

Katarzyna Kwiatkowska

Uniwersytet Szczeciński
 e-mail: katarzyna.kwiatkowska@usz.edu.pl
 ORCID: 0000-0002-4459-124X

DOI: 10.15290/oes.2025.03.121.20

WARTOŚĆ RYNKOWA I KONDYCJA FINANSOWA BANKÓW GIEŁDOWYCH Z EUROPY ŚRODKOWEJ W LATACH 2007–2021¹

Streszczenie

Cel | Celem artykułu jest analiza wartości rynkowej oraz kondycji finansowej banków notowanych na giełdach papierów wartościowych w Europie Środkowej w latach 2007–2021, z uwzględnieniem zróżnicowania czasowego i krajowego.

Metoda badań | Wykorzystano podejście ilościowe, w oparciu na statystykach opisowych i analizie kwartylowej, która umożliwiła identyfikację relacji między cechami finansowymi banków a ich wartością rynkową.

Wnioski | Wartość rynkowa banków znacząco spadła po globalnym kryzysie finansowym i nie powróciła do poziomu sprzed 2008 roku. Banki o wyższej dochodowości, niższych kosztach operacyjnych i większej skali działania były przeciętnie wyżej wyceniane. Z kolei wyższe poziomy kapitałów własnych oraz depozytów nie zawsze wiązały się z wyższą wartością rynkową.

Oryginalność / wartość / implikacje / rekomendacje | Artykuł dostarcza charakterystyki banków giełdowych w Europie Środkowej oraz identyfikuje cechy, które mogą sprzyjać wyższej wartości rynkowej. Wyniki mogą być użyteczne dla inwestorów, menedżerów banków i regulatorów. Analiza ta może również stanowić podstawę dalszych analiz z wykorzystaniem modelowania ekonometrycznego.

Słowa kluczowe: banki giełdowe, Europa Środkowa, wartość rynkowa

¹ Badania finansowane przez Narodowe Centrum Nauki w ramach projektu nr 2018/30/E/HS4/00766.

MARKET VALUE AND FINANCIAL CONDITION OF THE LISTED BANKS FROM CENTRAL EUROPE IN THE YEARS 2007–2021

Summary

Purpose | The aim of this article is to analyse the market value and financial condition of the banks listed on stock exchanges in Central Europe between 2007 and 2021, with particular attention to time and cross-country differences.

Research method | A quantitative approach was applied, based on descriptive statistics and quartile analysis, which allowed the identification of relationships between banks' financial characteristics and their market value.

Results | The market value of the listed banks dropped significantly after the global financial crisis and did not return to its pre-2008 levels. Banks with higher profitability, lower operating costs, and larger size were generally valued more highly. In contrast, higher levels of equity and deposits did not always correlate with higher market valuation.

Originality/value/implications/recommendations | The article provides a comprehensive profile of the listed banks in Central Europe and identifies the characteristics that may support higher market valuation. The findings may be useful for investors, bank managers, and regulators. The analysis also lays a foundation for further research employing econometric modelling.

Keywords: listed banks, Central Europe, market value

JEL classification: G210

1. Wstęp

Banki odgrywają ważną rolę w gospodarkach państw Europy Środkowej. W 2022 roku stanowiły od 75% do 81% aktywów ich systemów finansowych [Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r., 2023]. Cechują się one wysoką odpornością na wstrząsy zewnętrzne, silną obecnością kapitału zagranicznego, rosnącą rentownością, a ich wskaźniki adekwatności finansowej często są wyższe niż średnia europejska.

Na szczególną uwagę zasługują banki notowane na giełdach papierów wartościowych Europy Środkowej, których kondycja finansowa może odzwierciedlać

stan całego sektora bankowego oraz tempo rozwoju gospodarczego [Levine, 2021]. Na koniec 2022 roku całkowita kapitalizacja giełd w regionie wyniosła ponad 1102 mld euro, natomiast kapitalizacja spółek krajowych w relacji do PKB w wybranych państwach (Czechy, Polska, Węgry) kształtowała się w przedziale od 18,3% do 27,4% [*Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.*, 2023]. Banki giełdowe często należą do grona największych spółek pod względem kapitalizacji, co dodatkowo wzmacnia ich znaczenie w regionalnych systemach finansowych.

Pomimo istotnej roli banków notowanych na giełdach w Europie Środkowej literatura empiryczna skupiona wyłącznie na tej grupie podmiotów pozostaje ograniczona [Fang i in., 2014]. Z tego względu celem niniejszego opracowania jest skoncentrowanie analizy wyłącznie na bankach notowanych na giełdach papierów wartościowych w 11 państwach regionu w latach 2007–2021. Przedmiotem badania jest ich wartość rynkowa oraz sytuacja finansowa, analizowane w przekroju krajowym i czasowym. W analizie zastosowano wybrane statystyki opisowe, a uzyskane wyniki mogą stanowić punkt wyjścia do dalszych pogłębionych badań nad determinantami wartości rynkowej banków w Europie Środkowej.

Struktura artykułu jest następująca. W podrozdziale 2 zaprezentowano zwięzły przegląd literatury obejmujący dotychczasowe badania nad sektorem bankowym w Europie Środkowej oraz analizy dotyczące kształtowania się wartości rynkowej banków. W podrozdziale 3 opisano zakres próby badawczej, źródła danych oraz zastosowaną metodologię. W podrozdziale 4 omówiono obecność banków giełdowych w sektorach bankowych badanych krajów. W podrozdziale 5 przedstawiono zmiany wskaźnika wartości rynkowej w ujęciu czasowym oraz krajowym. W podrozdziale 6 zaprezentowano charakterystyki finansowe banków notowanych na giełdzie oraz przeprowadzono porównanie poziomu ich wartości rynkowej w zależności od wybranych wskaźników finansowych. Ostatni, siódmy podrozdział zawiera podsumowanie wyników analizy.

2. Przegląd literatury

Empiryczna literatura dotycząca sektora bankowego w Europie Środkowej jest obszerna i obejmuje szeroki zakres zagadnień badawczych. Ze względu na centralną rolę, jaką banki odgrywają w systemach finansowych gospodarek

wschodzących, badacze intensywnie analizują ich wkład w ryzyko systemowe [Karaś, Stachura, 2023; Jajuga i in., 2017]. Szczególną uwagę poświęca się wpływowi przejrzystości polityki banków centralnych [Andrieș i in., 2020], uwarunkowaniom makroekonomicznym [Festić i in., 2011] oraz mechanizmom ładu korporacyjnego [Andrieș, Nistor, 2016] na poziom ryzyka systemowego generowanego przez banki w regionie. Podejmowane są również próby identyfikacji wskaźników wczesnego ostrzegania, które mogą sygnalizować zwiększone prawdopodobieństwo upadłości banku [Männasoo, Mayes, 2009]. W tym kontekście coraz większe znaczenie zyskują badania nad czynnikami determinującymi przetrwanie banków, w tym ich podatność na ryzyko wycofania się z rynku w czasie kryzysów finansowych i zmian otoczenia regulacyjnego [Kočenda, Iwasaki, 2020]. Istotnym nurtem są także analizy poziomu ryzyka w europejskim sektorze bankowym [Marcinkowska, 2023].

Równolegle prowadzone są badania nad stabilnością oraz wynikami finansowymi banków z regionu, które koncentrują się na innych istotnych aspektach ich funkcjonowania. Analizuje się m.in. wpływ dywersyfikacji działalności bankowej [Karkowska, 2018], podaży kredytów [Popv, Udell, 2012], czynników politycznych [Jackowicz i in., 2012] oraz tempa wzrostu gospodarczego [Ruxho, Beha, 2024]. Niektórzy autorzy podejmują próbę określenia determinant dochodowości banków [Uralov, 2020; Horobet i in., 2021]. Badana jest również konkurencyjność sektorów bankowych z Europy Środkowej na tle pozostałych krajów UE [Iwanicz-Drozdowska, Nowak, 2024].

Ważnym obszarem analiz pozostaje także struktura własności banków, co znajduje uzasadnienie w kontekście głębokich przemian ustrojowo-gospodarczych, które zaszły w regionie po upadku komunizmu. Badania skupiają się na znaczeniu struktury akcjonariatu w odniesieniu do polityki kredytowej [Allen i in., 2017; De Haas, Van Lelyveld, 2006; Cull, Peria, 2013; Degryse i in., 2012; Drakos i in., 2016], rentowności [Hasan, Marton, 2003; Havrylchuk, Jurzyk, 2011; Pawłowska, 2016; Temesvary, Banai, 2017] oraz wspierania wzrostu gospodarczego [Iwanicz-Drozdowska i in., 2017]. W dobie burzliwych wydarzeń geopolitycznych i zdrowotnych istotnym nurtem badań staje się analiza wpływu takich szoków zewnętrznych, jak pandemia COVID-19 [Miklaszewska i in., 2021] oraz wojna w Ukrainie [Karaś, Boda, 2024] na banki z Europy Środkowej.

Opisana powyżej literatura dotycząca sektora bankowego w Europie Środkowej odnosi się do całego sektora i obejmuje zarówno banki notowane na giełdzie, jak i niegiełdowe. Mimo że banki giełdowe należą do największych i najbardziej znaczących instytucji finansowych w regionie, wciąż brakuje badań skoncentrowanych wyłącznie na tej grupie podmiotów. Dotychczasowe analizy banków notowanych na giełdach skupiały się przede wszystkim na rynku amerykańskim [Adams, Mehran, 2012; Egly, Sun, 2014; Jordan i in., 2011], azjatyckim [Alharbi i in., 2022; Vo, 2017; Sakawa i in., 2020] oraz w mniejszym zakresie na rynku europejskim [Carnevale, Mazzuca, 2014; Busta i in., 2014; Simoens, Vennet, 2021; Markoulis i in., 2025; Ferretti i in., 2018]. Wyjątek stanowi praca Fanga i in. [2014], która jako jedyna koncentruje się wyłącznie na bankach giełdowych z Europy Środkowej i analizuje zależności między reformami instytucjonalnymi, strukturą własności a wartością rynkową w latach 1997–2008.

Badania dotyczące wartości rynkowej banków koncentrują się głównie na analizie wpływu czynników wewnętrznych, takich jak polityka kredytowa [Niu, 2016; Hoang i in., 2020; Jones i in., 2011], dochodowość [Simoens, Vennet, 2021], dywersyfikacja produktowa [Francis i in., 2018; Laeven, Levine, 2007; Vo, 2017] czy dyscyplina rynkowa [Haq i in., 2019; Akhtar, Saleem, 2021].

Autorzy uwzględniają również znaczenie uwarunkowań makroekonomicznych [Alouane i in., 2022; Egly, Sun, 2014; Demirgüç-Kunt, Huizinga, 2013] oraz jakości środowiska instytucjonalno-prawnego [De Jonghe, Vennet, 2008; Premti i in., 2021]. Innym istotnym wątkiem badawczym są relacje między elementami ładu korporacyjnego, w tym strukturą organów statutowych [Alharbi i in., 2022; De Andres, Vallelado, 2008; Gulamhussen, Santa, 2015] i strukturą własności [Anginer i in., 2016; Busta i in., 2014; Ghosh, 2018], a wartością rynkową banków.

Biorąc pod uwagę znaczącą rolę banków giełdowych w systemach finansowych Europy Środkowej oraz ograniczoną liczbę badań poświęconych wyłącznie tej grupie instytucji, uzasadnione i potrzebne wydaje się pogłębienie analiz skoncentrowanych właśnie na tych podmiotach.

3. Dane i metodologia

Badanie obejmuje 53 banki komercyjne z Europy Środkowej, które w latach 2007–2021 były notowane na giełdach papierów wartościowych. Kraje, które wzięto pod uwagę, to Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Węgry. Dane finansowe dotyczące banków pochodzą z baz danych Bankscope (lata 2007–2014) oraz Orbis (lata 2015–2021). Źródłem danych rynkowych jest baza danych EquityRT. Definicje zmiennych uwzględnionych w badaniu przedstawiono w tabeli 1.

TABELA 1

Definicje zmiennych finansowych zastosowanych w analizie banków giełdowych z Europy Środkowej

Zmienna	Definicja
MTB	relacja wartości rynkowej kapitału własnego do jego wartości księgowej
ROA	wskaźnik zwrotu z aktywów
NIM	marża odsetkowa
NPL	relacja kredytów zagrożonych do kredytów brutto
C/I	relacja kosztów do dochodów
Wielkość	logarytm naturalny z aktywów ogółem
Kapitały własne	relacja kapitałów własnych do aktywów ogółem
Kredyty do aktywów	relacja kredytów do aktywów ogółem
Depozyty do aktywów	relacja depozytów do aktywów ogółem

Opis: zestawienie obejmuje wskaźniki oceniające wartość rynkową, dochodowość, strukturę bilansu, ryzyko kredytowe i efektywność operacyjną banków.

Źródło: opracowanie własne.

Analizę przeprowadzono w podejściu ilościowym, z wykorzystaniem narzędzi statystyki opisowej. Dla wskaźników finansowych oraz wskaźnika wartości rynkowej przeprowadzono analizę w ujęciu czasowym i przestrzennym oraz przedstawiono mediany i odchylenia standardowe dla poszczególnych lat i krajów. Uzupełnieniem statystyk ogólnych były zestawienia kwartylowe, które

umożliwiły identyfikację zróżnicowania wartości rynkowej banków w zależności od wybranych cech, takich jak wielkość, rentowność, ryzyko kredytowe, struktura finansowania oraz efektywność operacyjna.

Wyniki zaprezentowano w postaci tabelarycznej oraz graficznej, co pozwoliło na lepsze uchwycenie zmian i zróżnicowania analizowanych wskaźników. Zastosowana metoda nie obejmuje modelowania ekonometrycznego, lecz stanowi punkt wyjścia do dalszych pogłębionych badań empirycznych nad wartością rynkową banków w regionie Europy Środkowej.

4. Obecność banków giełdowych w krajach Europy Środkowej

Analizę rozpoczęto od przedstawienia danych dotyczących obecności banków notowanych na giełdzie w sektorach bankowych krajów Europy Środkowej w 2021 roku (tabela 2). Dane wskazują na duże zróżnicowanie między krajami. W niektórych państwach, takich jak Polska, Chorwacja, Słowenia czy Węgry, banki notowane na giełdzie odgrywają istotną rolę, a ich aktywa stanowią znaczną część aktywów sektora. W innych, jak Bułgaria, Czechy, Estonia czy Litwa, udział ten jest znacząco niższy, a w przypadku Łotwy – zerowy.

TABELA 2

Udział banków notowanych na giełdzie w aktywach sektora w roku 2021

Kraj	Liczba banków	Aktywa sektora bankowego (mld euro)	Liczba banków giełdowych	Aktywa banków giełdowych	Aktywa banków giełdowych / aktywa sektora (%)
Bułgaria	25	69,99	4	11,42	16,32
Chorwacja	33	76,42	8	45,84	59,98
Czechy	23	332,06	2	63,74	19,19
Estonia	9	48,20	2	8,09	16,78
Litwa	12	41,99	1	3,96	9,44
Łotwa	12	57,90	0	0	0
Polska	30	563,61	11	383,68	68,07

Kraj	Liczba banków	Aktywa sektora bankowego (mld euro)	Liczba banków giełdowych	Aktywa banków giełdowych	Aktywa\ banków giełdowych / aktywa sektora (%)
Rumunia	26	131,84	3	41,53	31,50
Słowacja	26	106,76	2	42,75	40,05
Słowenia	11	57,17	3	33,53	58,65
Węgry	21	178,54	2	83,67	46,87
Razem	228	1664,46	38	501,49	30,13

Opis: tabela przedstawia stopień obecności banków notowanych na giełdzie w krajowych sektorach bankowych, z uwzględnieniem liczby podmiotów oraz wielkości aktywów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonstruowanej bazy danych oraz: [Banking in Europe..., 2022; www 1; www 2; www 3; www 4; www 5; www 6; www 7; www 8; www 9; www 10].

Zróznicowany udział banków giełdowych może wynikać zarówno z poziomu rozwoju lokalnych rynków kapitałowych, jak i z wielkości sektora bankowego w danym kraju. W państwach dysponujących większymi i bardziej rozwiniętymi giełdami oraz większym sektorem bankowym notowanie banków na rynku publicznym jest bardziej powszechne. Natomiast w krajach o mniejszej skali obu segmentów rynku finansowego obecność banków w obrocie giełdowym pozostaje ograniczona.

Zróznicowanie to znajduje potwierdzenie również w danych dotyczących udziału banków w kapitalizacji lokalnych rynków giełdowych (tabela 3). Dane wskazują, że w części analizowanych krajów banki stanowiły stosunkowo niewielką część kapitalizacji krajowych giełd. W niektórych przypadkach ich udział był bardzo niski, jak w Bułgarii, Chorwacji czy Czechach. Wyższe wartości odnotowano m.in. w Estonii, Polsce, Rumunii i na Węgrzech, a wyjątkowo wysoki udział – na Słowacji, co jednak wynika z bardzo niskiej kapitalizacji całego rynku.

Wysoki lub niski udział banków w kapitalizacji giełd może wynikać z liczby i wielkości notowanych instytucji finansowych, a także z ogólnej struktury rynku kapitałowego w danym kraju. W państwach, w których notowanych jest wiele dużych spółek z innych sektorów, udział banków może być relatywnie niewielki, nawet jeśli pełnią one istotną rolę w systemie finansowym. Natomiast w krajach

o niewielkiej liczbie notowanych podmiotów i ograniczonej skali rynku, jak ma to miejsce w przypadku Słowacji, nawet pojedyncze banki mogą odpowiadać za znaczną część kapitalizacji giełdy. W takiej sytuacji wysoki udział banków nie musi świadczyć o ich dominacji, lecz może wynikać z bardzo wąskiej struktury rynku i braku innych dużych spółek obecnych w obrocie publicznym.

TABELA 3

Udział banków notowanych na giełdzie w kapitalizacji giełd w 2021 roku

Kraj	Kapitalizacja giełdy (mld euro)	Kapitalizacja banków (mld euro)	Kapitalizacja banków / kapitalizacja giełdy (%)
Bułgaria	15,74	0,32	2,01
Chorwacja	36,46	0,66	1,81
Czechy*	534,31	9,07	1,7
Kraje bałtyckie**	9,49	2,13	22,44
Polska	285,90	47,03	16,45
Rumunia	46,29	5,84	12,62
Słowacja	3,00	1,91	63,77
Słowenia	44,12	1,63	3,70
Węgry	107,70	14,30	13,28
Razem	1102,00	82,89	7,52

Opis: dane ukazują rolę sektora bankowego na lokalnych rynkach kapitałowych i wskazują na jego relatywną wagę w strukturze kapitalizacji giełdowej.

* Wysoka kapitalizacja Praskiej Giełdy Papierów Wartościowych jest pochodną procesu zwanego *dual listing*, którego podejmuje się wiele spółek. *Dual listing* polega na równoległym notowaniu tego samego instrumentu finansowego na dwóch lub więcej międzynarodowych giełdach akcyjnych.

** Litwa, Łotwa, Estonia zostały ujęte zbiorczo jako jeden region, ponieważ banki z tych państw notowane są na wspólnej giełdzie (Nasdaq Baltic).

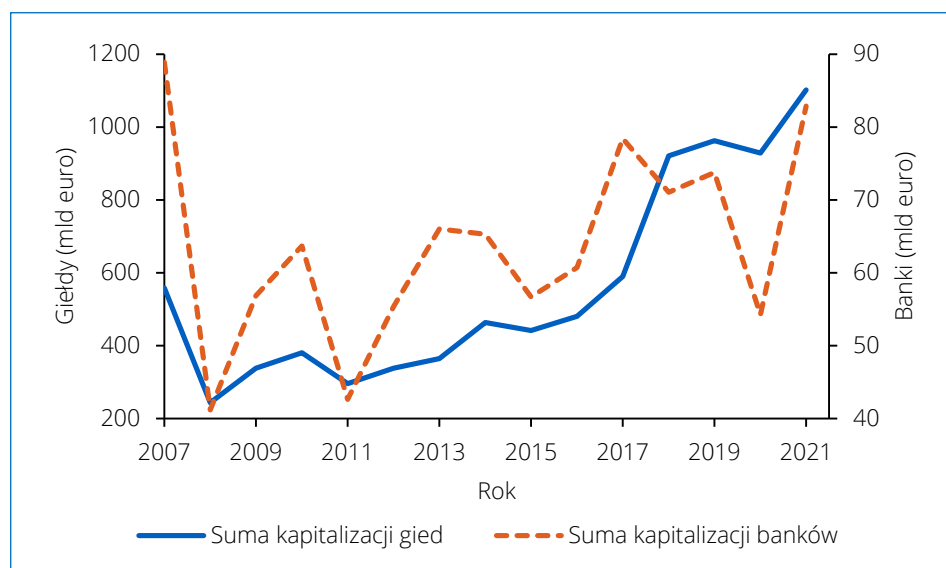
Źródło: opracowanie własne na podstawie skonstruowanej bazy danych oraz: [www 2; www 3; www 4; www 5; www 6; www 7; www 8; www 9; www 10].

Wnioski płynące z danych tabelarycznych uzupełnia analiza zaprezentowana na wykresie 1, który przedstawia łączną kapitalizację giełd papierów wartościowych oraz kapitalizację banków notowanych w krajach Europy Środkowej w latach 2007–2021. Z przedstawionych danych wynika, że obie wartości podlegały

istotnym wahaniami w badanym okresie. W 2008 roku nastąpił wyraźny spadek kapitalizacji, co było związane z globalnym kryzysem finansowym. W kolejnych latach rynek stopniowo się odbudowywał, choć widoczne są okresy osłabienia, zwłaszcza w latach 2011–2012 oraz w roku 2020. Kapitalizacja banków charakteryzowała się większą zmiennością niż kapitalizacja całego rynku, co może świadczyć o większej podatności tego sektora na zmiany warunków gospodarczych i nastrojów inwestorów. Od około 2016 roku widoczny jest wyraźny trend wzrostowy, zarówno w odniesieniu do wartości całego rynku, jak i banków. Szczególnie silny wzrost kapitalizacji banków miał miejsce w 2021 roku, co może być efektem odbicia po pandemii i poprawy ogólnej sytuacji gospodarczej. Podsumowując, mimo istotnej roli banków w systemie finansowym ich udział w wartości całego rynku giełdowego jest ograniczony. Oznacza to, że inne branże dominują w strukturze kapitalizacji giełd w regionie, a sektor bankowy – choć ważny – nie odgrywa kluczowej roli pod względem obecności na rynku publicznym.

WYKRES 1

Zmiany sumy kapitalizacji giełd i kapitalizacji rynkowej banków giełdowych w Europie Środkowej w latach 2007–2021 (w mld euro)



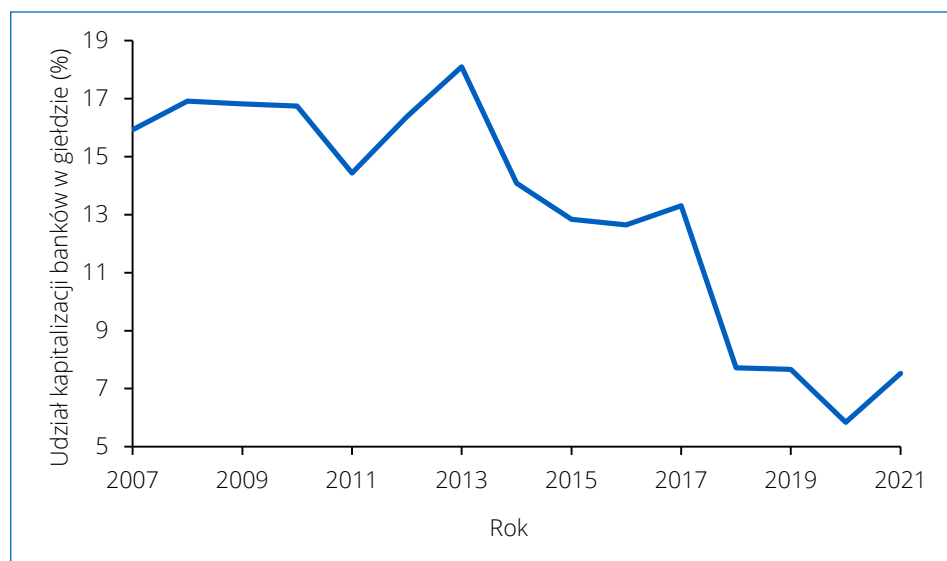
Opis: wykres przedstawia długoterminowe zmiany wartości rynkowej całego rynku giełdowego oraz sektora bankowego i ukazuje wpływ globalnych i regionalnych szoków gospodarczych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonstruowanej bazy danych oraz: [www 2; www 3; www 4; www 5; www 6; www 7; www 8; www 9; www 10].

Tendencję tę dopełnia analiza przedstawiona na wykresie 2, który ukazuje zmiany udziału kapitalizacji banków notowanych na giełdzie w łącznej kapitalizacji giełd. W pierwszych latach analizowanego okresu udział ten oscylował wokół 16–17%, natomiast po 2014 roku obserwowany jest wyraźny trend spadkowy. Najniższy poziom odnotowano w 2020 roku, kiedy udział banków w kapitalizacji giełd wyniósł niespełna 6%, po czym w 2021 roku nastąpił lekki wzrost.

WYKRES 2

Udział kapitalizacji banków giełdowych w łącznej kapitalizacji giełd w Europie Środkowej w latach 2007–2021 (w %)



Opis: wykres ilustruje względne znaczenie sektora bankowego na rynkach kapitałowych regionu oraz kierunek jego zmian w czasie.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonstruowanej bazy danych oraz [www 2; www 3; www 4; www 5; www 6; www 7; www 8; www 9; www 10].

Spadek udziału banków może mieć kilka przyczyn. Po pierwsze, sektor bankowy mógł rosnąć wolniej niż inne branże notowane na giełdzie, co stopniowo zmniejszało jego względne znaczenie. Po drugie, banki mogły być mniej aktywne w pozyskiwaniu kapitału z rynku publicznego lub ich kursy mogły być bardziej podatne na spadki w okresach pogorszenia koniunktury. Możliwe jest również, że wzrost kapitalizacji giełd był napędzany przez

rozwój innych sektorów, takich jak technologie, przemysł czy energetyka, co relatywnie obniżało wagę banków.

5. Wartość rynkowa banków giełdowych

Kontekst zmian kapitalizacji banków w regionie uzupełnia analiza wskaźnika cena/wartość księgowa (ang. *market-to-book ratio* – MTB), przedstawiona na wykresie 5 oraz w tabeli 4. W literaturze empirycznej wskaźnik ten jest często wykorzystywany jako przybliżona miara wartości rynkowej banków [Guerry, Wallmeier, 2017; Markoulis i in., 2023; Simoens, Vennet, 2021].

W 2007 roku wskaźnik MTB osiągnął najwyższą wartość i przekroczył poziom 2,5, co oznaczało znaczną przewagę wartości rynkowej nad wartością księgową kapitału własnego. Może to sugerować, że w okresie poprzedzającym globalny kryzys finansowy inwestorzy mieli wysokie oczekiwania co do przyszłej rentowności i wzrostu sektora bankowego. Po 2008 roku nastąpił gwałtowny spadek wartości wskaźnika, który w kolejnych latach ustabilizował się na znacznie niższym poziomie. Okres ten odzwierciedlał ostrożniejsze podejście inwestorów oraz niższe zaufanie do sektora bankowego po kryzysie. W latach 2013–2019 obserwowano niewielkie wahania wartości wskaźnika, z krótkimi okresami umiarkowanej poprawy. Najniższy poziom wskaźnika wystąpił w 2020 roku, co można wiązać z niepewnością wywołaną pandemią COVID-19 i pogorszeniem perspektyw zyskowności banków. W 2021 roku widoczna jest lekka poprawa, jednak wskaźnik ten nadal nie zdołał osiągnąć wartości z początku analizowanego okresu.

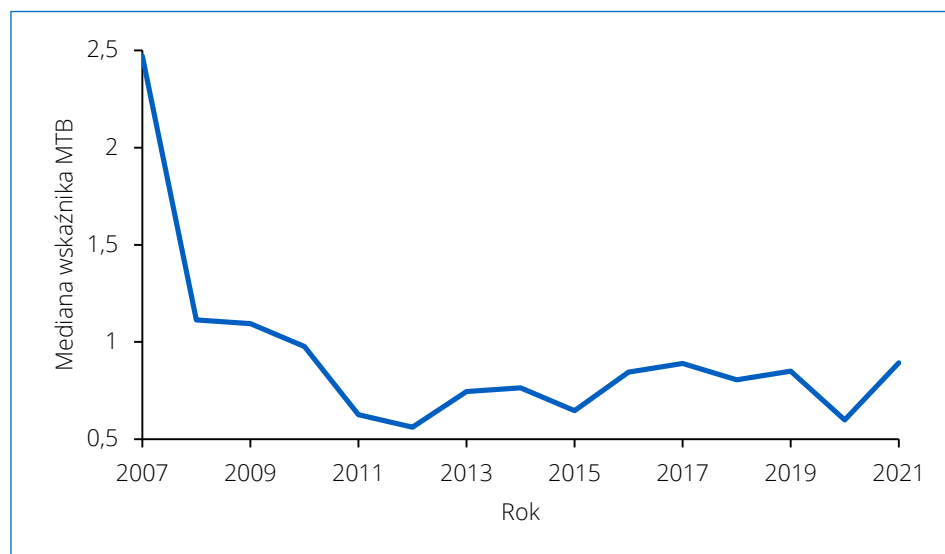
Warto zauważyć, że znaczący spadek wskaźnika MTB po globalnym kryzysie finansowym został zaobserwowany także w większej grupie krajów europejskich, co zwróciło uwagę niektórych badaczy i skłoniło ich do podjęcia prób identyfikacji głównych determinant tego wskaźnika [Markoulis i in., 2025²; Ferretti i in., 2018³].

² Autorzy analizowali 215 banków giełdowych z Europy w latach 2006–2021, jednak nie podali, z których krajów pochodziły te instytucje.

³ Autorzy analizowali 47 banków giełdowych z Austrii, Belgii, Danii, Francji, Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Niemiec, Szwajcarii, Szwecji, Wielkiej Brytanii oraz Włoch w latach 2006–2015.

WYKRES 5

Mediana wskaźnika MTB banków giełdowych w Europie Środkowej w latach 2007–2021



Opis: wykres ukazuje zmiany w wycenie rynkowej banków w badanym okresie, mierzone wskaźnikiem MTB, który odzwierciedla relację między wartością rynkową a wartością księgową kapitału własnego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonstruowanej bazy danych.

TABELA 4

Mediana wskaźnika MTB banków giełdowych w Europie Środkowej w latach 2007–2021

Rok	Mediana	SD	N
2007	2,54	0,75	37
2008	1,22	0,64	38
2009	1,24	0,75	38
2010	1,12	0,71	38
2011	0,65	0,60	34
2012	0,74	0,62	39
2013	0,76	0,78	39
2014	0,84	0,67	39
2015	0,67	0,55	40
2016	0,90	0,66	39

Rok	Mediana	SD	N
2017	1,10	0,76	38
2018	0,76	0,62	39
2019	0,80	0,66	41
2020	0,59	0,64	39
2021	0,97	0,80	38

Opis: tabela prezentuje poziomy i zmienność wartości rynkowej banków w kolejnych latach. SD – odchylenie standardowe; N – liczba obserwacji (bank – rok).

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonstruowanej bazy danych.

Głębsza analiza wartości wskaźnika MTB ujawnia zróżnicowanie pomiędzy krajami (tabela 5). Najwyższe wartości wystąpiły w Czechach, krajach bałtyckich (Litwa, Łotwa, Estonia), na Węgrzech i w Polsce, co może sugerować względnie pozytywne postrzeganie tych rynków przez inwestorów. Z kolei niskie wartości w Chorwacji, Słowenii i na Słowacji mogą odzwierciedlać mniej optymistyczne oczekiwania dotyczące kondycji sektora bankowego lub wyższy poziom ryzyka przypisywanego tym rynkom.

TABELA 5

Statystyki wskaźnika MTB banków giełdowych według krajów

Kraj	Mediana	SD	N	n
Bułgaria	0,73	0,60	50	5
Chorwacja	0,11	0,64	132	15
Czechy	1,63	0,34	21	2
Kraje bałtyckie*	1,51	0,73	32	5
Polska	1,31	0,62	172	15
Rumunia	1,22	0,50	49	4
Słowacja	0,39	0,59	57	4
Słowenia	0,36	0,50	34	5
Węgry	1,47	0,68	29	3

Opis: zestawienie pokazuje zróżnicowanie wskaźnika MTB między krajami, co odzwierciedla zróżnicowaną ocenę banków przez rynek i możliwe różnice w ich sytuacji finansowej. SD – odchylenie standardowe; N – liczba obserwacji (bank – rok); n – liczba banków.

* Litwa, Łotwa, Estonia zostały ujęte zbiorczo jako jeden region, ponieważ banki z tych państw notowane są na wspólnej giełdzie (Nasdaq Baltic).

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonstruowanej bazy danych.

Różnice te mogą wynikać z szeregu czynników, w tym warunków makroekonomicznych, instytucjonalnych czy specyficznych cech krajowych systemów bankowych. Zauważalne są również różnice wewnątrz poszczególnych krajów – niskie odchylenie standardowe wskaźnika MTB w Czechach może wskazywać na stosunkowo spójne postrzeganie banków przez rynek, natomiast wyższe wartości w Chorwacji i na Węgrzech mogą świadczyć o większym

róźnicowaniu między bankami. Możliwe, że poziom oraz stabilność wartości rynkowej banków w regionie są kształtowane nie tylko przez otoczenie zewnętrzne, lecz także przez czynniki wewnętrzne, takie jak struktura własności, polityka kredytowa czy sposób zarządzania poszczególnymi podmiotami.

6. Charakterystyka finansowa banków giełdowych oraz róźnicowanie ich wartości rynkowej

W celu lepszego zrozumienia kształtowania się wartości rynkowej banków z Europy Środkowej konieczne jest uwzględnienie ich charakterystyki finansowej. Zestawienie to ukazuje róźnicowanie modeli działalności banków giełdowych w regionie, zarówno pod względem struktury bilansu, jak i efektywności, rentowności oraz ryzyka kredytowego (tabela 6). Wyniki te mogą mieć istotne znaczenie w analizie determinant wartości rynkowej banków.

Pod względem wielkości aktywów najwyższe wartości obserwuje się w Czechach i Polsce, co wskazuje na większą skalę działalności banków giełdowych w tych krajach. Struktura bilansowa, mierzona udziałem kredytów i depozytów w aktywach, różni się pomiędzy krajami. Na Łotwie i w Estonii udział depozytów jest szczególnie wysoki, co może świadczyć o relatywnie tradycyjnym modelu finansowania. Z kolei na Węgrzech obserwuje się najniższy udział depozytów w aktywach. Udział kredytów w aktywach wskazuje, jaka część bilansu banku angażowana jest w działalność kredytową. Najwyższe wartości tego wskaźnika występują na Słowacji oraz w Polsce i Czechach, co może oznaczać większe znaczenie działalności kredytowej w modelu biznesowym banków giełdowych w tych krajach. Najniższy udział kredytów w aktywach zaobserwowano na Łotwie i w Rumunii.

Wskaźnik udziału kredytów zagrożonych w portfelu sygnalizuje podwyższone ryzyko kredytowe w Rumunii, Bułgarii i Chorwacji, podczas gdy w Estonii, Czechach i na Łotwie jego wartość pozostaje wyraźnie niższa. Udział kapitału własnego w aktywach jest róźnicowany, przy czym najwyższy udział notują banki bułgarskie i chorwackie. Wyższe wartości tego wskaźnika mogą świadczyć o większym bezpieczeństwie finansowym banku i lepszej zdolności do absorpcji strat, natomiast niższe mogą sugerować większe poleganie na finansowaniu dłużnym i wyższą dźwignię finansową.

Z perspektywy rentowności najwyższy zwrot z aktywów osiągają banki czeskie i estońskie, co w połączeniu z wysoką marżą odsetkową może świadczyć o korzystnych warunkach prowadzenia działalności bankowej. Z kolei niskie wartości zwrotu z aktywów notują banki chorwackie i łotewskie, co sugeruje ograniczoną zdolność do generowania zysków względem wielkości aktywów. Wskaźnik kosztów do dochodów wskazuje na wysoką efektywność operacyjną banków czeskich i rumuńskich, przy czym najwyższe wartości zaobserwowano w Chorwacji i na Łotwie, co może oznaczać wyższy poziom kosztów operacyjnych lub mniejszą skalę działalności.

TABELA 6

Mediany wskaźników finansowych banków giełdowych według krajów

Kraj	Wielkość	Kredyty do aktywów	NPL	Depozyty do aktywów	Kapitał własny	ROA	NIM	C/I
BG	14,55	0,56	12,81	0,83	0,11	0,58	3,30	65,95
HR	12,55	0,59	12,81	0,76	0,11	0,41	3,34	70,78
CZ	17,07	0,60	4,82	0,76	0,11	1,78	3,17	45,19
EE	13,12	0,54	1,89	0,86	0,09	1,05	3,91	65,23
LT	14,18	0,59	6,86	0,78	0,11	1,10	3,07	59,57
LV	13,74	0,50	3,91	0,86	0,07	0,05	2,62	75,00
PL	16,45	0,68	5,79	0,74	0,10	1,00	2,77	57,32
RO	15,72	0,52	13,24	0,79	0,10	1,00	4,26	53,38
SK	15,35	0,72	5,04	0,74	0,08	0,69	2,86	63,48
SI	15,26	0,56	10,28	0,73	0,08	0,41	2,28	63,34
HU	15,85	0,60	9,70	0,60	0,10	0,76	3,27	60,49

Opis: tabela przedstawia przekrojową charakterystykę banków z poszczególnych krajów Europy Środkowej i pozwala na porównanie ich kondycji finansowej. BG – Bułgaria; HR – Chorwacja; CZ – Czechy; EE – Estonia; LT – Litwa; LV – Łotwa; PL – Polska; RO – Rumunia; SK – Słowacja; SI – Słowenia; HU – Węgry.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonstruowanej bazy danych.

Dynamika zmian w czasie tych wskaźników pozwala dostrzec szersze tendencje (tabela 7). W okresie 2007–2021 obserwuje się systematyczny wzrost wielkości

aktywów, co może świadczyć o ekspansji sektora bankowego oraz wzroście znaczenia banków w systemie finansowym.

Struktura bilansowa ulegała zmianom, zwłaszcza w kontekście udziału kredytów i depozytów w aktywach. Po globalnym kryzysie finansowym wzrósł udział depozytów, co może odzwierciedlać zmianę strategii finansowania w kierunku bardziej stabilnych źródeł, a także ograniczoną akcją kredytową. Udział kredytów w aktywach osiągnął najwyższe poziomy tuż przed kryzysem, a następnie ulegał stopniowemu obniżeniu. Zmiany te mogą wskazywać na zaostrzenie polityki kredytowej i większą ostrożność banków w zarządzaniu ryzykiem.

Jakość portfela kredytowego ulegała pogorszeniu w pierwszych latach po wybuchu kryzysu, co odzwierciedla wzrost udziału kredytów zagrożonych w całkowitym portfelu. Najwyższy poziom ryzyka kredytowego przypadł na lata pogłębiającego się kryzysu zadłużeniowego, a w kolejnych latach obserwowano stopniową poprawę, co może świadczyć o wdrażaniu bardziej konserwatywnych praktyk kredytowych.

Udział kapitału własnego w aktywach pozostał względnie stabilny, przy niewielkich wahaniami w czasie. Może to wskazywać na utrzymanie relatywnie bezpiecznego poziomu kapitalizacji w bankach notowanych na giełdzie.

Rentowność banków, mierzona zwrotem z aktywów, była szczególnie wrażliwa na zmiany koniunktury gospodarczej. W okresie bezpośrednio po globalnym kryzysie finansowym oraz w czasie europejskiego kryzysu zadłużeniowego wartość tego wskaźnika ulegała systematycznemu obniżeniu, co odzwierciedlało pogorszenie zdolności banków do generowania zysków z posiadanego majątku. W kolejnych latach obserwowano powolną odbudowę rentowności, jednak jej poziom pozostał niższy niż w okresie przedkryzysowym.

Marża odsetkowa netto zmniejszała się w okresie większej niepewności gospodarczej. Spadek tego wskaźnika może oznaczać, że banki miały trudności z osiąganiem zysków z działalności odsetkowej. W kolejnych latach marża ustabilizowała się, co może świadczyć o tym, że banki lepiej dostosowały się do nowych warunków i skuteczniej zarządzały swoją działalnością.

Wskaźnik kosztów do dochodów wykazywał umiarkowaną zmienność w czasie. Wzrost wartości tego wskaźnika w latach kryzysowych może świadczyć o pogorszeniu efektywności operacyjnej banków, wynikającym zarówno ze spadku przychodów, jak i trudności w szybkim dostosowaniu kosztów. W późniejszym okresie wskaźnik ten ulegał poprawie, co może być efektem lepszego dostosowania struktur kosztowych do skali działalności.

TABELA 7

Mediany wskaźników finansowych banków giełdowych w latach 2007–2021

Rok	Wielkość	Kredyty do aktywów	NPL	Depozyty do aktywów	Kapitał własny	ROA	NIM	C/I
2007	14,87	0,61	3,51	0,65	0,10	1,42	3,49	61,47
2008	14,81	0,65	4,00	0,67	0,09	1,02	3,58	64,16
2009	14,90	0,65	6,77	0,70	0,10	0,52	3,24	67,22
2010	15,03	0,66	8,88	0,73	0,10	0,44	3,50	64,18
2011	15,01	0,66	10,42	0,70	0,10	0,44	3,30	65,38
2012	15,03	0,65	12,30	0,72	0,11	0,36	3,10	68,31
2013	14,93	0,62	12,89	0,75	0,10	0,30	3,04	69,64
2014	14,90	0,60	12,25	0,76	0,11	0,36	2,98	66,28
2015	15,16	0,59	11,66	0,78	0,11	0,41	2,93	72,45
2016	15,09	0,57	10,67	0,79	0,10	0,96	3,13	60,31
2017	15,13	0,58	8,75	0,78	0,11	0,80	3,25	60,17
2018	15,37	0,59	7,58	0,80	0,10	0,98	2,96	60,82
2019	15,36	0,59	5,70	0,81	0,11	1,01	2,99	60,17
2020	15,57	0,58	5,64	0,81	0,11	0,58	2,76	60,25
2021	15,89	0,55	4,72	0,80	0,10	0,91	2,65	56,58

Opis: zestawienie prezentuje zmiany głównych wskaźników finansowych w czasie i ukazuje wpływ kryzysów finansowych, pandemii i odbudowy gospodarczej na kondycję sektora bankowego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonstruowanej bazy danych.

Dodatkowa analiza wskazuje, że określone cechy finansowe banków często współwystępują z wyższym lub niższym poziomem wartości rynkowej (tabela 8). Banki charakteryzujące się wyższą dochodowością zazwyczaj osiągają wyższe wartości wskaźnika MTB. Może to sugerować, że rynek szczególnie docenia instytucje, które generują wysokie zyski przy efektywnym wykorzystaniu posiadanych aktywów.

TABELA 8

Mediany wskaźnika MTB banków giełdowych w grupach kwartylowych wyznaczonych na podstawie charakterystyk finansowych banków

Kwartył	Wielkość	Kredyty do aktywów	NPL	Depozyty do aktywów	Kapitał własny	ROA	NIM	C/I
1 (najniższy)	0,33	0,73	1,41	1,04	0,78	0,56	0,69	1,31
2	0,65	0,78	1,18	1,10	0,82	0,56	0,87	1,20
3	1,13	0,90	0,82	1,01	1,08	1,13	0,81	0,65
4 (najwyższy)	1,36	1,09	0,36	0,55	0,81	1,53	1,22	0,54

Opis: tabela obrazuje zależność między wartością rynkową banków a ich cechami finansowymi i wskazuje, które z nich są najbardziej premiiowane przez rynek.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonstruowanej bazy danych.

Podobna zależność pojawia się w przypadku efektywności kosztowej. Banki, które ponoszą niższe koszty operacyjne względem osiąganych dochodów, są zazwyczaj wyżej wyceniane. W takim ujęciu efektywność operacyjna może być interpretowana jako sygnał sprawnego zarządzania i lepszych perspektyw w zakresie utrzymania stabilnych wyników finansowych.

Warto także zwrócić uwagę na tendencję do wyższej wartości rynkowej banków o większej skali działania. Banki o większych aktywach częściej należą do grupy instytucji, których wskaźniki MTB są wyższe. Może to wynikać z przekonania, że większe podmioty są lepiej przygotowane do działania w zmiennym otoczeniu, posiadają bardziej zdywersyfikowane źródła przychodów oraz korzystają z efektów skali.

Analiza struktury bilansowej pokazuje, że banki o relatywnie wysokim udziale kredytów w aktywach częściej należą do grupy instytucji wyżej wycenianych przez rynek. Może to sugerować, że intensywne zaangażowanie w działalność kredytową może odgrywać istotną rolę w modelu biznesowym banku i sprzyjać generowaniu wartości.

W przypadku udziału depozytów w aktywach zauważalna jest zależność, która może wydawać się nieoczywista. Banki o wyższym udziale depozytów częściej należą do grupy instytucji o niższej wartości rynkowej. Jest to o tyle zaskakujące, że depozyty są zazwyczaj postrzegane jako tanie i stabilne źródło finansowania, korzystne z punktu widzenia bezpieczeństwa i płynności. Taka obserwacja może sugerować, że rynek preferuje modele, które w większym stopniu opierają się na innych, bardziej zróżnicowanych źródłach kapitału. Niewykluczone też, że wysoki udział depozytów wiąże się z bardziej konserwatywną strategią działania, co nie zawsze przekłada się na wysoką ocenę potencjału wzrostowego banku z perspektywy inwestorów.

Zróżnicowanie wartości wskaźnika MTB obserwuje się również w odniesieniu do jakości portfela kredytowego. Instytucje o niższym udziale kredytów zagrożonych często notują wyższe wartości tego wskaźnika, co może świadczyć o większym zaufaniu rynku wobec banków prowadzących bardziej ostrożną politykę kredytową.

Z kolei relacja między poziomem kapitału własnego a wartością rynkową nie jest jednoznaczna. Teoretycznie wyższy poziom kapitałów własnych jest sygnałem większego bezpieczeństwa finansowego i większej zdolności do absorpcji strat, co mogłoby sprzyjać wyższej wartości rynkowej. W analizowanych danych nie obserwuje się jednak wyraźnej tendencji tego rodzaju. Być może w niektórych przypadkach wyższy poziom kapitałów własnych odbierany jest jako oznaka nadmiernej ostrożności lub niewykorzystanego potencjału operacyjnego banku. Co ciekawe, podobny wniosek dotyczący banków z Europy Środkowej sformułowali Fang i in. [2014]⁴, którzy wskazali na ujemną relację pomiędzy poziomem kapitału własnego a wartością rynkową instytucji finansowych.

⁴ Fang i in. [2014] objęli analizą banki giełdowe z Bułgarii, Czech, Chorwacji, Estonii, Litwy, Łotwy, Polski, Słowacji, Słowenia, Rumunii i Węgier w latach 1997–2008.

7. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza banków notowanych na giełdach w Europie Środkowej w latach 2007–2021 pozwala na sformułowanie kilku istotnych wniosków. Po pierwsze, mimo dużego znaczenia banków w systemach finansowych regionu ich udział w kapitalizacji giełd był relatywnie niski i wykazywał trend spadkowy. Może to świadczyć o ograniczonej roli sektora bankowego na rynku publicznym oraz o przesunięciu uwagi inwestorów w stronę innych branż, potencjalnie bardziej wzrostowych lub innowacyjnych.

Po drugie, obserwowany spadek wskaźnika MTB po globalnym kryzysie finansowym oraz jego utrzymanie na niższym poziomie w kolejnych latach sugerują, że inwestorzy przez długi czas pozostawali sceptyczni co do zdolności banków do odbudowy trwałej wartości rynkowej. Pomimo poprawy wskaźników rentowności i efektywności operacyjnej do 2021 roku nie udało się powrócić do przedkryzysowych poziomów wartości rynkowej. Wskazuje to na potrzebę głębszej refleksji nad czynnikami ograniczającymi wzrost wartości rynkowej banków w regionie – być może są to uwarunkowania instytucjonalne, struktura własności lub modele działalności operacyjnej.

Po trzecie, analiza kwartylowa ujawniła szereg powtarzalnych zależności między wybranymi cechami finansowymi banków a ich wartością rynkową. Banki o wyższej dochodowości oraz niższym poziomie kosztów operacyjnych były przeciętnie wyżej wyceniane przez rynek. Oznacza to, że inwestorzy w Europie Środkowej konsekwentnie premiąją efektywność i zdolność do generowania stabilnych zysków. Wyniki te wpisują się w klasyczne podejście rynkowe, zgodnie z którym wycena odzwierciedla nie tylko bieżące wyniki, ale również oczekiwania co do przyszłej kondycji finansowej.

Pewne zależności okazały się jednak mniej jednoznaczne. Przykładowo relacja między poziomem kapitałów własnych a wartością rynkową była słaba, co może sugerować, że inwestorzy nie traktują wysokiej kapitalizacji jako jednoznacznego sygnału siły i stabilności. W połączeniu z obserwacjami dotyczącymi udziału depozytów może to wskazywać, że rynek preferuje modele działalności, które są bardziej zdywersyfikowane i zorientowane na wzrost niż konserwatywne, tradycyjne strategie.

Z perspektywy praktycznej wyniki badania mogą stanowić użyteczne źródło informacji dla inwestorów, regulatorów i zarządów banków. Dla inwestorów będą one wskazówką, które cechy finansowe najczęściej przekładają się na wyższą wycenę rynkową. Dla menedżerów banków – impulsem do rewizji strategii w kierunku większej efektywności i wzrostu wartości dodanej dla akcjonariuszy. Dla regulatorów i polityków publicznych – punktem wyjścia do szerszej refleksji nad funkcjonowaniem rynku kapitałowego w regionie i jego zdolnością do wspierania sektora bankowego.

Z naukowego punktu widzenia przedstawiona charakterystyka banków giełdowych może stanowić wartościowy punkt wyjścia do pogłębionych analiz ilościowych, uwzględniających modelowanie zależności między cechami instytucjonalnymi, strukturą właścicielską i jakością zarządzania a wartością rynkową banków. Badania te mogłyby również uwzględnić specyfikę poszczególnych krajów, zmienność otoczenia makroekonomicznego oraz wpływ zewnętrznych szoków, takich jak pandemia czy napięcia geopolityczne.

Literatura

- Adams R.B., Mehran H., 2012, *Bank Board Structure and Performance: Evidence for Large Bank Holding Companies*, „Journal of Financial Intermediation”, nr 21(2), s. 243–267, DOI: 10.1016/j.jfi.2011.09.002.
- Akhtar M.N., Saleem S., 2021, *The Impact of Market Discipline on Charter Value of Commercial Banks: Empirical Evidence from Pakistan Stock Exchange*, „The Journal of Asian Finance, Economics and Business”, nr 8(4), s. 249–261, DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.0249.
- 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”, nr 80, 101611, DOI: 10.1016/j.intfin.2022.101611.
- Alouane N., Kahloul I., Grira J., 2022, *The Trilogy of Ownership, Income Diversification, and Performance Nexus: Empirical Evidence from Tunisian Banks*, „Finance Research Letters”, nr 45, 102180, DOI: 10.1016/j.frl.2021.102180.
- 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”, nr 42, s. 494–515, DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2015.05.001.
- Andrieș A.M., Nistor S., 2016, *Systemic Risk, Corporate Governance and Regulation of Banks Across Emerging Countries*, „Economics Letters”, nr 144, s. 59–63, DOI: 10.1016/j.econlet.2016.04.031.

- Andrieş A.M., Nistor S., Sprincean N., 2020, *The Impact of Central Bank Transparency on Systemic Risk – Evidence from Central and Eastern Europe*, „Research in International Business and Finance”, nr 51, 100921, DOI: 10.1016/j.ribaf.2018.06.002.
- Anginer D., Demirguc-Kunt A., Huizinga H., Ma K., 2016, *Corporate Governance and Bank Capitalization Strategies*, „Journal of Financial Intermediation”, nr 26, s. 1–27, DOI: 10.1016/j.jfi.2015.12.002.
- Carnevale C., Mazzuca M., 2014, *Sustainability Report and Bank Valuation: Evidence from European Stock Markets*, „Business Ethics: A European Review”, nr 23(1), s. 69–90, DOI: 10.1111/beer.12038.
- Banking in Europe: EBF Facts & Figures 2022*, 2022, The European Banking Federation, <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2022/12/Banking-in-Europe-EBF-Facts-and-Figures-2022-FINAL.pdf> [data dostępu: 18.11.2024].
- Busta I., Sinani E., Thomsen S., 2014, *Ownership Concentration and Market Value of European Banks*, „Journal of Management and Governance”, nr 18, s. 59–183, DOI: 10.1007/s10997-012-9223-8.
- Cull R., Pería 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”, nr 37, s. 4861–4878, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.08.017.
- De Andres P., Vallelado E., 2008, *Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors*, „Journal of Banking and Finance”, nr 32(12), s. 2570–2580, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2008.05.008.
- 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”, nr 36, s. 2949–2959, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2011.12.006.
- 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”, nr 30, s. 1927–1952, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2005.07.007.
- De Jonghe O., Vander Vennet R., 2008, *Competition Versus Efficiency: What Drives Franchise Values in European Banking?*, „Journal of Banking and Finance”, nr 32(9), s. 1820–1835, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2007.12.009.
- Demirgüç-Kunt A., Huizinga H., 2013, *Are Banks Too Big to Fail or Too Big to Save? International Evidence From Equity Prices and CDS Spreads*, „Journal of Banking and Finance”, nr 37(3), s. 875–894, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2012.10.010.
- Drakos A.A., Kouretas G.P., Tsoumas C., 2016, *Ownership, Interest Rates and Bank Risk-Taking in Central and Eastern European Countries*, „International Review of Financial Analysis”, nr 45, s. 308–319, DOI: 10.1016/j.irfa.2014.08.004.
- Egley P.V., Sun J., 2014, *Trading Income and Bank Charter Value During the Financial Crisis: Does Derivatives Dealer Designation Matter?*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, nr 54(3), s. 355–370, DOI: 10.1016/j.qref.2014.04.001.

- Ferretti R., Gallo G., Landi A., Venturelli V., 2018, *Market-Book Ratios of European Banks: What Does Explain the Structural Fall?*, „CEFIN Working Papers”, DOI: 10.25431/11-380_1151228.
- Festić M., Kavkler A., Repina S., 2011, *The Macroeconomic Sources of Systemic Risk in the Banking Sectors of Five New EU Member States*, „Journal of Banking and Finance”, nr 35(2), s. 310–322, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2010.08.007.
- Francis B.B., Hasan I., Küllü A.M., Zhou M., 2018, *Should Banks Diversify or Focus? Know Thyself: The Role of Abilities*, „Economic Systems”, nr 42(1), s. 106–118, DOI: 10.1016/j.ecosys.2017.12.001.
- Ghosh S., 2018, *Capital Structure, Ownership and Crisis: Evidence from Middle East and North African Banks*, „Accounting Research Journal”, nr 31(2), s. 284–300, DOI: 10.1108/ARJ-09-2015-0121.
- Gulamhussen M.A., Santa S.F., 2015, *Female Directors in Bank Boardrooms and Their Influence on Performance and Risk-Taking*, „Global Finance Journal”, nr 28, s. 10–23, DOI: 10.1016/j.gfj.2015.11.002.
- Haq M., Avkiran N.K., Tarazi A., 2019, *Does Market Discipline Impact Bank Charter Value? The Case for Australia and Canada*, „Accounting and Finance”, nr 59(1), s. 253–276, DOI: 10.1111/acfi.12244.
- Hasan I., Marton K., 2003, *Development and Efficiency of the Banking Sector in a Transitional Economy: Hungarian Experience*, „Journal of Banking and Finance”, nr 27(12), s. 2249–2271, DOI: 10.1016/S0378-4266(02)00328-X.
- Havrylchuk O., Jurzyk E., 2011, *Inherited or Earned? Performance of Foreign Banks in Central and Eastern Europe*, „Journal of Banking and Finance”, nr 35(5), s. 1291–1302, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2010.10.007.
- Hoang L.X., Hoang P.D., Dang D.Q., 2020, *Growth of Loan Distribution and Bank Valuation: Evidence from Vietnam*, „Journal of Distribution Science”, nr 18(5), s. 5–13, DOI: 10.15722/jds.18.5.202005.5.
- Horobet A., Radulescu M., Belascu L., Dita S.M., 2021, *Determinants of Bank Profitability in CEE Countries: Evidence from GMM Panel Data Estimates*, „Journal of Risk and Financial Management”, nr 14(7), 307, DOI: 10.3390/jrfm14070307.
- Iwanicz-Drozdowska M., Bongini P., Smaga P., Witkowski B., 2017, *The Role of Foreign Capital in the Banking Sector for Financial Stability and Economic Development in Post-Communist Countries*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia”, nr 51(5), s. 129–137, DOI: 10.17951/h.2017.51.5.129.
- Iwanicz-Drozdowska M., Nowak A.K., 2024, *Konkurencyjność sektora bankowego w Polsce na tle sektorów bankowych krajów UE*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 198, s. 25–46, DOI: 10.33119/SIP.2024.198.2.
- Jackowicz K., Kowalewski O., Kozłowski Ł., 2012, *Stopa dochodu odsetkowego banków a cykl wyborczy*, „Management and Business Administration. Central Europe”, nr 20(6), s. 23–37, DOI: 10.7206/mba.ce.2084-3356.34.

- Jajuga K., Karaś M., Kuziak K., Szczepaniak W., 2017, *Ryzyko systemu finansowego. Metody oceny i ich weryfikacja w wybranych krajach*, „Materiały i Studia”, nr 329, Narodowy Bank Polski, Departament Edukacji i Wydawnictw, Warszawa, https://www.nbp.pl/publikacje/materiały_i_studia/329.pdf [data dostępu: 18.11.2024].
- Jones J.S., Miller S.A., Yeager T.J., 2011, *Charter Value, Tobin's Q and Bank Risk During the Subprime Financial Crisis*, „Journal of Economics and Business”, nr 63(5), s. 372–391, DOI: 10.1016/j.jeconbus.2010.10.003.
- 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”, nr 35(8), s. 2047–2055, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2011.01.017.
- Karaś M., Boda M., 2024, *Stabilność i wyniki finansowe banków w krajach Europy graniczących z konfliktem militarnym w Ukrainie*, „Gospodarka Narodowa. The Polish Journal of Economics”, nr 318(2), s. 64–111, DOI: 10.33119/GN/184318.
- Karaś M., Stachura M., 2023, *Modelowanie efektu zarażania ryzykiem systemowym w wybranych systemach bankowych w Europie*, „Bezpieczny Bank”, nr 92(3), s. 25–51, DOI: 10.26354/bb.2.3.92.2023.
- Karkowska R., 2018, *Związek nietradycyjnej działalności banków i ich stabilności w kontekście restrykcyjności regulacji bankowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 531, s. 211–220, DOI: 10.15611/pn.2018.531.19.
- Kočenda E., Iwasaki I., 2020, *Bank Survival in Central and Eastern Europe*, „International Review of Economics and Finance”, nr 69, s. 860–878, DOI: 10.1016/j.iref.2020.06.020.
- Laeven L., Levine R., 2007, *Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?*, „Journal of Financial Economics”, nr 85(2), s. 331–367, DOI: 10.1016/j.jfineco.2005.06.001.
- Marcinkowska M., 2023, *Ryzyko w europejskim systemie bankowym*, „Bezpieczny Bank”, nr 91(2), s. 8–33, DOI: 10.26354/bb.1.2.91.2023.
- Markoulis S., Martzoukos S., Savva S., Zagkreos V., 2025, *A Comprehensive Analysis of the Decline in the Market-to-Book Ratio of European Banks*, „International Review of Economics and Finance”, nr 100, 104107, DOI: 10.1016/j.iref.2025.104107.
- Männasoo K., Mayes D.G., 2009, *Explaining Bank Distress in Eastern European Transition Economies*, „Journal of Banking and Finance”, nr 33(2), s. 244–253, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2008.07.016.
- Miklaszewska E., Kil K., Idzik M., 2021, *How the COVID-19 Pandemic Affects Bank Risks and Returns: Evidence from EU Members in Central, Eastern, and Northern Europe*, „Risks”, nr 9(10), 180, DOI: 10.3390/risks9100180.
- Niu J., 2016, *Loan Growth and Bank Valuations*, „Quarterly Review of Economics and Finance”, nr 61, s. 185–191, DOI: 10.1016/j.qref.2016.02.001.
- 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 Papers”, nr 229, Narodowy Bank Polski.

- Popov A., Udell G.F., 2012, *Cross-Border Banking, Credit Access, and the Financial Crisis*, „Journal of International Economics”, nr 87(1), s. 147–161, DOI: 10.1016/j.jinteco.2012.01.008.
- 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”, nr 57, 101397, DOI: 10.1016/j.ribaf.2021.101397.
- Rachuba J., Skała D., 2016, *Struktura akcjonariatu a polityka kredytowa w bankach Europy Centralnej*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 82, s. 713–721, DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-62.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r., 2023, Narodowy Bank Polski, <https://nbp.pl/system-finansowy/raporty-o-rozwoju-systemu-finansowego> [data dostępu: 18.11.2024].
- Ruxho F., Beha F., 2024, *Examining the Relationship Between Bank Profitability and Economic Growth: Insights from Central and Eastern Europe*, „Global Business and Finance Review”, nr 29(1), s. 31–43, DOI: 10.17549/gbfr.2024.29.1.31%0A.
- Sakawa H., Watanabel N., Sasaki H., Tanahashi N., 2020, *Bank Valuation and Size: Evidence from Japan*, „Pacific-Basin Finance Journal”, nr 63, 101403, DOI: 10.1016/j.pacfin.2020.101403.
- Simoens M., Vander Vennet R., 2021, *Bank Performance in Europe and the US: A Divergence in Market-to-Book Ratios*, „Finance Research Letters”, nr 40, 101672, DOI: 10.1016/j.frl.2020.101672.
- Temesvary J., Banai A., 2017, *The Drivers of Foreign Bank Lending in Central and Eastern Europe: The Roles of Parent, Subsidiary and Host Market Traits*, „Journal of International Money and Finance”, nr 79, s. 157–173, DOI: 10.1016/j.jimonfin.2017.08.005.
- Uralov S., 2020, *The Determinants of Bank Profitability: A Case of Central European Countries*, „World Academics Journal of Management”, nr 8(3), s. 8–16.
- Vo X.V., 2017, *How Does the Stock Market Value Bank Diversification? Evidence from Vietnam*, „Finance Research Letters”, nr 22, s. 101–104, DOI: 10.1016/j.frl.2017.06.005.
- www 1, <https://data.ecb.europa.eu/data/data-categories/supervisory-and-prudential-statistics/consolidated-banking-data/consolidated-banking-data> [data dostępu: 18.11.2024].
- www 2, <https://www.bse-sofia.bg/> [data dostępu: 18.11.2024].
- www 3, <https://www.nasdaqbaltic.com/> [data dostępu: 18.11.2024].
- www 4, <https://www.bsse.sk/> [data dostępu: 18.11.2024].
- www 5, <https://www.bse.hu/> [data dostępu: 18.11.2024].
- www 6, <https://bvb.ro/> [data dostępu: 18.11.2024].
- www 7, <https://ljse.si/> [data dostępu: 18.11.2024].

www 8, <https://www.gpw.pl/> [data dostępu: 18.11.2024].

www 9, <https://zse.hr/> [data dostępu: 18.11.2024].

www 10, <https://www.pse.cz/> [data dostępu: 18.11.2024].