

**Alina Szewc-Rogalska**

Uniwersytet Rzeszowski

---

## CAŁKOWITA STOPA ZWROTU Z AKCJI W SPÓLKACH KONTROLOWANYCH PRZEZ INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH<sup>1</sup>

---

**Streszczenie:** Celem artykułu jest próba ukazania wpływu inwestorów branżowych zagranicznych na kształtowanie się całkowitej stopy zwrotu z akcji (na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2004-2008). Ustalono, że spółki kontrolowane przez inwestorów branżowych zagranicznych osiągały dodatnią wartość TSR znacznie częściej niż spółki ogółem. Jednakże ich przewaga w zakresie poziomu TSR nie była jednoznaczna i nie dotyczyła całego badanego okresu. Około 48-63% badanych spółek z kapitałem zagranicznym wypłacało dywidendy. Spółki te wyróżniały się wysoką stopą dywidendy, która decydowała o poziomie TSR w znacznie większym stopniu niż w innych grupach spółek.

**Słowa kluczowe:** całkowita stopa zwrotu z akcji, inwestorzy zagraniczni.

### 1. Wstęp

Niniejsza publikacja stanowi próbę włączenia się do trwającej w literaturze dyskusji na temat kreacji wartości dla akcjonariuszy. Znajduje ona odzwierciedlenie m.in. w kształtowaniu się cen rynkowych akcji oraz poziomu dywidend wypłaconych inwestorom. Wśród czynników wpływających na poziom osiąganych wyników finansowych, rynkową wycenę spółek oraz politykę dywidend należy wskazać m.in. typ dominującego właściciela. Większościowym właścicielem wielu spółek publicznych w Polsce są zagraniczni inwestorzy branżowi, co wynika głównie z przyjętego modelu prywatyzacji [Prusek 2005, s. 83; Pyka 2009, s. 678]. Dotychczasowe badania empiryczne nad kształtowaniem się stopy zwrotu z akcji i stopy dywidendy spółek notowanych na GPW w Warszawie [Sierpińska 1999, Duraj 2002, Aluchna i in. 2005, Skoczylas, Niemiec 2007, s. 69-113; Wypych 2008, s. 324-335] zazwyczaj nie uwzględniają specyfiki spółek kontrolowanych przez zagranicznych inwestorów branżowych i wpływu tych inwestorów na poziom i tendencje zmian wymienionych wskaźników.

---

<sup>1</sup> Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2010-2011 jako projekt badawczy Nr N N113 552638.

Stąd też celem niniejszej publikacji jest próba ukazania wpływu zagranicznych inwestorów branżowych na kształtowanie się całkowitej stopy zwrotu z akcji i stopy dywidendy. Badaniami objęto spółki kontrolowane przez zagranicznych inwestorów branżowych, wyodrębnione ze zbiorowości 124 spółek niefinansowych, których akcje były notowane na GPW w Warszawie w latach 2004-2008.

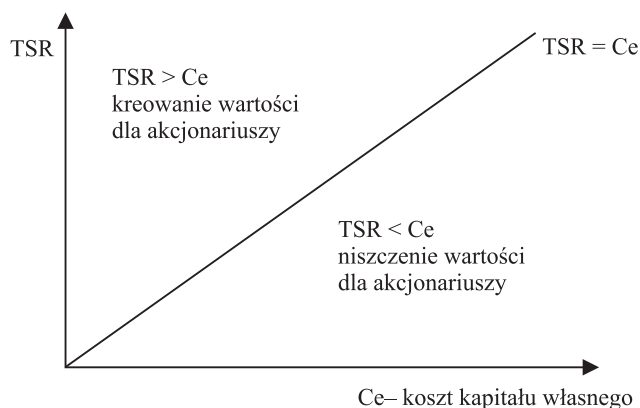
## 2. Całkowita stopa zwrotu z akcji jako rynkowy miernik kreacji wartości dla akcjonariuszy

Całkowita stopa zwrotu z akcji (TSR – *total shareholder return*) jest jednym z mierników monitorowania zmian wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy [Szczepankowski 2007, s. 145]. Jej poziom wyznaczają: zmiana rynkowej wartości akcji w ciągu roku oraz gotówka wypłacona w tym czasie akcjonariuszom (np. przez dywidendę) [Cwynar, Cwynar 2007, s. 16]. Ilustruje to poniższa formuła:

$$TSR_t = \frac{P_{iEND} - P_{iBEG} + CASH_t}{P_{iBEG}} \times 100\%$$

gdzie:  $TSR_t$  – całkowita stopa zwrotu z akcji w okresie  $t$ ,  
 $P_{iBEG}$ ,  $P_{iEND}$  – cena akcji spółki odpowiednio: na początku i na końcu roku  $t$ ,  
 $CASH_t$  – dywidendy wypłacone w roku  $t$  (w przeliczeniu na jedną akcję).

Kreacja wartości dla akcjonariuszy ma miejsce wtedy, gdy całkowita stopa zwrotu z akcji przewyższa minimalny wymagany przez nich poziom wynikający z ponoszonego ryzyka (nazywany stopą progową). Stopa progowa oznacza dla spółki stopę kosztu kapitału własnego [Cwynar, Cwynar 2007, s. 19]. Jak zauważa Zarzecki



**Rys. 1.** Zależność między całkowitą stopą zwrotu z akcji (TSR) a kosztem kapitału własnego (Ce) w kontekście kreowania wartości dla akcjonariuszy

Źródło: [Szewc-Rogalska 2009, s. 61].

[2008, s. 105-114] szacowanie tego kosztu za pomocą modelu CAPM napotyka pewne trudności ze względu na występowanie wielu dyskusyjnych kwestii w zakresie kalkulowania stopy zwrotu wolnej od ryzyka, współczynnika *beta* oraz rynkowej premii za ryzyko. Różnicę między całkowitą stopą zwrotu z akcji TSR a kosztem kapitału własnego nazywa się nadwyżkową stopą zwrotu. Kreacja wartości dla akcjonariuszy oznacza więc osiąganie z inwestycji zysku ekonomicznego, czyli dodatniej nadwyżkowej stopy zwrotu, co zilustrowano na rys. 1.

Ważnym czynnikiem decydującym o kształtowaniu się TSR jest stopa dywidendy (DYR – *dividend yield ratio*), która informuje o udziale dywidendy w cenie rynkowej akcji. Na tej podstawie właściciele akcji mogą się zorientować o skali korzyści, jakie przynosi im jedna akcja, a także o skali ryzyka, gdyż przy wyższych wskaźnikach stopy dywidendy często występuje wyższe ryzyko lokaty [Pomykańska 2007, s. 224]. Na rozwiniętych rynkach wskaźnik ten nazywa się wskaźnikiem wydajności akcji i przyjmuje się, że przeciętnie powinien kształtować się w przedziale od 5% do 8% [Tarczyński 1997, s. 255].

### 3. Poziom i tendencje zmian całkowitej stopy zwrotu z akcji badanych spółek

Strukturę badanych spółek giełdowych ze względu na poziom osiąganą całkowitą stopą zwrotu dla akcjonariuszy oraz nadwyżkę tej stopy nad kosztem kapitału własnego ilustrują dane zawarte w tab. 1.

W latach 2004-2006 obserwowano wysoki odsetek spółek kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych, które osiągały dodatnią wartość TSR. Szczególnie korzystny okazał się 2006 r., w którym odnotowano blisko 92% spółek osiągających

**Tabela 1.** Odsetek spółek osiągających dodatnią wartość TSR oraz wypłacających dywidendę

Rok	Odsetek spółek osiągających dodatnią wartość TSR		Odsetek spółek osiągających dodatnią wartość (TSR – Ce) *		Odsetek spółek wypłacających dywidendę	
	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym
2004	77,4	70,0	73,4	65,0	30,6	50,0
2005	59,7	63,6	51,6	59,1	34,7	59,1
2006	84,7	91,7	83,1	91,7	36,3	62,5
2007	49,2	57,7	41,1	50,0	34,7	61,5
2008	4,8	12,0	0,8	4,0	29,0	48,0

\* Nadwyżkowa całkowita stopa zwrotu z akcji, wyznaczana jako różnica między TSR a kosztem kapitału własnego (Ce).

Źródło: obliczenia własne.

dotadnią stopę zwrotu z akcji spośród badanych spółek z kapitałem zagranicznym. Oznacza to, że ryzyko podjęte przez inwestorów nabywających akcje spółek giełdowych zostało zrekompensovane przez relatywnie wysoką stopę zwrotu, wynikającą ze wzrostu cen rynkowych akcji oraz wypłat dywidend. Skutki globalnego kryzysu finansowego widoczne były na polskim rynku kapitałowym w 2007 r., o czym świadczy m.in. obniżenie się (o 34 pkt) odsetka spółek przynoszących akcjonariuszom dochód. Systematyczne pogarszanie się koniunktury giełdowej w 2008 r. znalazło wyraz w bardzo niskim odsetku spółek (12%) wykazujących przyrost wartości rynkowej akcji.

Porównując kształtowanie się TSR w spółkach kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych na tle ogółu badanych spółek niefinansowych, należy zauważyć, że w analizowanym okresie (z wyjątkiem 2004 r.) odsetek badanych spółek osiągających dodatnią wartość TSR kształtował się na wyższym poziomie niż analogiczny odsetek spółek ogółem. Tak ujmowana przewaga spółek z kapitałem zagranicznym nad spółkami ogółem występowała zarówno w okresie dobrej koniunktury giełdowej, jak i w czasie kryzysu finansowego.

Odsetek spółek osiągających dodatnią nadwyżkową całkowitą stopę zwrotu z akcji jest – z powodu uwzględnienia kosztu kapitału własnego – niższy od odsetka spółek generujących dodatnią stopę zwrotu z tytułu przyrostu wartości rynkowej akcji i wypłaconych dywidend. Szczególnie niepokojąco wyglądała sytuacja w 2008 r., kiedy zaledwie 4% badanych spółek kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych wykazywało dodatnią wartość nadwyżkowej całkowitej stopy zwrotu z akcji.

**Tabela 2.** Poziom TSR w badanych spółkach

Rok	Średnia TSR		Mediana TSR		Kwartył dolny TSR		Kwartył górny TSR	
	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym
2004	71,5	59,1	35,7	23,6	7,1	-5,6	98,1	101,2
2005	34,2	33,9	13,6	21,6	-16,6	-12,7	51,4	56,4
2006	135,7	124,6	92,8	79,1	24,9	25,3	178,6	152,6
2007	5,4	12,4	-2,8	8,2	-31,9	-20,2	36,9	36,9
2008	-54,9	-39,7	-61,2	-40,8	-74,2	-61,0	-38,4	-21,0

Źródło: obliczenia własne.

Z danych zawartych w tab. 2 wynika, że w 2004 roku mediana wyznaczona dla całkowitej stopy zwrotu z akcji (TSR) spółek kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych wynosiła 23,6%. Oznacza to, że połowa badanych spółek wykazywała TSR na poziomie wyższym niż 23,6%. W kolejnym roku nastąpiło obniżenie mediany TSR do poziomu 21,6%. W 2006 roku osiągnęła ona natomiast relatywnie wysoki poziom 79,1%. Pogorszenie się koniunktury na światowych rynkach finan-

sowych oraz na GPW w Warszawie znalazło odzwierciedlenie w kształtowaniu się poziomu mediany TSR w latach 2007-2008. Wynosiła ona bowiem odpowiednio: 8,2% oraz -40,8%.

Analiza całkowitej stopy zwrotu z akcji przeprowadzona za pomocą różnych miar statystycznych, tj. średniej, mediany, kwartyła dolnego i górnego, nie daje jednoznacznej odpowiedzi, czy spółki kontrolowane przez inwestorów zagranicznych osiągają wyższy poziom TSR na tle ogółu badanych spółek. Najwięcej symptomów tej przewagi odnotowano w 2005, 2007 i 2008 roku.

Na początku badanego okresu, tj. w 2004 r., odsetek spółek kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych wypłacających dywidendy wynosił 50% i w kolejnych latach hossy na GPW w Warszawie odsetek ten systematycznie się zwiększał (odpowiednio: do około 59% oraz blisko 63%). W okresie niekorzystnej koniunktury natomiast, w latach 2007-2008, dywidendy wypłacało odpowiednio blisko 62% oraz 48% spółek. W całym badanym okresie spółki z kapitałem zagranicznym wypłacały dywidendy znacznie częściej niż spółki ogółem.

**Tabela 3.** Stopa dywidendy (DYR) w badanych spółkach

Rok	Średnia DYR		Mediana DYR		Kwartył dolny DYR		Kwartył górny DYR	
	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym	Spółki ogółem	Spółki z inwestorem zagranicznym
2004	2,7	3,5	0,0	0,4	0,0	0,0	1,3	4,7
2005	2,5	7,1	0,0	2,2	0,0	0,0	1,8	6,8
2006	2,1	3,9	0,0	2,0	0,0	0,0	2,1	5,9
2007	1,3	2,0	0,0	1,9	0,0	0,0	1,8	2,9
2008	0,8	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	2,5

Źródło: obliczenia własne.

Analiza DYR przeprowadzona za pomocą różnych miar statystycznych (tab. 3) wskazuje na wyraźnie wyższą stopę dywidendy w spółkach kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych na tle ogółu badanych spółek. Prawidłowości te obserwowano w całym badanym okresie. Spółki kontrolowane przez inwestorów branżowych zagranicznych należą do grupy tzw. spółek dywidendowych. Spółki te systematycznie dzielą się zyskiem z akcjonariuszami i jednocześnie osiągany wskaźnik stopy dywidendy kształtuje się na wyższym poziomie niż w innych grupach spółek. Spółki te dostrzegają konieczność dbałości o bieżące dochody akcjonariuszy i znaczenie właściwej komunikacji z inwestorami. Często deklarują, jaką będą stosować w przyszłości politykę wypłat dywidend pieniężnych, ewentualnie w formie wykupu akcji własnych.

Spółki kontrolowane przez inwestorów zagranicznych wyróżniają się – na tle ogółu spółek – realizowanymi strategiami podziału zysku i związanymi z tym strategiami generowania całkowitej stopy zwrotu dla akcjonariuszy. Specyfika tych stra-

tegiej polega na przeznaczaniu na wypłaty dywidend znacznej części zysku i osiągnięciu wysokiego TSR wynikającego zarówno z przyrostu cen rynkowych akcji, jak i wypłat dywidend.

Obserwowana prawidłowość, polegająca na wypłacaniu wysokich dywidend przez spółki kontrolowane przez inwestorów zagranicznych, jest uwarunkowana kilkoma czynnikami. Spółki te wykazują relatywnie dobrą kondycję finansową i stabilną pozycję rynkową. Istotne znaczenie mają również preferencje akcjonariusza większościowego. Inwestorzy branżowi zagraniczni należą bowiem do inwestorów długoterminowych, długi horyzont czasowy inwestycji wiąże się zaś z oczekiwaniami dochodu z tego tytułu, głównie w postaci dywidend.

Wypych [2008, s. 333] zwraca uwagę, że kodeks spółek handlowych umożliwia tworzenie funduszu rezerwowego z przeznaczeniem na wypłatę dywidend i jednocześnie zobowiązuje spółki do wykorzystania zgromadzonych na ten cel środków w okresie trzech lat od dokonania odpisu. Zauważa również, że inwestorzy zagraniczni przez wypłatę wysokich dywidend dyskontują wydatki poniesione na przejęcie i restrukturyzację spółki.

Dominująca pozycja inwestorów branżowych zagranicznych w strukturze akcjonariatu pozwala im na czerpanie nieproporcjonalnie wyższych korzyści niż wynika to z przysługujących im praw własności. Może to przejawiać się w stosowaniu cen transferowych, co sprzyja wyprowadzaniu zysków ze spółek zależnych do spółki macierzystej za granicą. Powoduje to uszczuplenie wartości, które mogłyby być wypłacone w formie dywidend wszystkim akcjonariuszom spółki, w tym akcjonariuszom mniejszościowym. Zagraniczni inwestorzy branżowi osiągają zatem korzyści finansowe z tytułu wypłacanych dywidend oraz ukryte korzyści wynikające z różnych form tunelowania [Szewc-Rogalska 2008, s. 317].

W warunkach zawirowań, a następnie kryzysu na rynku finansowym, widoczne są pewne zmiany w polityce wypłat dywidend, stosowanej przez badane spółki. Przejawami tych zmian jest zmniejszenie się odsetka spółek wypłacających dywidendy i obniżenie się stopy dywidendy. Pawłowicz [2009, s. 83-88] podejmuje dyskusję, czy w warunkach kryzysu spółki kontrolowane przez inwestorów branżowych zagranicznych powinny wypłacać dywidendy. Problem ten analizuje na przykładzie banków, które zazwyczaj wyróżniają się wysokimi wypłatami dywidend. W Polsce około 65% aktywów sektora bankowego jest kontrolowane przez banki transgraniczne. Wypłacanie wysokiej dywidendy w okresie kryzysu na rynkach finansowych przez zależne banki krajowe na rzecz banków międzynarodowych jest niekorzystne dla kraju goszczącego i stwarza dodatkowe ryzyko dla stabilności narodowego rynku finansowego. Jednakże zarówno akcjonariusz większościowy, jak i akcjonariusze mniejszościowi mają prawo do poboru dywidendy. Nadzór bankowy nie ma kompetencji do zakazu wypłat dywidendy, jeżeli bank spełnia określone wymogi.

Z perspektywy obecnego kryzysu finansowego należy bardziej krytycznie spojrzeć na inwestorów zagranicznych. Jak ocenia Kasiewicz [2009], siła ekonomiczna globalnych spółek nie tylko przyczyniła się do rozwoju koncepcji VBM, ale także stała się istotnym źródłem kryzysu. Spółki te wywierały silną presję na regulacje

kraju goszczącego, m.in. w zakresie niższych stawek podatku dochodowego, zwolnień z podatków, transferu dochodów i kapitału. Uzyskały one dostęp do wielu nowych rynków i najbardziej produktywnych czynników produkcji, jednocześnie korzystając z premii z tytułu zarządzania na globalnym rynku. Spółki te nie spotykały się z żadnymi systemowymi mechanizmami, które niwelowałyby pojawiające się i potencjalne zagrożenia.

#### 4. Ustalenia i wnioski

Z podjętej próby ukazania wpływu inwestorów branżowych zagranicznych na kształtowanie się całkowitej stopy zwrotu z akcji i stopy dywidendy (na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2004-2008) wynikają następujące ustalenia i wnioski:

- spółki kontrolowane przez inwestorów branżowych zagranicznych osiągały dodatnią wartość TSR oraz dodatnią wartość nadwyżkowej całkowitej stopy zwrotu z akcji na ogół znacznie częściej niż spółki ogółem;
- przewaga spółek kontrolowanych przez inwestorów branżowych zagranicznych w zakresie poziomu generowanej TSR nie była jednoznaczna i nie dotyczyła całego badanego okresu; najwięcej symptomów tej przewagi odnotowano w 2005, 2007 i 2008 r. na co wskazują wyższe poziomy mediany TSR oraz kwartyła dolnego TSR, a także kwartyła górnego TSR;
- analizowane spółki z kapitałem zagranicznym systematycznie wypłacały dywidendy (48% – 63% spółek) i jednocześnie stopa dywidendy kształtowała się na zdecydowanie wyższym poziomie niż w innych grupach spółek;
- spółki kontrolowane przez inwestorów branżowych zagranicznych należą do grupy tzw. spółek dywidendowych, a także wyróżniają się realizowanymi strategiami generowania wartości dla akcjonariuszy; ich specyfika polega na przeznaczaniu na wypłaty dywidend znacznej części zysku i osiąganiu wysokiego TSR wynikającego zarówno z przyrostu cen rynkowych akcji, jak i wypłat dywidend;
- wśród czynników determinujących wypłaty wysokich dywidend w spółkach kontrolowanych przez inwestorów branżowych zagranicznych należy wymienić: preferencje akcjonariusza większościowego, długi horyzont czasowy inwestycji, chęć dyskontowania wydatków poniesionych na restrukturyzację spółek.

#### Literatura

- Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczak A., *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2005.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007.

- Duraj A.N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Kasiewicz S., *Koncepcja zarządzania wartością jako źródło kryzysu finansowego*, 2009, [http://www.rf.edu.pl/uploads/media/S\\_Kasiewicz\\_02.pdf](http://www.rf.edu.pl/uploads/media/S_Kasiewicz_02.pdf), 4.11.2009.
- Pawłowicz L., *Kryzys zaufania na rynkach finansowych z perspektywy kraju goszczącego*, [w:] J. Szambelańczyk (red.), *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, Wydawnictwo ZBP, Warszawa 2009.
- Pomykańska B., *Analiza wskaźnikowa sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 2007.
- Prusek A., *Prywatyzacja polskiej gospodarki. Cele, programy i ocena jej rezultatów*, AE, Kraków 2005.
- Pyka I., *Ewolucja struktury własności w polskim sektorze bankowym – przesłanki i perspektywy zmian*, [w:] B. Bernas (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 48, Wrocław 2009.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa–Kraków 1999.
- Skoczyła W., Niemiec A., *Mierniki monitorowania wartości przedsiębiorstwa*, [w:] W. Skoczyła (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- Szewc-Rogalska A., *Problemy nadzoru korporacyjnego w skoncentrowanych strukturach własności*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Szewc-Rogalska A., *Sektorowe zróżnicowanie całkowitej stopy zwrotu z akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, [w:] M. Sierpińska (red.), *Zarządzanie finansami we współczesnych przedsiębiorstwach. Controlling i ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstw*, t. 1, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa 2009.
- Tarczyński W., *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1997.
- Wypych M., *Strategia wysokich dywidend na przykładzie polskich spółek giełdowych*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 9, Uniwersytet Szczeciński 2008.
- Zarzecki D., *Indeks ryzyka w wycenie przedsiębiorstw*, [w:] *Przedsiębiorstwo w procesie przemian otoczenia*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 1, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008.

## TOTAL SHAREHOLDER RETURN IN COMPANIES CONTROLLED BY FOREIGN INVESTORS

**Summary:** The paper aims at presenting the influence of foreign investors' trade on shaping the total shareholder return (taking as an example the companies listed on Warsaw Stock Exchange in the years 2004-2008). It has been established that the companies controlled by foreign investors' trade achieved a positive value of TSR more often than the other listed companies. Nevertheless, their advantage concerning the TSR level was not unequivocal and did not cover the entire examined period. Between 48 percent to 63 percent of the examined companies with foreign capital paid dividends. Those companies' high dividend rate was conspicuous and it determined the TRS level to a much higher extent than in other groups of companies.