



كلية التجارة  
قسم إدارة الأعمال

# التأثير المتبادل لسياسة توزيع الأرباح وسيولة السهم على قيمة المنشأة

## The Effect of Interrelationship between Dividend Policy and Stock Liquidity on Company Value

رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

إعداد

زينه نبيل زغبي

تحت إشراف

أ.د/ محمود عبد الهاדי صبح      د/ محمود حامد عبد العال  
أستاذ التمويل والإدارة المالية      مدرس إدارة الأعمال  
كلية التجارة- جامعة عين شمس      كلية التجارة- جامعة عين شمس

٢٠١٩

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَدْرًا

لِسْبُكَ لَا عِلْمَ لِنَا  
إِلَّا مَا هَلَمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ  
الْعَلِيمُ الْعَلِيمُ

صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمُ

سورة البقرة الآية: ٣٢



قسم إدارة الأعمال  
كلية التجارة

اسم الباحث: زينة نبيل زغبي

عنوان الرسالة: التأثير المتبادل لسياسة توزيع الأرباح وسيولة السهم على قيمة المنشأة.

اسم الدرجة: دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال.

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة:

مشرفاً

١. الأستاذ الدكتور / محمود عبد الهادي صبح  
ورئيسيًّا

أستاذ التمويل والإدارة المالية  
كلية التجارة - جامعة عين شمس

عضوًّا

٢. الأستاذ الدكتور/نادر البير فانوس

أستاذ الإدراة المالية  
كلية التجارة - جامعة عين شمس

عضوًّا

٣. الأستاذ الدكتور/ بهاء الدين سعد إبراهيم  
أستاذ التمويل والأساليب الكمية  
كلية التجارة- جامعة حلوان

تاريخ مناقشة الرسالة:

أجيزت الرسالة بتاريخ

٢٠١٩ / /

ختم الإجازة

٢٠١٩ / /

موافقة مجلس الجامعة

٢٠١٩ / /

موافقة مجلس الكلية

٢٠١٩ / /

# إِهْلَاجٌ

إلى وطني الغالي سوريّة

إلى من أحمل اسمه بكل افتخار إلى الذي أعطاني القوة والصبر وعلمني  
أمور الحياة وأنا أعلم يقيناً أن ما قد أنجذت وأن كل نجاحاتي في الحياة  
بسبب دعائه ورضائه عن  
والذي الغالي

وإلى سر الوجود .... إلى من كان دعائهما سر نجاحي وتوفيقني ... وحنانها  
دوائي وبسم حياتي إلى أغلى الحباب  
والذى الغالية

إلى الذين كانوا إلى جنبي في كل وقت .. ووقفوا معي ودعموني ...  
فكانوا العون والسد لي وهم أخوتى الغاليين  
علي و فراس و أحمد

إلى جميع أفراد عائلتي وأصدقائي ومحببني الذين ساندوني في غربتي  
وفرحوا لإنجازاتي

الباحثة  
زينه نبيل زغبي

# شُكْر وَفَقْرَر

الحمد لله رب العالمين والصلوة والسلام على خير المرسلين سيدنا محمد (صلى الله عليه وسلم) وعلى أله أجمعين وبعد:

لا يسعني - في هذا المقام - إلا أن أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل الأيادي التي ساهمت في إنجاز هذا المشروع، وأخص بالشكر سعادة الدكتور الرائع / محمود عبد الهادي صبح، الذي تفضل بالإشراف على مشروعه وقدم لي وقته الثمين والجهد والتوجيه والنصيحة فكان بمثابة الأب الحنون والمدرس الفاضل والمعلم الحقيقي، حيث تعلمت منه الكثير والكثير بدءاً من التواضع والتعامل الرأقي إلى الأخلاق الرفيعة وأخيراً وليس آخرأ حب العلم والمعرفة والمثابرة فاستطعت بفضلها أن أجتمع بين العلم والأخلاق الفاضلة والراقية فله كل الاحترام والتقدير سائلة المولى عز وجل أن يمد في عمره ويبقىه ذخراً لطلبة العلم وأن يجزيه الله كل الخير.

وأتقدم بخالص شكري وتقديرني إلى الأستاذ الدكتور / نادر ألبير فاتنوس، الذي كان تشجيعه لي وثقته بقدراتي أكبر دافع لاستعيد ثقتي بنفسي ولأثابر في طريق الدكتوراة الشاق.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى الدكتور / محمود حامد عبد العال، الذي كان عوناً وسندأ ومرشدأ لنا في رحلتنا الطويلة.

تتوجه الباحثة الباحث بأسمى آيات الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور / بهاء الدين سعد إبراهيم، أستاذ التمويل والأساليب الكمية بكلية التجارة جامعة حلوان، لتكرمه بقبول المشاركة في لجنة المناقشة والحكم على الرسالة بالرغم من كثرة مشاغله، الأمر الذي سيساعد الباحثة في الاستفادة من علمه الغزير المشهود به فله من الباحثة أسمى آيات الشكر والعرفان فسعدتني لا توصف بمجرد موافقته وقبوله تحكيم الرسالة.

وأتقدم بالشكر إلى أعضاء هيئة التدريس حفظهم الله، وأخص بالذكر الدكتور / عبده هيكل الذي ساهم في زرع بذور فكرة هذه الأطروحة وإلى روح الدكتور الغالي / محروس حسن، رحمة الله عليه، وعظيم الشكر والامتنان لمن كان معيناً لي في بداية مشواري ورحلتي في كلية تجارة عين شمس الأستاذ الدكتور / سعيد توفيق.

لكم مني جميعاً عظيم الشكر والامتنان

الباحثة

## مستخلص الدراسة باللغة العربية

### عنوان الرسالة: "التأثير المتبادل لسياسة توزيع الأرباح وسيولة السهم على قيمة المنشأة"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير العلاقة التبادلية ما بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة الأسهم على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية، وذلك من خلال دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات ودراسة تأثير سيولة السهم على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات، بالإضافة إلى دراسة تأثير العلاقة التبادلية بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة السهم.

وقد تم ذلك من خلال تبني فرضياً رئيسياً ينص على أنه "لا توجد هناك علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية ناتجة عن التأثير المتبادل لسياسة توزيع الأرباح وسيولة السهم على قيمة المنشأة" مع تقسيمه إلى ثلاثة فرضيات فرعية. وقد سعت هذه الدراسة إلى التتحقق من مدى صحة أو خطأ هذه الفرضيات من أجل الخروج ببعض من النتائج والتوصيات العلمية والعملية التي تمكن المداء من اتخاذ القرارات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح والقرارات المؤثرة على سيولة الأسهم بشكل ينعكس بشكل إيجابي على قيمة الشركة الاقتصادية.

أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي للتوزيعات النقدية خلال الفترة السابقة على القيمة الاقتصادية المضافة للشركة في الفترة اللاحقة لفترة التوزيعات، كما أثبتت نتائج اختبارات العلاقة ما بين التوزيعات وسيولة، وأن التوزيعات أدت بالفعل إلى رفع درجة سيولة السهم، كما أن توافر السيولة كان له أثر في أغلب الحالات على تحفيز الإدارة على دفع التوزيعات.

بالإضافة لما سبق، أظهرت النتائج أن هناك علاقة طردية بين التغير في القيمة الاقتصادية المضافة في الفترة الحالية عن الفترة السابقة وبين سيولة السهم متمثلة في مؤشرات الوسيط والوسط الحسابي والوسط الهندسي والوسط التوافقي، حيث تم إثبات علاقة طردية بين السيولة بمؤشراتها الخمسة وبين التغير في القيمة الاقتصادية المضافة. وبالتالي فإن النتيجة النهائية للدراسة استطاعت إثبات العلاقة الإيجابية ما بين التوزيعات وسيولة، وبالتالي تأثيرهما الإيجابي على القيمة الاقتصادية المضافة للشركة.

وبناء على هذه النتائج أوصت الدراسة ببعض التوصيات من أهمها:

استخدام التوزيعات كأداة لرفع درجة سيولة الأسهم والتخفيض من تكلفة التداول، وأهمية قيام الإدارة بكل شركة بأخذ سيولة الأسهم بعين الاعتبار عند وضع سياسة توزيع الأرباح، كما أوصت الدراسة بأهمية قيام الإدارة بكل شركة بأخذ سيولة الأسهم بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات المالية والإدارية والعمل على تعزيز سيولة أسهمها.

## قائمة المحتويات

الصفحة	الموضع
أ	<b>الأية الكريمة</b>
د	<b>لجنة المناقشة والحكم على الرسالة</b>
ب	<b>إهادء</b>
ج	<b>شكر وتقدير</b>
هـ	<b>مستخلص البحث</b>
و	<b>قائمة المحتويات</b>
طـ	<b>فهرس الجداول</b>
لـ	<b>فهرس الأشكال</b>
<b>الفصل الأول: الإطار العام للدراسة</b>	
١	<b>مقدمة</b>
٢	<b>أولاً: مشكلة الدراسة</b>
٣	<b>ثانياً: مراجعة نظرية وتطبيقية</b>
٣	<b>سياسة توزيع الأرباح وقيمة المنشأة</b>
١٩	<b>سيولة السهم وقيمة المنشأة</b>
٢٦	<b>سياسة توزيع الأرباح وسيولة السهم</b>
٣٨	<b>ثالثاً: فرضيات الدراسة</b>
٣٨	<b>رابعاً: مقاييس ومتغيرات الدراسة</b>
٤٠	<b>خامساً: النموذج المقترن للدراسة</b>
٤٠	<b>سادساً: أهداف الدراسة</b>
٤٠	<b>سابعاً: أهمية الدراسة:</b>
٤٠	<b>ثامناً: منهج الدراسة وحدوده</b>
٤١	<b>مجتمع الدراسة</b>
٤١	<b>عينة الدراسة</b>
٤١	<b>مصادر جمع البيانات</b>
<b>الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية</b>	

الصفحة	الموضع و الع
٤٢	أولاً- إجراءات الدراسة
٤٣	ثانياً- معالجة البيانات
٤٨	ثالثاً- نتائج الدراسة
٤٨	تحليل الارتباط بين التوزيعات النقدية و القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)
٥٠	تحليل الانحدار بين التوزيعات و القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)
٥٨	الانحدار اللوجستي الخطي الثنائي بين التوزيعات و القيمة المضافة
٦٤	تحليل الارتباط بين التوزيعات والسيولة
٦٥	تحليل الانحدار بين التوزيعات والسيولة
٧٧	تحليل الارتباط بين السيولة و القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)
٧٩	تحليل الانحدار بين السيولة و القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)
٨٠	اختبار الفروق بين متوسطات القيمة الإقتصادية المضافة وفقاً لمتغير التوزيعات
٨٢	التحليل التكراري
<b>النتائج والتوصيات</b>	
٨٣	أولاً: النتائج
٨٦	ثانياً: التوصيات
<b>قائمة المراجع</b>	
٨٧	المراجع باللغة العربية
٩١	المراجع باللغة الانجليزية
-	<b>ملخص الدراسة باللغة العربية</b>
-	<b>ملخص الدراسة باللغة الانجليزية</b>

## الفصل الأول الإطار العام للدراسة

### مقدمة:

تعد سياسة توزيع الأرباح من الموضوعات الأكثر جدلاً في الإدارة المالية لسنوات عديدة حتى أن البعض كان يدعوها بلغز التوزيعات (Dividend puzzle).

يعتبر قرار توزيع الأرباح، من القرارات المالية الهامة لأي منشأة أو مؤسسة، والتي يتربّب عليها تأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية لتلك المؤسسة، حيث تتحدد سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة في ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين وذلك الجزء الذي يتم احتيازه، فالأرباح المحتجزة تعتبر مصدراً رئيسياً لتمويل الاستثمار والتوسيع في الشركات وعلى الرغم من أن التوسيع مرغوب فيه فإن توزيع الأرباح مرغوب فيه أيضاً، وهذا يعني أن الهدفين متناقضان، فارتفاع معدل توزيع الأرباح معناه انخفاض في الأرباح المحتجزة ومعدل نمو أقل أو أبطأ في الأرباح المستقبلية، والعكس صحيح من خلال تأثير ذلك على حجم التوسيع والاستثمار. ولا تقصر أهمية موضوع توزيع الأرباح على المنشأة فحسب بل يتعداها أيضاً إلى جمهور المستثمرين الذين يستثمرون للحصول على العوائد النقدية وبالتالي فإن التوزيعات هي أحد المصادر الهامة للحصول على الدخل، ومن هنا لابد أن يختار المستثمر الاستثمار المناسب للحصول على عائد أعلى من خلال العديد من الأدوات الاستثمارية المتاحة في الأسواق المالية والتي تمكن المستثمر من تحقيق معدلات العائد المطلوبة.

إضافة إلى اهتمام المستثمرين بالحصول على معدلات عائد مرتفعة من استثمارتهم، إلا أن سيولة هذه الاستثمارات تعتبر أيضاً من الموضوعات الهامة التي حظيت باهتمام المستثمرين، فقد يرغب البعض بالحصول على نفدية بسرعة وبدون خسائر مالية كبيرة وبالتالي فإن سيولة الأسهم تعتبر أساسية للمستثمر عند اتخاذ القرار ببيعها أو شرائها، بالإضافة لكونها عامل مهم في الحكم على مدى كفاءة ونضج الأسواق المالية، إلى جانب تأثير السيولة على العديد الموضوعات الأخرى في مجال التمويل، كتأثيرها على عوائد الأصول وأسعارها وبالتالي تأثيرها على قيم الشركات والذي يعتبر أيضاً من الموضوعات التي حظيت باهتمام وبحث من قبل المعنيين والباحثين في مجال التمويل، وبالتالي فإن هذا البحث يأتي لمحاولة الاستفادة من مفهوم السيولة بأبعادها ومقاييسها لمحاولة الوصول لتقدير سياسة توزيع الأرباح وأثرها على قيمة المنشأة.

### **أولاً: مشكلة الدراسة:**

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها عملية المفاضلة بين احتجاز الأرباح من جهة ودفع النقدية من جهة ثانية، كما تعرف بأنها عرض لخطة عمل تتبع عند وجوب اتخاذ قرار توزيع الأرباح وتأخذ في الاعتبار هدفين وهما تعظيم ثروة المالك وتقديم التمويل الكافي.

وفي هذا الصدد نجد أن زيادة الأرباح الموزعة من المنشأة على المساهمين تعني حرمان المنشأة من فرص استثمارية مربحة في وقت من الأوقات، كما أن تخفيض الأرباح الموزعة أو الحفاظ على معدلاتها السابقة قد يعني تعطيل النقدية الزائدة وحرمان المساهمين منها ومن فرص استثمارها في مشاريع تمنحهم عائداً أعلى.

وتتبع أهمية سياسة التوزيع من اهتمام المستثمرين بإعلانات التغير في هذه السياسة ، فإذا كانت قيمة الأسهم العادلة لمنشأة ما تحسب في شكل القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية المتوقعة، فإن التوزيعات التي تدفع حالياً غالباً ما تؤثر في توقعات المستثمرين عن التوزيعات المستقبلية، ولذلك فإن قرار المنشأة بزيادة توزيعاتها عن فترة حالية قد يفسر بواسطة المستثمرين باعتباره مؤشراً على قدرة المنشأة في الاستمرار في توزيع هذا المستوى من الأرباح مستقبلاً. كما يعتبر موعد الإعلان عن توزيعات الأرباح من الأمور الهامة بالنسبة للمستثمرين وبعد مؤشراً يتم من خلاله اتخاذ قرارات استثمارية من جانب أطراف خارجية بحيث يدفع البعض للإقبال على الاستثمار في المنشأة أو يحجم البعض الآخر وذلك بحسب تقييم كل طرف لهذه المعلومات و وقت وصول المعلومات إليهم، بالإضافة إلى تأثير عوامل أخرى على هذا القرار والمتعلقة بصفات وخصائص المنشأة المراد الاستثمار بأسمها. ومن أهم هذه العوامل التي قد تؤثر على قرارات المستثمرين هي سبولة أسهم المنشأة والقدرة على تحويلها إلى نقدية وبسرعة ودون خسائر في قيمتها الرأسمالية، فسبولة الأسهم تعتبر من المفاهيم الواسعة والهامة أيضاً بالنسبة للمستثمرين في الأسواق المالية والتي تعني قدرتهم على تداول حجم كبير من الأسهم بسرعة وتكليف منخفضة ودون التأثير على سعر السهم.

وقد تم تفسير سياسة توزيع الأرباح من خلال ثلاث نظريات أساسية، أحدها تقول بأن زيادة نسبة الأرباح الموزعة تؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة وتسمى هذه النظرية بعصفور في اليد، في حين تفترض النظرية الثانية أن النسبة المرتفعة للأرباح الموزعة تؤدي إلى انخفاض في قيمة المنشأة بنظرية تفضيل الضرائب وتسمى هذه النظرية أما النظرية الثالثة ففترض أنه لا تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المنشأة.

إلا أن سياسة توزيع الأرباح ليست مقيدة بهذه النظريات الثلاثة، فهناك العديد من النظريات الأخرى التي قدمت لتفصير سياسة توزيع الأرباح هذه النظريات هي المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح - تأثير العميل - وفرضية تكلفة الوكالة.

من ناحية أخرى تعتبر سيولة الأسهم والأوراق المالية من الموضوعات الهامة في عالم التمويل والإدارة المالية، فهي تعتبر أحد الشروط الضرورية ل تمام كفاءة الأسواق المالية، كما أنها تعتبر في غاية الأهمية بالنسبة للمستثمرين فهي تمكّنهم من التعامل وتدالو الأوراق المالية بالسعر العادل عندما يرغبون، وبالتالي فهي تعني القدرة على تحويل الأوراق المالية إلى نقدية دون تحمل أي خسائر في القيمة. ومن هنا كانت دراسة موضوع سيولة الأسهم من الموضوعات الهامة بالنسبة للباحثين والمختصين في مجال التمويل والأسواق المالية

وبالتالي نظراً لأهمية كل من سياسة توزيع الأرباح وسيولة السهم بالتأثير على قيمة المنشأة جاءت هذه الدراسة لدراسة التأثير المتبادل لسياسة توزيع الأرباح وسيولة السهم على قيمة المنشأة.

## ثانياً- مراجعة نظرية وتطبيقية:

هناك الكثير من النظريات والدراسات التطبيقية التي تناولت كل من سياسة توزيع الأرباح وقيمة المنشأة، وسيولة السهم وقيمة المنشأة بالإضافة إلى بعض الدراسات التي بحث في سياسة توزيع الأرباح وسيولة السهم من أهمها:

### سياسة توزيع الأرباح وقيمة المنشأة:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح أحد الموضوعات الهامة التي حيرت علماء التمويل بالتوزن مع هيكل التمويل الأمثل للشركات، بالإضافة إلى كونها المجال الأكثر دراسة من خلال النماذج المختلفة وعلى الرغم من ذلك لازال هناك الكثير من الغموض الذي يحيط بدور وأهمية سياسة التوزيعات.

لقد هدفت معظم الدراسات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح الإجابة على الأسئلة التالية :

- لماذا تقوم الشركات بدفع التوزيعات النقدية؟
- كيف تقوم الشركات بوضع سياسة توزيع الأرباح الخاصة بها؟
- هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي؟

وقد ساهم الفكر المالي في تقديم مجموعة من التفسيرات المحتملة لسياسات توزيع الأرباح في المنظمات اعتماداً على وجود مجموعة من العوامل المؤدية لعدم تمام السوق والتي وفرت المناخ المناسب لظهور العديد من النظريات المالية التي أسهمت في تفسير سياسات توزيع الأرباح كنظرية الاختلافات الضريبية، نظرية الإشارات، نظرية الانقطاع التدريجي، نظرية المتبقى، نظرية الوكالة إلا أن نتائج الاختبارات العملية لهذه التفسيرات النظرية جاءت متعارضة، ففي حين أكدت بعض الدراسات على أهمية الدور الإيجابي للتوزيعات في تقليل درجة عدم تمايز المعلومات بين المستثمرين في السوق المالي والإدارة أو الحد من مشاكل الوكالة بين المالك والمستثمرين، أظهرت بعض الدراسات الأخرى التأثير السلبي لسياسات توزيع الأرباح والمرتبط بزيادة تكاليف المعاملات، زيادة مشاكل الوكالة بين المالك والمقرضين وزيادة الأعباء الضريبية.

### **دور النظرية الضريبية في تفسير سياسة توزيع الأرباح:**

يعتمد دور النظرية الضريبية في تفسير سياسة توزيع الأرباح بالمنظمات على وجود أحد العوامل المسيبة لعدم تمام السوق والمتمثل في تحمل المنظمات والمستثمرين في السوق المالي لضرائب مختلفة على الدخل، واختلاف أسلوب المعالجة الضريبية لكل من الدخل الناتج من التوزيعات والأرباح الرأسمالية مما يؤثر بدوره على طلب المستثمرين لأسهم المنظمات ذات التوزيعات المرتفعة، ومعدل العائد المتوقع قبل الضرائب للاستثمار في هذه الأسهم، وهذا ما يعرف بنظرية التمييز الضريبي. فضلاً عن ارتباط نظرية التمييز الضريبي للتوزيعات بنظرية عميل التوزيعات والتي ترى أن التباين في معدل الضريبة المفروض على التوزيعات والمفروض على الأرباح الرأسمالية ينتج عنه تباين في تفضيلات المستثمرين لسياسة توزيعات معينة دون الأخرى.

كما تفترض فرضية تأثير الضرائب أن نسبة توزيعات منخفضة تخفض تكلفة رأس المال وبالتالي تزيد من أسعار الأسهم، أي أن نسبة توزيعات منخفضة تساهم في تعظيم قيمة المنشأة، وتستند هذه الفرضية على اعتبار أن التوزيعات تخضع لمعدل ضرائب أعلى من معدل الضرائب المفروض على الأرباح الرأسمالية، بالإضافة لكون الضرائب على التوزيعات تفرض حالاً في حين الضرائب على الأرباح الرأسمالية تستحق فقط عند بيع السهم . لذلك فإن هذا الاختلاف في المعالجة الضريبية يجعل المستثمر الذي يفضل المعالجة الضريبية على الأرباح الرأسمالية يفضل الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة ضئيلة من الأرباح وبالتالي سيكون مستعداً لدفع علاوة على أسهم هذه الشركات.

في معظم الدول معدلات أعلى من الضرائب تفرض على التوزيعات مقارنة بالأرباح الرأسمالية وبالتالي فإن المستثمر الذي يخضع لمعدلات ضريبية مرتفعة سيفضل معدلات عائد معدلة بالمخاطرة قبل الضرائب أعلى للاحتفاظ بالسهم ذو التوزيعات المرتفعة وتعتبر هذه العلاقة بين معدلات العائد قبل الضرائب على السهم والتوزيعات تعتبر أساس فرضية تأثير الضرائب.

تصنف الدراسات والاختبارات العملية التي قدمت تفسيراً للعلاقة بين النظرية الضريبية وسياسات توزيع الأرباح وفقاً للمداخل التالية:

- دراسات اختبرت العلاقة بين عامل عائد التوزيعات في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ومعدل العائد المتوقع والتي تبينت نتائج الاختبارات العملية له، فيبينما توصلت دراسات Black and Scholes (1974), Miller & Scholes (1982) معنية بين كل من عائد التوزيعات ومعدل العائد المتوقع، توصلت دراسات Litzenberger & Ramaswamy (1979 & 1982), Blume (1980), Bradford (1980) & Gordon (1980) إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين عائد التوزيعات ومعدل العائد المتوقع وفقاً لنظرية الاختلافات الضريبية.

- دراسات قدمت اختباراً لسلوك أسعار الأسهم خارج السجل ( تاريخ سقوط حق السهم في التوزيعات ) في حين أظهرت نتائج Elton & Gruber (1970), long (1978), Kalay (1978), Poterba (1982), Michaely (1990) (1986) إمكانية قبول تفسير التغيرات في أسعار الأسهم حول تاريخ سقوط حق السهم في التوزيعات اعتماداً على افتراض التأثير الضريبي، جاءت نتائج Edeas (1984 & 1994) على النقيض من ذلك.

- دراسات اختبرت العلاقة بين الأنماط المختلفة لهيكل الملكية وسياسات توزيع الأرباح في حين توصلت دراسة Zeng (2003) إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية معنية بين نسبة التوزيعات المدفوعة ونسبة الملكية المؤسساتية بما يتفق مع نظرية عميل الضرائب، على النقيض من ذلك توصلت دراسة Barclay (2003) إلى عدم وجود علاقة بين نسبة ملكية المستثمرين الكبار وسياسة توزيع الأرباح في المنظمة بما يتفق مع نتائج دراسة Brav (2003)، والتي أوضحت أن المديرين عند وضعهم لسياسة توزيع الأرباح لا يسعون لجذب نوع محدد من المستثمرين.

من أهم الدراسات التي تناولت التوزيعات والضرائب:

- دراسة (1987) Ang والتي أكدت على أن الدور الذي تلعبه الضرائب في تقسيم معضلة التوزيعات يعد من أكثر النقط البحثية التي أظهرت العديد من الجدل العلمي وذلك لوجود مدخلين متناقضين في هذا الصدد. حيث يرى المدخل الأول أن الضرائب تؤثر على كل من اختيارات الأفراد، اختيارات المنظمات، تسعير السوق، والمدفوعات من التوزيعات على المستوى الكلي، بينما يرى المدخل الثاني أن الضرائب لا تعد عاملًا مؤثراً على أي من الاعتبارات السابقة. وهذا ما قد يفسر عدم توصل الدراسات السابقة في هذا الشأن إلى نتيجة محددة بشأن تأثير ضرائب التوزيعات على أسعار الأسهم

- واستناداً على ذلك فقد قدمت العديد من الدراسات تحليلًا لأثر الضرائب الشخصية للمستثمرين على سياسات توزيع الأرباح فعلى سبيل المثال أوضح (1967) & Farrar Selwyn أن انخفاض معدل الضريبة المفروضة على الأرباح الرأسمالية عن معدل الضريبة الشخصي على التوزيعات يزيد من تفضيل المستثمرين للحصول على الدخل في صورة أرباح رأسمالية، وبالتالي فإن المنظمات يجب ألا تتخذ قرارات ترتبط بدفع توزيعات نقدية وفي حالة ضرورة دفع توزيعات فإنه من المفضل أن تكون في شكل إعادة شراء أسهم، كما أوضحت الدراسة أن تباين معدل الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية من شأنه أن يؤدي إلى ما يعرف بظاهرة ظلة التوزيعات التي تعني أن سهم المنظمة التي تدفع توزيعات يجب أن يحقق عائد قبل الضريبة يزيد عن العائد الذي يتحقق سهم منظمة أخرى تتنمي إلى نفس فئة المخاطرة ولكنها تتبع سياسة احتجاز الأرباح.

- إن التحليل الرسمي لنظرية تأثير العميل بالنسبة للتفضيل الضريبي بدأ من قبل Brennan (1970)، والذي قام باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وإدخال معامل مستوى الضريبة للمستثمر في النموذج، حيث توصل النموذج إلى أنه عندما يواجه المستثمر معدل ضريبة فعال على التوزيعات مقارنة بالأرباح الرأسمالية، فإن النموذج يتوقع علاقة موجبة بين الأرباح قبل الضرائب على السهم و عائد التوزيعات. والنتيجة الثانية التي توصل لها النموذج هي أن المستثمر يحوز على مزيج من محفظة السوق فالمستثمر الذي يفضل الضرائب على التوزيعات يحوز بمحفظته على نسبة كبيرة من الأسهم ذات التوزيعات الكبيرة، بينما المستثمر الذي يفضل الضرائب على الأرباح الرأسمالية يفضل الأسهم ذات التوزيعات المنخفضة.

ونظراً لكون النموذج يفرض وجود علاقة سلبية بين أسعار الأسهم والتوزيعات، فإن المستثمر الذي يفضل الضرائب على التوزيعات يمتلك محفظة تغلب عليها الأسهم ذات التوزيعات الكبيرة.

هناك قدر كبير من الدراسات التطبيقية التي قدمت لاختبار نموذج Brennan ولفهم العلاقة بين التوزيعات وعوائد الأسهم، دراسة Black and Scholes (1974) حيث قاما باختيار نموذج Brennan ووجدوا أنه لا يوجد أي تأثير للضرائب حيث توصلوا إلى أنه معدل توزيعات عالي أو منخفض على السهم لا يؤثر على عائد السهم سواء قبل أو بعد الضرائب. إلا أن Black and Litzenberger and Ramaswamy (1979) انتقدا بشدة نظرية Brennan وبشكل خاص تعريفهم عائد التوزيعات حيث قاما بتطوير نموذج Scholes واستخدما التوزيعات الشهرية على الأسهم في تصنيف عوائد الأسهم وجاءت نتيجة بحثهما متطابقة مع نتيجة بحث Brennan وإن التطبيق العملي لنتيجة Litzenberger and Ramaswamy (1979) هو أن المنشأة يمكنها زيادة سعر أسهمها من خلال تخفيض نسبة التوزيعات. وبال مقابل انتقد Miller and Scholes (1982) النتيجة التي توصل لها Litzenberger and Ramaswamy وانتقدا استخدامها للتوزيعات الشهرية للأسهم، حيث بينا أن العلاقة الإيجابية بين العائد على السهم والتوزيعات هي نتيجة عامل المعلومات. إلا أن Litzenberger and Ramaswamy قاما بإعادة دراسة العلاقة بين التوزيعات وعوائد الأسهم وذلك بعد تصحيح التوزيعات لأي تأثيرات محتملة للمعلومات وكانت نتائجهما متوافقة مع نتائجهما السابقة.

بعض الآخر من الباحثين قاموا بدراسة الحدث، Elton and Gruber (1970) والذان وجدوا أن متوسط عائد السهم خارج السجل موجبة وتناقص مع عوائد التوزيعات وقاموا بتفسير ذلك كدليل غير مباشر على عمل ضرائب التوزيعات.

دراسة تأثير الضرائب على قرارات المستثمر بالاعتماد على سلوك أسعار الأسهم خارج السجل، فقد أظهر E&G أنه إذا أخذ المستثمر الضرائب في الاعتبار عند اتخاذ قراره، وبالتالي فإن الانخفاض في الأسعار بعد تاريخ السجل يجب أن يعكس سلبية الضرائب على التوزيعات مقارنة بالضرائب على الأرباح الرأسمالية خلال ذلك اليوم، وذلك نظراً لكون الضرائب على التوزيعات تكون في معظم الأحيان أعلى من الضرائب على الأرباح الرأسمالية، حيث تفترض النظرية أنه في حال كان هناك تأثير للضرائب على اختيار المستثمر فإن الانخفاض في أسعار الأسهم سيكون بشكل عام أقل من التوزيعات. ومنذ عام 1970 ظهرت أكثر من 100 دراسة