wnoszą do spółki. Do zasobów tych zaliczają specjalistyczną wiedzę zdobytą na bardziej rozwiniętych rynkach oraz zdolność do efektywnego monitorowania pracy organów statutowych (Aggarwal i in., 2011; Gillan i Starks, 2003). Dodatni związek między obecnością właściciela zagranicznego a wartością rynkową jest szczególnie widoczny w krajach o słabej ochronie praw akcjonariuszy mniejszościowych (Baba, 2009; Desender i in., 2016). W niektórych badaniach dokonano rozróżnienia w zależności od typu zagranicznego właściciela. Wykazano, że dodatni wpływ na wartość rynkową występuje w przypadku zagranicznych instytucji finansowych (Douma i in., 2006) lub przedsiębiorstw niefinansowych (Douma i in., 2006; Ferreira i Matos, 2008; Mishra, 2014).

Chociaż udział kapitału zagranicznego może stanowić istotny czynnik determinujący funkcjonowanie banków, liczba analiz bezpośrednio odnoszących się do wartości rynkowej tych instytucji pozostaje ograniczona. Część z tych analiz wskazuje na istnienie dodatniej relacji między właścicielem zagranicznym a wartością rynkową banków (Abraham, 2013; Chahine, 2007; Fang i in., 2014). Fang i in. (2014) wykazują wzrost wartości rynkowej w przypadku banków, w których udział akcjonariuszy zagranicznych przekracza 50%. Abraham (2013) identyfikuje pozytywny wpływ, gdy minimalny udział właściciela wynosi 5%. Chahine (2007) skupia się natomiast na procentowym udziale akcjonariusza zagranicznego i wykazuje, że większy udział tego rodzaju podmiotu w strukturze własności powiązany jest ze wzrostem wartości rynkowej banku.

Jednocześnie możliwe jest, że działania właściciela zagranicznego skutkują obniżeniem wartości rynkowej spółek. Zależność ta może być spowodowana różnicami kulturowymi i językowymi, trudnością w dostępie do informacji bądź koniecznością dostosowania się do zróżnicowanych wymogów regulacyjnych (Berger i in., 2000). Ferris i Park (2005) dowodzą, że negatywna relacja występuje w przypadku przekroczenia przez inwestora zagranicznego progu 40% udziałów. W odniesieniu do banków Zulkafli i Samad (2007) stwierdzają

spadek wartości rynkowej w sytuacji, gdy zagraniczny właściciel posiada ponad 5% udziałów.

Wiele badań dotyczących struktury własności nie uwzględnia rodzaju akcjonariusza i skupia się wyłącznie na poziomie koncentracji. Zjawisko to zostało uznane za istotny element ładu korporacyjnego już w latach osiemdziesiątych XX w. Shleifer i Vishny (1997) wykazali, że znaczny udział w spółce umożliwia właścicielowi monitorowanie procesów zarządzania i podejmowanie decyzji sprzyjających wzrostowi jej wartości. Od tego czasu temat ten coraz częściej pojawia się w literaturze, choć wyniki badań empirycznych pozostają niejednoznaczne.

Część autorów sugeruje, że rozbieżności wynikają z różnic w systemach prawnych krajów pochodzenia spółek. Przykładowo, Thomsen i in. (2006) stwierdzają, że obecność akcjonariusza większościowego obniża wartość rynkową spółek niefinansowych w Europie kontynentalnej, natomiast w Wielkiej Brytanii i USA zależność ta jest statystycznie nieistotna. Podobne różnice geograficzne widoczne są również w badaniach nad sektorem bankowym.

Busta i in. (2014) analizują system prawny kraju, z którego pochodzą banki (anglosaski, niemiecki, skandynawski). W krajach skandynawskich (Dania, Finlandia, Norwegia i Szwecja) zaobserwować można dodatni związek między wzrostem koncentracji własności a wartością rynkową. Zależność ta może wynikać z wysokiego poziomu ochrony praw akcjonariuszy, co jest domeną krajów skandynawskich. W pozostałych państwach zależność ta nie jest istotna statystycznie.

Większość badań nie różnicuje jednak wyników w zależności od regionu geograficznego. Jedna z grup publikacji wskazuje, że wzrost udziału akcjonariusza w kapitale spółki niefinansowej sprzyja wyższej wartości rynkowej. Efekt ten może wynikać ze złagodzenia problemów agencji dzięki większemu wpływowi akcjonariusza na organy statutowe (Unite i Sullivan, 2003; Shleifer i Vishny, 1997). Taką zależność w spółkach niefinansowych wykazują Pedersen i Thomsen (2003) oraz Nashier i Gupta (2023), którzy analizują procentowy udział największego akcjonariusza w strukturze własności. Wzrost wartości rynkowej zaobserwować można również wtedy, gdy spółka jest kontrolowana przez właściciela z udziałem powyżej 5% (Benamraoui i in., 2019) lub 10% (Gugler i in., 2014).

Dodatni związek widoczny jest również w nielicznych analizach banków. Właściciel z istotnym udziałem w strukturze własności ma możliwość skutecznego monitorowania praktyk kredytowych oraz efektywnego zarządzania ryzykiem, co w konsekwencji prowadzić może do wzrostu wartości rynkowej (Unite i Sullivan, 2003). Dodatknią zależność wykazuje Ni (2019) uwzględniając największego akcjonariusza, którego udział jest niższy niż suma udziałów pozostałych właścicieli. Wzrost wartości banku sugerowany jest również przez Anginera i in. (2016), którzy skupiają się na właścicielu posiadającym więcej niż 10% udziałów.

Z kolei inna część literatury wskazuje, że nadmierna koncentracja własności może działać niekorzystnie. Wynika to z asymetrii informacyjnej między właścicielami większościowymi a mniejszościowymi oraz ryzyka ich wyłączenia (Shleifer i Vishny, 1997). Trudność w identyfikacji takich dzia-

łań sprawia, że rzadko odzwierciedlane są one w cenach rynkowych (Nashier i Gupta, 2023). Ujemną relację odnotowują Cronqvist i Nilsson (2003), którzy analizują przypadki właścicieli z udziałem przekraczającym 25%. W sektorze bankowym podobne wnioski dotyczą właścicieli posiadających co najmniej 5% udziałów (Busta i in., 2014; Zulkafli i Samad, 2007).

Część analiz nie potwierdza żadnej zależności między koncentracją własności a wartością rynkową. Dotyczy to zarówno spółek niefinansowych (Coles i in. 2001; Demsetz i Villalonga, 2001; Maury, 2006; Minguez-Vera i Martin-Ugedo, 2007), jak i banków (Basuony i in., 2014; Carrillo i Bathala, 2010; Belkhir, 2009b; Erkens i in., 2012). Maury (2006) porównuje dwa scenariusze: dominację jednego właściciela posiadającego powyżej 10% oraz obecność kilku właścicieli, z których każdy przekracza ten próg. W obu przypadkach brak było istotnych statystycznie zależności. Podobne wyniki dotyczą również innych miar, takich jak udział największego właściciela (Coles i in. 2001; Minguez-Vera i Martin-Ugedo, 2007), suma udziałów przekraczających 5% (Belkhir, 2009b; Carrillo i Bathala, 2010; Minguez-Vera i Martin-Ugedo, 2007) lub 10% (Erkens i in., 2012) oraz suma pięciu największych inwestorów (Basuony i in., 2014; Demsetz i Villalonga, 2001).

Niektóre badania uwzględniają dodatkowo typ posiadanych praw – do przepływów pieniężnych (*cash flow rights*) i do głosu (*voting rights*). Prawa do przepływów pieniężnych to prawa przysługujące akcjonariuszom w związku z ich dywidendą, natomiast prawa do głosu uprawniają do głosowania w sprawach regulujących politykę korporacyjną. Yeh (2005) stwierdza, że większy udział w prawach do przepływów pieniężnych przekłada się na wyższą wartość spółek niefinansowych. Podobne zależności odnotowano w bankach (Caprio i in., 2007; Haw i in., 2010). Inną zależność można zaobserwować w przypadku praw do głosu. Z kolei Haw i in. (2010) analizują koncentrację praw do głosu, sugerując, że może ona pogłębiać konflikt interesów między udziałowcami większościowymi a mniejszościowymi, prowadząc do spadku wartości banku.

Rozważania na temat związków między strukturą akcjonariatu a wartością rynkową banków przeprowadzane są na zróżnicowanych próbach, co zaprezentowano w tabeli 3. Analizy empiryczne prowadzone są zarówno w ujęciu krajowym (Abraham, 2013; Elyasiani i Jia, 2008; Ghosh, 2018; Moudud-Ul-Huq i in., 2020; Ni, 2019; Zagorchev i Gao, 2015), jak i międzynarodowym (Anginer i in., 2016; Arouri i in., 2014; Basuony i in. 2014; Belkhir, 2009a; 2009b; Caprio i in., 2007; Carrillo i Bathala, 2010; Chahine, 2007; Erkens i in., 2012; Fang i in., 2014; Griffith i in., 2002; Haw i in., 2010; Onali i in., 2016; Zagorchev i Gao, 2015; Zulkafli i Samad, 2007). Wśród analiz międzynarodowych dominują badania z udziałem krajów azjatyckich, (Arouri i in., 2014; Basuony i in., 2014; Chahine, 2007; Zulkafli i Samad, 2007). Wśród analiz międzynarodowych dominują badania z udziałem krajów azjatyckich (Arouri i in., 2014; Basuony i in., 2014; Chahine, 2007; Zulkafli i Samad, 2007), w tym również tych, w których funkcjonują banki islamskie, operujące według innych zasad niż banki konwencjonalne. Relatywnie niewielka liczba prac dotyczy banków europejskich (Caprio i in., 2007; Erkens i in., 2012; Fang i in., 2014; Onali i in., 2016).

Tabela 3

Zakres prób w badaniach na temat związków między zmiennymi akcjonariatu
a wartością rynkową

Autor (rok)	Kraj	Lata
Abraham (2013)	Arabia Saudyjska	2008–2009
Anginer i in. (2016)	22 kraje	2003–2010
Arouri i in. (2014)	5 krajów Rady Współpracy Zatoki Perskiej	2010
Basuony i in. (2014)	7 krajów z Półwyspu Arabskiego	2011
Belkhir (2009a)	Kraje z bazy danych Standard & Poor's	1995–2002
Belkhir (2009b)	Kraje z bazy danych Standard & Poor's	2002
Caprio i in. (2007)	44 kraje	2000
Carillo i Bathala (2010)	Kraje z bazy danych Compustat	2006
Chahine (2007)	6 krajów Rady Współpracy Zatoki Perskiej	2002–2004
Elyasiani i Jia (2008)	USA	1996–2004
Erkens i in. (2012)	30 krajów	2007–2008
Fang i in. (2014)	11 krajów Europy Środkowej	1997–2008
Ghosh (2018)	Indie	2003–2012
Griffith i in. (2002)	Kraje z bazy danych Stern Stewart & Co.'s 2000	1995–1999
Haw i in. (2010)	13 krajów Europy Zachodniej oraz Azji Wschodniej	1990–1996
Moudud-Ul-Huq i in. (2020)	Bangladesz	2003–2017
Ni (2019)	Chiny	2008
Onali i in. (2016)	15 krajów UE	2005–2013
Zagorchev i Gao (2015)	USA	2002–2009
Zulkafli i Samad (2007)	9 krajów Azji	2008

Źródło: opracowanie własne.

IV. PODSUMOWANIE

W badaniach nad ładem korporacyjnym i wartością rynkową banków duża część analiz dotyczy organów statutowych. Szczególną uwagę poświęca się rozdzieleniu funkcji przewodniczącego rady dyrektorów i CEO. Inne obszary obejmują liczebność organów oraz zaangażowanie członków kadr kierowniczych, a także ich cechy demograficzne takie jak płeć, wiek czy długość kadencji. Część autor zamiast analizować poszczególne elementy oddzielnie, stosuje złożone indeksy ładu korporacyjnego.

Istotnym obszarem badań pozostaje również struktura własności banków. W tym kontekście analizowane są udziały organów statutowych w kapitale banku, a także rola właścicieli państwowych, rodzinnych i instytucjonalnych. Uwzględnia się również pochodzenie akcjonariuszy, w szczególności właści-

cieli zagranicznych. W wielu pracach analizuje się związki między koncentracją własności a wartością rynkową banków. Warto podkreślić, że konstrukcja zmiennych opisujących strukturę własności znacznie się różni w poszczególnych badaniach.

Tematyka wartości rynkowej banków oraz ładu korporacyjnego jest wciąż stosunkowo słabo zbadana, co stwarza przestrzeń do pogłębionych analiz. Zaprezentowany przegląd literatury może być punktem wyjścia do zaplanowania nowych badań w tym zakresie. Ład korporacyjny ma istotne znaczenie dla instytucji finansowych, szczególnie tych, których akcje są przedmiotem obrotu. Analiza literatury z tego obszaru może dostarczyć praktycznych wskazówek dla zarządzających bankami oraz regulatorów w zakresie projektowania skutecznych mechanizmów ładu korporacyjnego, które mogą przyczynić się do wzrostu ich wartości rynkowej.

Author contributions / Indywidualny wkład autora (CRediT): Katarzyna Kwiatkowska – 100% (Conceptualization / Konceptualizacja; Investigation / Przeprowadzenie badań; Writing – original draft / Pisanie – pierwszy szkic; Writing – review & editing / Pisanie – recenzja i edycja).

Conflict of interest / Konflikt interesów: The author declares no conflict of interest. / Autorka nie zgłosiła konfliktu interesów.

Funding / Finansowanie: Research funded by the National Science Centre, Poland, under research project number 2018/30/E/HS4/00766. / Badania finansowane przez Narodowe Centrum Nauki, w ramach projektu nr 2018/30/E/HS4/00766.

The use of AI tools / Wykorzystanie narzędzi AI: The author declares no use of AI tools. / Autorka oświadczyła, że nie korzystała z narzędzi AI.

Data availability / Dostępność danych: Not applicable. / Nie dotyczy.

References / Bibliografia

- 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. <https://doi.org/10.1108/17538391311310734>
- Adams, R. B., i Mehran, H. (2012). Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies. *Journal of Financial Intermediation*, 21(2), 243–267. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2011.09.002>
- Aebi, V., Sabato, G., i Schmid, M. (2012). Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. *Journal of Banking and Finance*, 36(12), 3213–3226. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.020>
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., i Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Ahmed, A. S., i 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. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2021.100401>
- Alharbi, R., Elnahass, M., i 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. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101611>
- Andrieș, A. M., Mehdian, S., i Stoica, O. (2020). Gender diversity, banks’ performance, and stability across central and eastern European countries. *Journal of East European Management Studies*, 25(3), 469–502. <https://www.jstor.org/stable/26999921>

- Anginer, D., Demircuc-Kunt, A., Huizinga, H., i Ma, K. (2016). Corporate governance and bank capitalization strategies. *Journal of Financial Intermediation*, 26, 1–27. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2015.12.002>
- Arouri, H., Hossain, M., i 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. <https://doi.org/10.1108/JAEE-02-2012-0007>
- Baba, N. (2009). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(2), 163–174. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2008.04.001>
- Basuony, M. A., Mohamed, E. K. A., i Al-Baidhani, A. M. (2014). The effect of corporate governance on bank financial performance: Evidence from the Arabian Peninsula. *Corporate Ownership and Control*, 11(2–1), 178–191. <https://doi.org/10.22495/cocv11i2c1p3>
- Belkhir, M. (2009a). Board of directors' size and performance in the banking industry. *International Journal of Managerial Finance*, 5(2), 201–221. <https://doi.org/10.1108/17439130910947903>
- Belkhir, M. (2009b). Board structure, ownership structure and firm performance: Evidence from banking. *Applied Financial Economics*, 19(19), 1581–1593. <https://doi.org/10.1080/09603100902967561>
- Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., i Nekhili, M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters? *Journal of Banking and Finance*, 88, 267–291. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.010>
- Berger, A. N., DeYoung, R., Genay, H., i Udell, G. F. (2000). Globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance. *Brookings-Wharton papers on financial services*, 2000(1), 23–120. <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200004/200004pap.pdf>
- Berger, A. N., Imbierowicz, B., i Rauch, C. (2016). The roles of corporate governance in bank failures during the recent financial crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(4), 729–770. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12316>
- Bian, W., i Deng, C. (2017). Ownership dispersion and bank performance: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 22, 49–52. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.12.030>
- Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., i Megginson, W. L. (2018). The market value of government ownership. *Journal of Corporate Finance*, 50, 44–65. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.026>
- Busta, I., Sinani, E., i Thomsen, S. (2014). Ownership concentration and market value of European banks. *Journal of Management and Governance*, 18, 159–183. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9223-8>
- Byrka-Kita, K., Czerwiński, M., Preś-Perepeczo, A., i Wiśniewski, T. (2018). CEO succession puzzle in the Polish capital market. *Baltic Journal of Management*, 13(4), 582–604. <https://doi.org/10.1108/BJM-08-2017-0238>
- Caprio, G., Laeven, L., i Levine, R. (2007). Governance and bank valuation. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 584–617. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2006.10.003>
- Carrillo, G., i Bathala, C. (2010). Corporate Governance in Banks: Do ownership and board structure matter for banks' risk profile and valuation? *Indian Journal of Corporate Governance*, 3(1), 1–18. <https://doi.org/10.1177/0974686220100101>
- 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. <https://doi.org/10.1007/s10997-007-9034-5>
- Chen, S. H., i Liao, C. C. (2011). Are foreign banks more profitable than domestic banks? Home- and host-country effects of banking market structure, governance, and supervision. *Journal of Banking and Finance*, 35(4), 819–839. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.11.006>
- Coles, J. W., McWilliams, V. B., i Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27(1), 23–50. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(00\)00085-4](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(00)00085-4)
- Cronqvist, H., i Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), 695–719. <https://doi.org/10.2307/4126740>
- Curi, C., i Murgia, M. (2018). Divestitures and the financial conglomerate excess value. *Journal of Financial Stability*, 36, 187–207. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2018.04.001>
- De Andres, P., i Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors. *Journal of Banking and Finance*, 32(12), 2570–2580. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.05.008>

- Demirgüç-Kunt, A., i Detragiache, E. (2002). Does deposit insurance increase banking system stability? An empirical investigation. *Journal of Monetary Economics*, 49(7), 1373–1406. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(02\)00171-X](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(02)00171-X)
- Demsetz, H., i Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Douma, S., George, R., i 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. <https://doi.org/10.1002/smj.535>
- Elnahass, M., Omotoso, K., Salama, A., i Trinh, V. Q. (2020). Differential market valuations of board busyness across alternative banking models. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 55, 201–238. <https://doi.org/10.1007/s11156-019-00841-4>
- Elyasiani, E., i Jia, J. J. (2008). Institutional ownership stability and BHC performance. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1767–1781. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.010>
- Erkens, D. H., Hung, M., i Matos, P. (2012). Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 389–411. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.01.005>
- Fang, Y., Hasan, I., Marton, K., i Waisman, M. (2014). Bank valuation in new EU member countries. *Economic Systems*, 38(1), 55–72. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2013.07.002>
- Fernandes, C., Farinha, J., Martins, F. V., i Mateus, C. (2017). Supervisory boards, financial crisis and bank performance: Do board characteristics matter? *Journal of Banking Regulation*, 18, 310–337. <https://doi.org/10.1057/s41261-016-0037-5>
- Ferreira, M. A., i Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499–533. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003>
- Ferris, S. P., i Park, K. (2005). Foreign ownership and firm value: Evidence from Japan. *Corporate Governance*, 11, 1–29. [https://doi.org/10.1016/S1569-3732\(04\)11001-3](https://doi.org/10.1016/S1569-3732(04)11001-3)
- Furfine, C. H. (2001). Banks as monitors of other banks: Evidence from the overnight federal funds market. *The Journal of Business*, 74(1), 33–57. <https://doi.org/10.1086/209662>
- García-Meca, E., García-Sánchez, I. M., i Martínez-Ferrero, J. (2015). Board diversity and its effects on bank performance: An international analysis. *Journal of Banking and Finance*, 53, 202–214. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.002>
- Ghosh, S. (2018). Capital structure, ownership and crisis: Evidence from Middle East and North African banks. *Accounting Research Journal*, 31(2), 284–300. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2015-0121>
- Gillan, S., i Starks, L. T. (2003). *Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective* (Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper No. 2003-01). <https://doi.org/10.2139/ssrn.439500>
- Gugler, K., Ivanova, N., i Zechner, J. (2014). Ownership and control in Central and Eastern Europe. *Journal of Corporate Finance*, 26, 145–163. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.001>
- Gulamhussen, M. A., i Santa, S. F. (2015). Female directors in bank boardrooms and their influence on performance and risk-taking. *Global Finance Journal*, 28, 10–23. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2015.11.002>
- Gunasekarage, A., Hess, K., i Hu, A. J. (2007). The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies. *Research in International Business and Finance*, 21(3), 379–395. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2007.02.002>
- Hasan, I., Jackowicz, K., Kowalewski, O., i Kozłowski, Ł. (2023). Cultural values of parent bank board members and lending by foreign subsidiaries: The moderating role of personal traits. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 83, 101736. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101736>
- Haw, I. M., Ho, S. S., Hu, B., i Wu, D. (2010). Concentrated control, institutions, and banking sector: An international study. *Journal of Banking and Finance*, 34(3), 485–497. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.013>
- Hess, K., Gunasekarage, A., i Hovey, M. (2010). State-dominant and non-state-dominant ownership concentration and firm performance: Evidence from China. *International Journal of Managerial Finance*, 6(4), 264–289. <https://doi.org/10.1108/17439131011074440>

- Huang, R. D., i 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. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01048.x>
- Jerzewska, M. (2002). *Nadzór Korporacyjny*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Jeżak, J. (2010). *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*. C. H. Beck.
- Lassoued, N., Sassi, H., i Attia, M. B. R. (2016). The impact of state and foreign ownership on banking risk: Evidence from the MENA countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 167–178. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.09.014>
- Liang, H. Y., Kuo, L. W., Chan, K. C., i Chen, S. H. (2020). Bank diversification, performance, and corporate governance: Evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 27(4), 389–405. <https://doi.org/10.1080/16081625.2018.1452618>
- 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. <http://hdl.handle.net/11089/5764>
- Marcinkowska, M. (2014). Zasady ładu korporacyjnego dla banków. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 934(10), 93–105. <https://doi.org/10.15678/ZNU-EK.2014.0934.1007>
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321–341. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002>
- Mavrakana, C., i Psillaki, M. (2019). Do board structure and compensation matter for bank stability and bank performance? Evidence from European banks. *MPRA Paper*, 95776.
- Mesjasz, C. (1998). Corporate governance. Nadzór nad przedsiębiorstwem czy „władanie korporacyjne”. *Przegląd Organizacji*, 11, 10–13.
- Minguez-Vera, A., i Martin-Ugedo, J. F. (2007). Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market. *International Review of Financial Analysis*, 16(1), 81–98. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2005.10.004>
- Mishra, A. V. (2014). Foreign ownership and firm value: Evidence from Australian firms. *Asia-Pacific Financial Markets*, 21, 67–96. <https://doi.org/10.1007/s10690-013-9177-0>
- Mollah, S., i Liljeblom, E. (2016). Governance and bank characteristics in the credit and sovereign debt crises – the impact of CEO power. *Journal of Financial Stability*, 27, 59–73. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2016.09.003>
- Moudud-Ul-Huq, S., Biswas, T., i Proshad Dola, S. (2020). Effect of managerial ownership on bank value: Insights of an emerging economy. *Asian Journal of Accounting Research*, 5(2), 241–256. <https://doi.org/10.1108/AJAR-03-2020-001>
- Musiał, M., i Rachuba, J. (2023). Nierówności płci w dostępie do kredytu. *Przegląd Organizacji*, 3, 240–247. <https://doi.org/10.33141/po.2023.03.25>
- Nashier, T., i Gupta, A. (2023). Ownership concentration and firm performance in India. *Global Business Review*, 24(2), 353–370. <https://doi.org/10.1177/0972150919894395>
- 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. <https://doi.org/10.4236/ajibm.2019.911131>
- O’Sullivan, J., Mamun, A., i 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. <https://doi.org/10.1007/s12197-014-9312-4>
- Onali, E., Galiakhmetova, R., Molyneux, P., i Torluccio, G. (2016). CEO power, government monitoring, and bank dividends. *Journal of Financial Intermediation*, 27, 89–117. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2015.08.001>
- Pathan, S., i Faff, R. (2013). Does board structure in banks really affect their performance? *Journal of Banking and Finance*, 37(5), 1573–1589. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.016>
- Peni, E., i Vähämaa, S. (2012). Did good corporate governance improve bank performance during the financial crisis? *Journal of Financial Services Research*, 41, 19–35. <https://doi.org/10.1007/s10693-011-0108-9>
- Skala, D., i Weil, L. (2018). Does CEO gender matter for bank risk? *Economic Systems*, 42, 64–74. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2017.08.005>

- Staikouras, P. K., Staikouras, C. K., i Agoraki, M. E. K. (2007). The effect of board size and composition on European bank performance. *European Journal of Law and Economics*, 23, 1–27. <https://doi.org/10.1007/s10657-007-9001-2>
- Stepień, M. (2015). Nadzór korporacyjny w sektorze bankowym. *Zarządzanie Finansami i Rachunkowość*, 3(2), 53–64. <https://doi.org/10.22630/ZFIR.2015.3.2.15>
- Sun, Q., i Tong, W. H. (2003). China share issue privatization: The extent of its success. *Journal of Financial Economics*, 70(2), 183–222. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00145-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00145-4)
- Thomsen, S., Pedersen, T., i Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 246–269. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2007.10.003>
- Tian, L., i Estrin, S. (2008). Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value? *Journal of Comparative Economics*, 36(1), 74–89. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2007.10.003>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Tran, Q. T. (2020). Foreign ownership and investment efficiency: New evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1185–1199. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2019-0573>
- Unite, A. A., i 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. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00330-8](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00330-8)
- Westman, H. (2011). The impact of management and board ownership on profitability in banks with different strategies. *Journal of Banking and Finance*, 35(12), 3300–3318. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.05.013>
- Yeh, Y. H. (2005). Do controlling shareholders enhance corporate value? *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 313–325. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(01\)00022-1](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(01)00022-1)
- Yu, M. (2013). State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 75–87. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2013.03.003>
- Zagorchev, A., i Gao, L. (2015). Corporate governance and performance of financial institutions. *Journal of Economics and Business*, 82, 17–41. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2015.04.004>

