

BOGNA KAŻMIERSKA-JÓZWIAK

bognakaj@uni.lodz.pl

*Wpływ charakterystyki spółki na jej skłonność
do wypłaty dywidendy*

The Effect of Company's Characteristics on the Propensity to Pay Dividends

Słowa kluczowe: polityka dywidend; skłonność do wypłaty dywidendy

Keywords: dividend policy; propensity to pay dividends

Kod JEL: G35

Wstęp

Fama i French [2001] w artykule zatytułowanym *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?* postawili tezę o zanikaniu dywidend na rynku amerykańskim. Wskazali przy tym na pewne charakterystyki (wielkość, rentowność i możliwości inwestycyjne), które istotnie różnicują spółki płacące dywidendy i spółki niepłacące dywidend. Rozpoczęli tym samym dyskusję na temat zmian w obszarze polityki dywidend spółek, charakterystyk spółek realizujących i nierealizujących wypłaty dywidend oraz czynników istotnych z punktu widzenia skłonności do wypłaty dywidend, która była kontynuowana nie tylko w Stanach Zjednoczonych [m.in. Brav i in., 2005; De Angelo, De Angelo, Skinner, 2004; Grullon i in., 2011], ale i w Europie [m.in. von Eije, Megginson, 2008; Denis, Osobov, 2008; Kowerski, 2011].

Głównym celem niniejszego opracowania jest charakterystyka spółek płacących dywidendy i niepłacących dywidend oraz analiza wpływu powyższych charaktery-

styk na skłonność do wypłaty dywidend w grupie niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2014. Opracowanie zostało podzielone na trzy części. Część pierwsza przedstawia przegląd literatury, druga omawia przyjęte w opracowaniu hipotezy, założenia metodologiczne, a trzecia przedstawia wyniki badań i ich analizę. Całość zamykają wnioski końcowe.

1. Skłonność spółek do wypłaty dywidend w świetle literatury

Wiek XX przyniósł duże zmiany na rynkach kapitałowych, dotyczące również polityki dywidendowej spółek, zwłaszcza na rozwiniętych rynkach, w szczególności w Stanach Zjednoczonych. W 2001 r. Fama i French [2001, s. 3–43] wprowadzili pojęcie „znikających dywidend”, odnosząc się do znacznego zmniejszenia się relacji spółek płacących dywidendy do spółek niepłacących dywidend. Uważają oni, że spadek liczby spółek płacących dywidendy wynika zarówno ze zmniejszenia skłonności spółek do wypłaty dywidend, jak i ze wzrostu liczby spółek o cechach sprzyjających niepłaceniu dywidend, czyli spółek małych, z niską rentownością, ale z dużymi możliwościami inwestycyjnymi.

Fama i French [2001, s. 3–43] przebadali charakterystyki spółek płacących dywidendy i spółek niepłacących dywidend. Badacze wskazują na trzy zmienne mające – ich zdaniem – istotny wpływ na decyzje o wypłacie dywidendy, a mianowicie rentowność przedsiębiorstwa, jego wielkość oraz możliwości inwestycyjne. Autorzy twierdzą, że duże firmy, o wyższej rentowności, są bardziej skłonne do wypłacania dywidend. Z kolei istniejące możliwości inwestycyjne tę skłonność zmniejszają.

Badania prowadzone przez De Angelo i in. [2004, s. 425–456] potwierdzają – jak to nazywają autorzy – „radikalną transformację” w praktykach dotyczących dywidend korporacyjnych w ostatnich dekadach, w tym fakt zmniejszenia się liczby spółek płacących dywidendę. Zauważają jednak, że dywidendy nie znikają; podkreślają wręcz, że wartość ogółem dywidend wypłacanych przez spółki przemysłowe wzrosła od 1978 r. Taki stan rzeczy uzasadniają dwutorowo. Po pierwsze, zauważają, że spadek liczby płatników wystąpił przede wszystkim wśród spółek, które płaciły niewielkie dywidendy. Po drugie, w grupie dużych płatników nastąpił jednoczesny wzrost wypłat [De Angelo, De Angelo, Skinner, 2003, s. 426].

Z kolei Julio i Ikenberry [2005, s. 89–100] udokumentowali wzrost odsetka amerykańskich firm płacących dywidendy od 2001 r., wskazując wręcz na odwrócenie trendu spadkowego. Uzasadniają to po części zmianą w zakresie opodatkowania dywidend, a po części faktem wejścia w fazę dojrzałości firm, które przeszły proces IPO pod koniec XX w. Należy przypomnieć, że Fama i French [2001] wskazywali, iż głównym powodem spadku odsetka płatników dywidend była duża liczba spółek nowo notowanych w latach 80. i 90. XX w. Julio i Ikenberry potwierdzają w swoich badaniach wpływ wielkości oraz dojrzałości firm (wieku firm) na ich skłonność do wypłacania dywidend.

Wyniki badań von Eije i Megginsona [2008, s. 347–374], dotyczące polityki dywidend firm z krajów starej Unii Europejskiej, potwierdzają, że jest ona w wielu aspektach podobna do polityki prowadzonej w tym zakresie przez firmy amerykańskie. Zauważyli na przykład, że odsetek europejskich firm płacących dywidendy również zmniejszył się w ostatnich latach, przy czym odnotowano wzrost wartości płatności ogółem. Badanie przeprowadzone przez von Eije i Megginsona dowodzi, że w zasadzie podobne czynniki wpływają na skłonność firm z Unii Europejskiej do płacenia dywidend, jak ma to miejsce w Stanach Zjednoczonych [von Eije, Megginson, 2008, s. 347 i n.]. Autorzy wskazują przy tym na wzrost znaczenia nabywania akcji własnych na rynku europejskim, przy czym podkreślają, że duża skala wykupów zaczęła się w Europie znacznie później niż w Stanach Zjednoczonych. Jako różnice dla polityki dywidend firm starej Unii w stosunku do firm amerykańskich uznają ponadto nieistotność teorii cateringowej (*catering theory*).

Von Eije i Megginson [2008] zastosowali w swoich badaniach szereg zmiennych, w tym odnoszące się do wielkości, rentowności czy możliwości inwestycyjnych spółek, ale także zmienne odnoszące się do zadłużenia, wartości spółek, wieku firm, faktu stosowania w kraju waluty euro czy aspektów związanych z prywatyzacją. Co istotne, badanie analizowało także skłonność firm do nabywania akcji własnych, co jednak nie jest przedmiotem niniejszego opracowania.

Wyniki badań Grullona i in. [2011, s. 1–24] nad polityką dywidend spółek amerykańskich w latach 1973–2006 sugerują, że skłonność firm do wypłaty dywidendy się nie zmieniła. Potwierdzają to spostrzeżenia De Angelo i in. [2004] dotyczące skoncentrowania wypłat dywidend w grupie największych firm. Autorzy potwierdzają istotność wpływu wielkości spółek, ich wieku, rentowności, możliwości inwestycyjnych i ryzyka na skłonność spółek do podjęcia decyzji o wypłacie akcjonariuszom części zysku netto.

2. Hipotezy, dane, założenia metodologiczne

Głównym celem badania jest charakterystyka spółek płacących dywidendy i spółek niepłacących dywidend oraz analiza wpływu powyższych charakterystyk na skłonność do wypłat w grupie niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2014 (okres, za który wypłacano dywidendy).

Dla realizacji celu opracowania postawiono następujące hipotezy badawcze:

H1: spółki płacące i niepłacące dywidendy istotnie różnią się pod względem wielkości, rentowności, możliwości inwestycyjnych, poziomu zadłużenia, ryzyka.

H2: wzrost wielkości spółek zwiększa ich skłonność do wypłaty dywidendy.

H3: wzrost rentowności zwiększa skłonność spółek do wypłaty dywidendy.

H4: wzrost możliwości inwestycyjnych zmniejsza skłonność spółek do wypłaty dywidendy.

H5: wzrost zadłużenia zmniejsza skłonność spółek do wypłaty dywidendy.

H6: wzrost ryzyka zmniejsza skłonność spółek do wypłaty dywidendy.

Weryfikacja postawionych w opracowaniu hipotez została przeprowadzona na bazie niezbilansowanego panelu danych dla grupy 246 niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2014. Dane finansowe (wyrażone w cenach bieżących) pozyskano z bazy Thomson Reuters. Wszystkie analizy statystyczne przeprowadzono z wykorzystaniem oprogramowania IBM SPSS Statistics.

Charakterystykę spółek płacących i niepłacących dywidendy przeprowadzono w oparciu o charakterystyki opisujące badane podmioty w podziale na dwie zdefiniowane wcześniej grupy:

- spółek płacących dywidendy w roku t ,
- spółek niepłacących dywidendy w roku t .

W analizach wykorzystano podstawowe statystyki opisowe. W celu weryfikacji hipotezy H1 zastosowano test t -Studenta.

Aby zbadać skłonności niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłacania dywidendy, wprowadzono zmienną zero-jedynkową, która przyjmuje wartość 1, gdy spółka wypłaciła dywidendę, w przeciwnym razie wartość zmiennej wynosi 0. Zero-jedynkowy charakter zmiennej objaśnianej wpłynął na wybór metody analizy zależności między zmienną objaśnianą a zmiennymi objaśniającymi – badanie przeprowadzono za pomocą regresji logistycznej. Równanie regresji logistycznej pozwala na obliczenie wartości oczekiwanej zmiennej zależnej. Liniowy model logitowy ma następującą postać [Gruszczyński (red.), 2012, s. 81]:

$$\text{logit}(p_i) = \ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \beta_3 x_{3i} + \beta_k x_{ki}$$

gdzie:

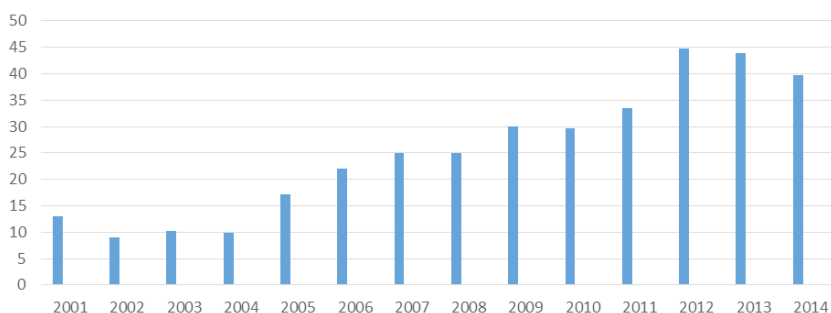
(p_{it}) – prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy (przyjęcia wartości 1) przez spółkę i w roku t

W modelu znalazło się sześć zmiennych opisowych:

- LNA – logarytm naturalny z aktywów ogółem, opisujący wielkość przedsiębiorstwa,
- LNS – logarytm naturalny ze sprzedaży, opisujący wielkość przedsiębiorstwa,
- ROA – wskaźnik rentowności aktywów, opisujący rentowność przedsiębiorstwa,
- LEV – wskaźnik zadłużenia ogółem (zadłużenie ogółem/aktywa ogółem), mierzący poziom zadłużenia spółki,
- BETA – wskaźnik beta, opisujący ryzyko,
- AGR – wyrażony w ułamku dziesiętnym wskaźnik wzrostu wartości aktywów ogółem w roku t w stosunku do roku $(t-1)$, opisujący możliwości inwestycyjne spółki.

3. Wyniki badania

Przeprowadzone badania, zmierzające do weryfikacji postawionych w opracowaniu hipotez, poprzedziła analiza dotycząca skali wypłacania dywidend przez niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2008–2014. Rys. 1 przedstawia odsetek niefinansowych spółek wypłacających dywidendy w szerszym okresie badawczym, a mianowicie w latach 2001–2014.



Rys. 1. Odsetek niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie płacących dywidendę w latach 2001–2014

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z rys. 1, w 2008 r. odnotowano najmniejszy odsetek spółek wypłacających dywidendy, biorąc pod uwagę przyjęty do dalszych badań okres 2008–2014. Niski udział spółek dywidendowych w ogólnej populacji spółek w 2008 r. zapewne był efektem kryzysu gospodarczego. W kolejnych latach zauważalny jest trend wzrostowy, który ulega nieznacznemu odwróceniu w 2013 r. Biorąc pod uwagę cały okres 2001–2014, należy zauważyć systematyczny wzrost odsetka spółek wypłacających dywidendy.

3.1. Test istotności różnic średnich wartości zmiennych objaśniających dla spółek płacących dywidendy i spółek niepłacących dywidendy

Do weryfikacji hipotezy H1 zastosowano test t-Studenta (dla różnych zmiennych test został przeprowadzony na różnej liczbie obserwacji z uwagi na brak danych). Wyniki analizy przedstawia tab. 1.

Jeżeli chodzi o wielkość przedsiębiorstw, do analizy przyjęto trzy zmienne: wartość aktywów ogółem, wartość przychodów ze sprzedaży, wartość kapitałów własnych. Wynik testu różnic średnich wartości każdej z wyżej wymienionych zmiennych potwierdza przyjętą hipotezę, która mówi, że spółki płacące i spółki niepłacące dywidendy różnią się pod względem wielkości na poziomie istotności 0,01. Dla każdej analizowanej zmiennej otrzymano wyraźnie wyższe wartości

Tab. 1. Wynik testu t-Studenta różnic średnich wartości zmiennych opisujących wielkość, możliwości inwestycyjne, rentowność, ryzyko, zadłużenie dla spółek płacących i niepłacących dywidendy w latach 2008–2014

Zmienna	Analizowana grupa*	N	Średnia	Odchylenie standardowe	Błąd standardowy	Wynik testu t-Studenta
Aktywa ogółem (mln zł)	1	592	2 401 820,58	7 676 703,546	315 510,572	4,240***
	0	944	990 102,96	3 270 555,996	106 447,531	
Przychody ze sprzedaży	1	592	1 927 824,47	4 509 424,535	185 336,207	5,185***
	0	943	860 234,78	2 754 651,437	89 703,793	
Kapitał własny	1	592	1 418 197,59	5 016 173,116	206 163,445	4,349***
	0	944	487 240,70	1 769 039,669	57 577,337	
Dynamika aktywów ogółem	1	537	0,0893	0,3245	0,0140039	-2,642***
	0	801	0,1562	0,5973	0,0211055	
Zysk operacyjny	1	592	153 178,05	545 523,239	22 420,867	4,657***
	0	942	42 327,19	245 540,570	8 000,144	
Zysk netto	1	592	124 292,54	440 588,905	18 108,092	5,089***
	0	943	26 518,88	197 059,486	6 417,140	
Wskaźnik ROA	1	586	6,7279	6,32924	0,26146	6,394***
	0	919	4,2940	8,38605	0,27663	
Wskaźnik beta	1	584	0,8614	0,51015	0,02111	-5,242***
	0	941	1,0242	0,69827	0,02276	
Wskaźnik zadłużenia ogółem	1	592	19,6841	17,20753	0,70723	-8,445***
	0	940	27,6675	19,23515	0,62738	

1 – spółki płacące dywidendy; 0 – spółki niepłacące dywidend; *** $p < 0,01$

Źródło: opracowanie własne.

średnie w grupie spółek płacących dywidendy, można zatem wnioskować, że spółki płacące dywidendy są na poziomie istotności 0,01 większe pod względem wartości aktywów ogółem, wartości kapitałów własnych i przychodów ze sprzedaży od spółek niepłacących dywidend.

Spółki płacące dywidendy mają na poziomie istotności 0,01 dużo niższe możliwości inwestycyjne, mierzone wskaźnikiem dynamiki aktywów ogółem. Charakteryzują się też, na poziomie istotności 0,01, niższym ryzykiem działalności mierzonym wskaźnikiem beta. Spółki płacące dywidendy są również w mniejszym stopniu zadłużone, świadczy o tym dużo niższa wartość średnia wskaźnika zadłużenia ogółem.

Jeżeli chodzi o rentowność przedsiębiorstw, do analizy przyjęto trzy zmienne: wartość zysku operacyjnego, wartość zysku netto, wartość wskaźnika rentowności aktywów ROA. Wynik testu różnic średnich wartości każdej z wyżej wymienionych zmiennych potwierdza przyjętą hipotezę, która mówi, że spółki płacące dywidendy i spółki niepłacące dywidend różnią się pod względem wielkości na poziomie istotności 0,01. Dla każdej analizowanej zmiennej otrzymano wyraźnie wyższe wartości średnie w grupie płatników dywidend, można zatem wnioskować, że spółki wypłacające dywidendy są na poziomie istotności 0,01 bardziej rentowne niż spółki niepłacące dywidend.

Podobne wyniki dla spółek notowanych na GPW w Warszawie w okresie 1996–2009, na poziomie istotności 0,05, uzyskał Kowerski [2011, s. 243–246].

3.2. Wyniki analizy regresji logistycznej dotyczącej skłonności spółek do wypłaty dywidendy

Analiza regresji logistycznej została wykorzystana do weryfikacji kolejnych hipotez odnoszących się do czynników wpływających na skłonność spółek do wypłaty dywidend. Droga kolejnych estymacji uzyskano model, w którym wszystkie współczynniki regresji logistycznej okazały się istotne statystycznie. Model szacowano na 1202 obserwacjach. Potwierdzono statystycznie istotne zależności między zmiennymi: LNS (wielkość), ROA (rentowność), AGR (możliwości inwestycyjne), BETA (ryzyko), LEV (zadłużenie) a zmienną zależną. Wartości współczynników regresji dla rozpatrywanego modelu przedstawia tab. 2.

Wyniki badania wskazują, że wielkość przedsiębiorstwa jest pozytywnie powiązana ze skłonnością spółek do wypłaty dywidendy ($\beta=0,375$, $p<0,01$), co potwierdza hipotezę H2.

Tab. 2. Wartości współczynników regresji dla analizowanego modelu logitowego

	B	Błąd standardowy	Wald	df	Istotność	Exp (B)
Stała	-3,938***	0,501	61,877	1	,000	0,019
LNS	0,375***	0,041	84,538	1	,000	1,455
ROA	0,042***	0,010	18,555	1	,000	1,043
AGR	-0,674***	0,251	7,207	1	,000	0,510
BETA	-0,658***	0,112	34,651	1	,000	0,518
LEV	-0,033***	0,004	74,064	1	,007	0,967
Pseudo R-kwadrat Coxa-i Shnella			0,161			
Pseudo R-kwadrat Nagelkerkego			0,217			

*** $p<0,01$

Źródło: opracowanie własne.

Analiza potwierdza także statystycznie istotną pozytywną zależność między rentownością a skłonnością spółek do wypłaty dywidend ($\beta=0,042$, $p<0,01$), co pozwala potwierdzić hipotezę H3. Badanie wskazuje na istnienie statystycznie istotnej negatywnej zależności między możliwościami inwestycyjnymi AGR ($\beta=-0,674$, $p<0,01$) a zmienną zależną, co potwierdza hipotezę H4. Potwierdzono tym samym, dla badanej grupy niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2014, że im większa spółka, bardziej rentowna, mająca mniej możliwości inwestycyjnych, tym większa szansa, że wypłaci dywidendę. Kierunek tych zależności jest zgodny z badaniami Famy i Frencha [2001], którzy wskazywali wielkość, rentowność i możliwości inwestycyjne jako główne determinanty decyzji w zakresie wypłaty dywidendy. Podobne rezultaty uzyskali m.in. Eije i Megginson [2008] i autorzy polscy, m.in. Kowerski [2011].

Kierunek zależności między pozostałymi zmiennymi niezależnymi: ryzykiem ($\beta=-0,658$, $p<0,01$) i poziomem zadłużenia ($\beta=-0,033$, $p<0,01$) a zmienną niezależną jest negatywny, potwierdzono tym samym hipotezy H5 i H6. Spółki obarczone

wyższym ryzykiem, wyższym poziomem zadłużenia są zatem mniej skłonne do podejmowania decyzji o wypłacaniu dywidend. Taki kierunek zależności jest również zgodny z badaniami światowymi [von Eije, Megginson, 2008] i badaniami prowadzonymi na rynku polskim [Kowerski, 2011].

Podsumowanie

Badanie przeprowadzone na grupie niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2014 pokazuje (na podstawie udziału spółek wypłacających dywidendy), że polityka dywidend zyskuje na znaczeniu na polskim rynku kapitałowym. Statystyki opisowe i przeprowadzone testy istotności różnic średnich wartości zmiennych objaśniających dla niefinansowych spółek płacących dywidendę i niepłacących dywidend wskazują jednoznacznie, że spółki płacące dywidendy są większe (w zakresie wartości aktywów ogółem, przychodów ze sprzedaży, kapitałów własnych) od spółek niewypłacających dywidend. Ponadto są bardziej rentowne w zakresie realizowanego zysku operacyjnego, zysku netto czy rentowności aktywów (ROA). Spółki płacące dywidendy wykazują się mniejszymi możliwościami inwestycyjnymi (mierzonymi dynamiką aktywów ogółem) od spółek niepłacących dywidend. Poza tym te dwie grupy spółek odróżnia poziom ryzyka i poziom zadłużenia – spółki dywidendowe są obciążone niższym ryzykiem i charakteryzują się niższym poziomem zadłużenia.

Przeprowadzone badanie regresji logitowej potwierdza, że pięć zmiennych niezależnych w istotny sposób wpływa na skłonność spółek do wypłacania dywidend. Stymulantami potwierdzonymi wynikami badania są wielkość przedsiębiorstwa – rentowność, natomiast destymulantami – poziom ryzyka, zadłużenie i możliwości inwestycyjne. Kierunki tych zależności są zgodne z wynikami wcześniej prowadzonych badań, zarówno światowych, jak i polskich. W związku z powyższym potwierdzono, że większe spółki, charakteryzujące się wyższą rentownością, są bardziej skłonne do wypłaty dywidend. Prawdopodobieństwo wypłaty maleje, gdy wzrasta poziom zadłużenia spółki, ryzyko, którym jest obciążona oraz wzrastają możliwości inwestycyjne.

Bibliografia

- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R., *Payout Policy in the 21st Century*, "Journal of Financial Economics" 2005, Vol. 77, Issue 3, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>.
- De Angelo H., De Angelo L., Skinner D.J., *Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and Consolidation of Earnings*, "Journal of Financial Economics" 2004, Vol. 72, Issue 3.
- Denis D., Osobov I., *Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy*, "Journal of Financial Economics" 2008, Vol. 89, Issue 1, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>.

- Eije H. von, Megginson W., *Dividends and Share Repurchases in the European Union*, "Journal of Financial Economics" 2008, Vol. 89, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.11.002>.
- Fama E.F., French K.F., *Disappearing Dividends: Changing Firms Characteristics or Lower Propensity to Pay?*, "Journal of Financial Economics" 2001, Vol. 60, Issue 1, DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405x\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405x(01)00038-1).
- Grullon G., Pay B., Underwood S., Weston J., *Has the Propensity to Pay out Declined?*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis" 2011, Vol. 46, DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109010000633>.
- Gruszczyński M. (red.), *Mikroekonometria. Modele i metody analizy danych indywidualnych*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2012.
- Julio B., Ikenberry D., *Reappearing Dividends*, "Journal of Applied Corporate Finance" 2005, Vol. 16.
- Kowerski M., *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków – Rzeszów – Zamość 2011.

The Effect of Company's Characteristics on the Propensity to Pay Dividends

Using a database of 246 nonfinancial companies listed on the WSE in the 2008–2014 period, the author analysed the characteristics of dividend payers and non-payers and the effect of company's characteristics on the propensity to pay dividends. The results of the study show that dividend payers are larger, more profitable, less leveraged, with lower risk and lower investment opportunities than non-payers. The results of logit regression confirm that size of a company and profitability are positively related to the propensity to pay dividends. Higher leverage, higher risk and higher investment opportunities will reduce the likelihood of paying dividends.

Wpływ charakterystyki spółki na jej skłonność do wypłaty dywidendy

Bazując na danych 246 niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2014, analizie poddano charakterystyki spółek płacących i niepłacących dywidendy oraz wpływ wybranych charakterystyk na skłonność badanych spółek do wypłaty dywidendy. Wyniki badania wskazują, że spółki płacące dywidendy są większe, bardziej rentowne, mniej zadłużone, obciążone mniejszym ryzykiem i posiadają mniejsze możliwości inwestycyjne od spółek niewypłacających dywidend. Wyniki regresji logitowej potwierdzają, że wielkość spółki i rentowność mają pozytywny wpływ na jej skłonność do wypłaty dywidendy. Prawdopodobieństwo wypłaty maleje, gdy wzrasta poziom zadłużenia spółki i ryzyko oraz wzrastają możliwości inwestycyjne.