



Research Article

## The Impact of Dividend Payment Patterns and Price-to-Earnings Ratio on the Market Value of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

**Saeid Yadegari** \*: Assistant Professor of Accounting, Accounting Department, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Shahid Ashrafi Isfahani, Isfahan, Iran  
[S.yadegari@ashrafi.ac.ir](mailto:S.yadegari@ashrafi.ac.ir)

**Maedeh Ranjbar Zahrani**: Master of Accounting, Accounting Department, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Shahid Ashrafi Isfahani, Isfahan, Iran  
[M.ranjbar@ashrafi.ac.ir](mailto:M.ranjbar@ashrafi.ac.ir)

### Abstract

The stock price is one of the most important factors that motivates investors to buy or sell stocks. However, the presence of challenges in explaining stock price behavior due to the influence of various internal and external factors is an inevitable issue in any capital market. Among the most important fundamental analysis tools in pricing discussions are dividends and the price-to-earnings ratio. This study evaluates their informational role in the form of dividend payout patterns and lagged price-to-earnings ratio. Data from 113 profitable companies listed on the exchange over eight-years (2014-2021) were collected. In this study, a multiple linear regression model (with fixed effects panel data) was used and three variables of size, growth, and financial leverage were also controlled. The findings indicate that cash dividends, particularly dual dividends with a majority cash component, have a significant positive impact on the end-of-period stock price. However, bonus shares, whether individually or combined with cash dividends as dual dividends with a majority bonus component, do not significantly influence the end-of-period stock price. Furthermore, an increase in the lagged price-to-earnings ratio corresponds to a significant rise in the current period's stock price. These results highlight the stronger informative role of cash dividends compared to bonus shares, even in the case of dual dividends where a stronger price reaction to the cash majority is observed. Additionally, the study confirms the informational content of the price-to-earnings ratio and provides evidence for its predictive power in forecasting changes in stock price in subsequent periods. Overall, this research contributes to the understanding of stock price behavior in the Tehran Stock Exchange and highlights the importance of considering dividend payout patterns and the price-to-earnings ratio in investment decision-making.

**Keywords:** Price-earnings ratio, Cash dividends, Bonus shares, Dual dividends, Stock price

---

\* Corresponding author

## Introduction

In response to news about profitability and dividends, the stock price may rise owing to future optimism or fall due to market perception. Corporate news serves as an information source for investors and guides them in their investment decisions. This article looked into the role of dividends and the price-to-earnings ratio in providing information. There is no agreement across countries on the impact of these two factors on stock prices, and new issues must be explored and researched. What sets this study apart from other similar studies in this field is the role of dual dividends in dividend distribution methods, which is discussed for the first time as a combination of cash dividends and bonus shares in domestic research and could be of interest to researchers and scholars for filling the existing gap in the impact of combined dividends. The primary goal of this study was to find a suitable answer to the question of what effect payment patterns of cash dividends, bonus shares, dual dividends, and the previous period's P/E ratio to the average of similar companies have on the stock price of the listed company at the end of the period.

Dividends are one of the most efficient methods for management to provide information to the market about the company's ability to achieve future profits and improve performance, which aids investors in accurately determining the true worth of a share. According to [Huang et al. \(2009\)](#), one of the basic features of dual dividends is that both its components, i.e., cash dividends and bonus shares, send separate signals of future profitability to the market. But when both forms are combined, the company's future profitability is conveyed with a stronger signal. The P/E ratio is one of many ratios used in relative valuation. The price-to-earnings ratio shows the relationship between stock price and earnings per share (EPS) and reflects the market's expectations of the stock's profitability and prospects ([Sarwar, 2013](#)). The stock price behavior highlights the importance of the price-earnings ratio as a valuation multiple. In this research, the high

and low ratio compared to the average of similar companies in each industry was used as an evaluation criterion to provide a more comprehensive perspective for understanding the information content of P/E in the analysis of stock price behavior.

The research hypotheses were set and tested as follows:

- H<sub>1</sub>: Paying cash dividends during the period has a positive and significant effect on the stock price at the end of the period.
- H<sub>2</sub>: Issuing bonus shares during the period has a positive and significant effect on the stock price at the end of the period.
- H<sub>3</sub>: Paying dual interest during the period has a positive and significant effect on the stock price at the end of the period.
- H<sub>4</sub>: The effect of dual dividends on stock price is different in the trend of cash dividends than the trend of bonus shares.
- H<sub>5</sub>: The comparative and delayed P/E ratio from the previous period has a positive and significant effect on the final prices.

## Methods & Material

The statistical sample for this study consisted of 113 profitable enterprises. The study used a multiple linear regression technique based on combined data with a generalized least squares approach and a fixed effects model to estimate the model and test the research hypotheses. Following the research of [Ifeanyichukwu and Yusuf \(2021\)](#) and [Liu and Chi \(2014\)](#), research models were developed based on equations (1) and (2):

$$\begin{aligned}
 Mps_{it} = & \alpha + \beta_1 Cash\_div_{it} + \beta_2 Stock\_div_{it} \\
 & + \beta_3 Dual\_div_{it} \\
 & + \beta_4 Per\_compared_{i(t-1)} \\
 & + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Growth_{it} \\
 & + \beta_7 Lev_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 Mps_{it} = & \alpha + \beta_1 Cash\_div_{it} + \beta_2 Stock\_div_{it} \\
 & + \beta_3 Dual\_div\_cash\_inclined_{it} \\
 & + \beta_4 Dual\_div\_stock\_inclined_{it} \\
 & + \beta_5 Per\_compared_{i(t-1)} + \beta_6 Size_{it}
 \end{aligned}$$

$$+\beta_7 Growth_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Where:

*Mps*= The share's market price at the end of the fiscal period.

*Cash\_div*= Cash dividend paid during the period after subtracting 10% of the last period's Eps.

*Stock\_div*= The capital increase amount from the accumulated profit and reserves divided by the number of ordinary shares at the time of the capital increase extraordinary general meeting.

*Dual\_div*= The sum of cash dividends and bonus shares paid per share during a period.

*Dual\_div cash/stock\_inclined*= Dual dividend is a non-cash trend until the ratio of cash profit to dual dividends is equal to or greater than 0.5.

*Per\_compared*= Price earnings ratio delayed and compared to the average of its industry peers

*Size*= The natural logarithm of the company's total assets.

*Growth*= The difference in sales between the current and prior periods divided by the previous period's sales.

*Lev*= Total liabilities divided by total assets of the company

## Findings

**Table 1: Regression Results**

Variable	Model A			Model B		
	Coefficient	t-value	probability	Coefficient	t-value	probability
Constant	3.939	13.460	0.000	3.678	3.735	0.000
Cash_div	0.101	6.585	0.000	0.115	6.647	0.000
Stock_div	-0.028	-0.759	0.448	-0.032	-0.928	0.354
Dual_div	0.047	2.821	0.005	-	-	-
Dual_div-cash_inclined	-	-	-	0.068	3.271	0.001
Dual_div-stock_inclined	-	-	-	0.033	1.815	0.069
Per_compared <sub>(t-1)</sub>	0.006	4.918	0.000	0.006	5.077	0.000
Size	0.607	5.684	0.000	0.632	5.219	0.000
Growth	0.197	3.678	0.000	0.205	3.437	0.001
Lev	-1.099	-6.454	0.000	-1.109	-7.956	0.000
F-statistic (prob)	27.926 (0.000)	25.241 (0.000)		Sum squared resid	492.231	487.486
Adjusted R-squared	0.780	0.763		R-squared	0.565	0.569
Durbin-Watson stat	1.532	1.549				

Source: Research findings

## Conclusion & Results

The result of H1 supports the signaling hypothesis or informational content of stock dividends and the bird theory, which is consistent with the research of Qolipour (1996), Kathirlu (2021), Ifeanyichukwu and Yusuf (2021), Joshi (2012), Liu and Chi (2014), and Sharma (2011). However, it is not consistent with the findings of Saeedi et al. (2017), Akbar and Baig (2010), Kibet et al. (2016) and Mirfakhr-Al-Dini et al. (2011) do not match.

The result of H2 is compatible with the view that bonus shares are only a type of classification change and practically have no value for the shareholder. This result is consistent with the findings of Saeedi et al.

(2017), Ifeanyichukwu and Yusuf (2021) and Kibet et al. (2016). On the other hand, this is in contrast with the findings of Jahankhani and Abasi (1991), Qolipour (1996), Akbar and Baig (2010). And Liu and Chi (2014) conflict.

According to the result of H3, strong evidence from the Tehran stock market is provided to support the combination of the two hypotheses of free cash flow and retained earnings or the balanced dividend distribution hypothesis, which is in line with the findings of Liu and Chi (2014) and contrasts with the findings of Akbar and Baig (2010), suggests that the distribution of bonus shares alone does not have an impact on stock prices. However, when combined with cash

dividends, it has a positive effect on stock prices.

The results obtained from comparing the cash and non-cash orientations in H4 reaffirm the lack of impact of bonus shares on the end-of-period stock prices, as only in the cash orientation, dual dividends lead to an increase in stock prices and in the bonus orientation, no significant effect on stock prices is observed. This finding is somewhat in contrast with the findings of Huang et al. (2009), who identified balanced dual dividends and dual dividends with non-cash orientation as the factors influencing the growth of future earnings.

According to the result of H5, the P/E ratio from the previous period can explain the

prices at the end of the period and provide evidence of the signaling effect and the information content of the P/E ratio to the average of similar companies. This result is consistent with Saeedi et al. (2017), Kathirlu (2021), Yahyazadeh Far and Hijabi (2020), Ifeanyichukwu and Yusuf (2021), Joshi (2012) and is in contrast with the two studies of Mirfakhr-Al-Dini et al. (2011) and Sharma (2011).

Generally, these two internal criteria, in addition to evaluating current or past performance and determining the intrinsic value, have valuable information about the outlook and future performance of the stock.

## مقاله پژوهشی

# تأثیر الگوهای پرداخت سود سهام و نسبت قیمت به سود بر ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده

## در بورس اوراق بهادار تهران

سعید یادگاری<sup>1</sup> ID: استادیار حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، اصفهان، ایران.

[S.yadegari@ashrafi.ac.ir](mailto:S.yadegari@ashrafi.ac.ir)

مآنده رنجبر زهرانی: کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، اصفهان، ایران.

[M.ranjbar@ashrafi.ac.ir](mailto:M.ranjbar@ashrafi.ac.ir)

### چکیده

قیمت سهام یکی از مهم‌ترین عواملی است که سرمایه‌گذاران را به خرید یا فروش سهام ترغیب می‌کند. با این حال زمینه وجود چالش در تبیین رفتار قیمت سهام به دلیل تأثیرگذاری عوامل متعدد داخلی و خارجی، مسئله ناگزیر هر بازار سرمایه‌ای است. از جمله مهم‌ترین ابزارهای تحلیل بنیادی در بحث قیمت‌گذاری، سود سهام و نسبت قیمت به سود است که این پژوهش، نقش اطلاعاتی آن‌ها را در قالب الگوهای پرداخت سود سهام و ضریب قیمت به سود تأخیری ارزیابی می‌کند. برای این منظور، اطلاعات مربوط به ۱۱۳ شرکت سودآور در بورس تهران در طی یک دوره هشت‌ساله (۱۳۹۳-۱۴۰۰) جمع‌آوری شده است. در این پژوهش، از یک مدل رگرسیون خطی چندگانه (داده‌های پنل با اثرات ثابت) استفاده شده و سه متغیر اندازه، رشد و سطح بدهی مالی نیز کنترل شده‌اند. نتایج نشان می‌دهند که سود نقدی، به‌ویژه سود دوگانه با اکثریت نقد، تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام پایان دوره دارد. با این حال، سهام جایزه، به‌تنهایی یا در ترکیب غالب با سود نقدی تحت عنوان سود دوگانه با گرایش جایزه، تأثیر معناداری بر قیمت سهام انتهای دوره ندارند. علاوه بر این، افزایش نسبت قیمت به سود تأخیری با افزایش قیمت سهام در دوره جاری همراه است. این یافته‌ها حاکی از قوی‌تر بودن نقش اطلاعاتی سود نقدی نسبت به سهام جایزه است، به حدی که حتی در مورد سود دوگانه، واکنش قوی‌تری به گرایش نقد مشاهده می‌شود. علاوه بر این، این پژوهش محتوای اطلاعاتی نسبت قیمت به سود را تأیید کرده و شواهدی درباره قدرت پیش‌بینی آن برای تغییرات قیمت سهام یک دوره بعد ارائه می‌کند. به‌طور کلی، این مطالعه به درک رفتار قیمت سهام در بورس تهران کمک می‌کند و اهمیت در نظر گرفتن الگوهای پرداخت سود سهام و نسبت قیمت به سود را در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به‌وضوح بیان می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** نسبت قیمت به سود، سود نقدی، سهام جایزه، سود دوگانه، قیمت سهام.

## مقدمه

یکی از موارد مهم در جهت رشد و توسعه بازار سرمایه، آگاهی از نحوه قیمت‌گذاری سهام و عوامل مؤثر بر آن است. در واقع عواملی که بتواند سرمایه‌گذاران را به نحوی در قیمت‌گذاری سهام، ارزیابی وضعیت فعلی و پیش‌بینی چشم‌انداز آتی سرمایه‌گذاری راهنمایی کند، موضوع مهم و کلیدی محسوب می‌شود. در این بین، سود سهام و نسبت قیمت به سود به‌عنوان دو معیار ارزش‌گذاری سهام، در رویکرد تنزیل جریان نقدی و رویکرد ارزشیابی نسبی مطرح می‌شوند و در عین حال از محبوبیت ویژه‌ای نزد سرمایه‌گذاران برخوردارند. با این حال بسیاری از سرمایه‌گذاران اطلاعات کافی درباره محتوای اطلاعاتی و اثر آن‌ها بر روند معاملات سهام در بورس نداشته و به همین دلیل در هنگام خرید و فروش سهام با چالش‌هایی مواجه می‌شوند. جدایی از این مسئله، تنوع شیوه‌های توزیع سود سهام طی زمان، به‌عنوان یکی از مهم‌ترین معماهای حل‌نشده در بحث تأمین مالی شرکت‌ها و جذب سرمایه‌گذاران باقی مانده است و تعادل هم‌زمان بین پرداخت سود و حفظ سود در شرکت به منظور رشد و توسعه، چالشی سخت برای مدیران محسوب می‌شود؛ علی‌الخصوص زمانی که مدیران برای دستیابی به ترکیب بهینه از پرداخت سود به منظور افزایش قیمت سهام با مسائلی چون هزینه‌های نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و سایر اصطکاکات بازار شامل مالیات مواجه می‌شوند. به همین منظور در این پژوهش تلاش شده تا با ارزیابی پیامدهای به‌کارگیری الگوهای مختلف پرداخت سود سهام و تحلیل نسبت قیمت به سود، گامی کوچک در جهت راهنمایی مدیران به انتخاب سیاست تقسیم سود بهینه در کنار آگاهی بخشی به تصمیمات سرمایه‌گذاران برداشته شود.

صاحب‌نظران و پژوهشگران مالی به‌خصوص تحلیلگران بنیادی، نقش سود سهام و نسبت قیمت به سود را به‌عنوان دو عامل درونی مؤثر بر رفتار قیمت سهام مورد مطالعه قرار داده‌اند؛ نتایج تعدادی از پژوهش‌ها، تأثیر سود سهام و نسبت قیمت به سود را در ایجاد تصویری از سودآوری آتی سهم تحت عنوان نقش اطلاعاتی تأیید نموده است (Almumani, 2014; Khan, 2012; Liu & Chi, 2014; Sharif et al., 2015; Sharma, 2011). در مقابل پژوهش‌هایی نیز اثر این عوامل را بر قیمت سهام ناچیز و بی‌اهمیت دانسته و محتوای اطلاعاتی آن را زیر سؤال برده‌اند (خالقی مقدم و رستمی، ۱۳۸۲؛ شجاع، ۱۳۹۱؛ Akbar & Baig, 2010; Gill et al., 2012; Kibet et al., 2016). از این رو در مورد تأثیر این عوامل بر قیمت سهام در کشورهای مختلف توافقی ارائه نشده و هنوز جنبه‌های جدیدی از آن جای بحث و مطالعه دارد. آنچه این پژوهش را از سایر پژوهش‌های مشابه در این زمینه متمایز می‌کند، بررسی نقش سود دوگانه برای اولین بار در پژوهش‌های داخلی است که می‌تواند شایسته توجه محققان و پژوهشگران جهت پر کردن شکاف موجود در زمینه تأثیر سودهای ترکیبی بر ارزش بازار سهام ایران باشد. در نظر گرفتن میانگین  $p/e$  شرکت‌های هم‌گروه در هر صنعت جهت محاسبه نسبت قیمت به سود نیز از جنبه‌های نوآوری‌های این پژوهش محسوب می‌شود و دیدگاه جامع‌تری را برای بررسی محتوای اطلاعاتی آن فراهم می‌کند. به‌طور کلی پژوهش حاضر بر نقش اطلاعاتی سود سهام و نسبت قیمت به سود تمرکز داشته و به‌طور خاص تأثیر هر یک از الگوهای پرداخت سود نقدی، سهام جایزه، سود دوگانه و نسبت قیمت به سود تأخیری-مقایسه‌ای را بر قیمت سهام انتهای دوره شرکت‌های سودآور بورسی طی بازه زمانی ۱۳۹۳ تا

قلمداد و برگشت از آن را پرهزینه می‌دانند، لذا نسبت به افزایش و کاهش سود تقسیمی محتاط عمل نموده و بر اساس شرایط بنیادی شرکت و ارزیابی خود از سودهای بلندمدت و پایدار، اقدام به توزیع سود سهام می‌کنند (علوی طبری و همکاران، ۱۳۸۸). پس دور از ذهن نخواهد بود که تداوم پرداخت سود نقدی در بلندمدت، از طریق سودآوری شرکت تعیین می‌شود و اگر مدیران تمایلی به کاهش میزان سود نقدی نداشته باشند، افزایش سود نقدی می‌تواند چنین تفسیر شود که مدیریت نسبت به تداوم رشد و سودآوری آتی سهم خوش‌بین بوده و نسبت به حفظ این میزان سود نقدی برای دوره‌های آتی اطمینان دارد (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴؛ Aharony & Swary, 1980). باین حال مسئله‌ای که مدیران با آن روبرو هستند، بحث پرهزینه بودن سود نقدی جهت سیگنال‌دهی به بازار است زیرا در عمل با خروج وجه نقد از شرکت، منابع داخلی کاهش یافته و توانایی شرکت برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های آتی محدود می‌شود که به‌نوبه خود تأثیر منفی بر قیمت سهام می‌گذارد. به همین جهت مدیران در واحدهای جوان‌تر با توان رشد بالا و سودآوری پایین، از سهام جایزه یا سود سهمی به‌عنوان ابزاری برای حفظ نقدینگی، تأمین مالی داخلی و روش جایگزین برای علامت‌دهی به بازار استفاده می‌کنند (Wang et al., 2011). در واقع سهام جایزه تنها یک نوع تغییر طبقه‌بندی از حساب سود انباشته به حساب سرمایه سهام عادی است و هیچ‌گونه جریان خروجی از شرکت ندارد.

### سهام جایزه

به اعتقاد کرافورد و همکاران (2005) در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سود سهمی سیگنالی از خوش‌بینی نسبت به سودآوری آتی است؛ به‌ویژه زمانی که سود

۱۴۰۰ مورد بررسی قرار داده است. در ادامه خلاصه‌ای از مبانی نظری همراه با نتایج مهم‌ترین پژوهش‌ها بیان و سپس فرضیه‌ها و مدل پژوهش ارائه می‌شود. در دو بخش بعدی نیز، یافته‌های آماری همراه با نتایج آزمون‌ها تشریح و بر اساس نتایج به‌دست آمده، جمع‌بندی و توصیه‌هایی ارائه می‌شود.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

استدلال اصلی در تئوری‌های علامت‌دهی سود تقسیمی، فرض عدم تقارن اطلاعاتی مدیران و سرمایه‌گذاران نسبت به سودآوری آتی سهام در نظر گرفته شده؛ لذا مدیران در جهت راهنمایی سرمایه‌گذاران، اطلاعاتی از عملکرد آتی شرکت را به طریق مختلفی به بازار منتقل می‌کنند تا سرمایه‌گذاران بتوانند ارزیابی دقیق‌تری از ارزش واقعی سهام داشته باشند. یکی از مؤثرترین روش‌های انتقال این اطلاعات، سیاست تقسیم سود شرکت است که سیگنال‌هایی از توانایی سودآوری و تحقق جریان‌های نقدی آتی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد (Spence, 1978). در واقع هدف اصلی از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، کسب حداکثر بازدهی با پذیرش درجه قابل قبولی از ریسک است، بنابراین انتظار می‌رود با بالا رفتن توان سودآوری و قدرت تولید جریان‌های نقد آتی، اطمینان به سرمایه‌گذاری افزایش و سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در آن سهم ترغیب شوند؛ به عبارت دیگر با بالا رفتن انتظارات از آینده سهم یا افزایش پتانسیل بازدهی سهام، تقاضا برای خرید و به دنبال آن قیمت بازار سهام افزایش پیدا کند.

### سود نقدی

مدیران، توزیع سود سهام را یک تصمیم چسبنده

نقدی را نشانه‌هایی از مشکلات مالی، کمبود نقدینگی یا افزایش بدهی‌های شرکت تفسیر نموده و اعتقاد دارند حفظ وجوه مازاد در شرکت، بر اساس فرضیه جریان نقد آزاد<sup>۳</sup>، به تشدید مشکلات نمایندگی و افزایش انگیزه مدیران به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ناکارآمد می‌شود (Akbar & Baig, 2010). لذا به نظر می‌رسد هزینه علامت‌دهی با صدور سهام جایزه نیز چالش‌هایی را به همراه دارد که انگیزه‌ای را برای استفاده از گزینه‌های ترکیبی همچون سود دوگانه فراهم می‌کند.

#### سود دوگانه

به اعتقاد هوانگ و همکاران (2009) یکی از ویژگی‌های اساسی سود دوگانه این است که هر دو جزء آن یعنی سود نقدی و سهام جایزه، سیگنال‌های جداگانه‌ای از چشم‌انداز سرمایه‌گذاری به بازار مخابره می‌کنند و زمانی که هر دو نوع توزیع سود باهم ترکیب شوند، احتمال زیادی وجود دارد که اثر سیگنال‌دهی سود سهام تقویت شود؛ موضوعی که به‌عنوان هم‌افزایی<sup>۴</sup> در مباحث مالی مطرح می‌شود (Huang et al., 2009 ; Liu & Chi, 2014). بر اساس یافته‌های پژوهش‌تندن و ملهوترا (2013) نیز، اگر سهام جایزه همراه با سود نقدی توزیع شود، شدت افزایش قیمت سهام محسوس‌تر است. اما تنها به شرطی که سهام جایزه، میزان پرداخت سود نقدی گذشته را حفظ کند، در این حالت ثروت سهامداران به‌طور چشمگیری افزایش می‌یابد (Tandon & Malhotra, 2013).

با توجه به فرضیه تقسیم سود متوازن<sup>۵</sup> که ترکیبی از فرضیه‌های علامت‌دهی سود تقسیمی<sup>۶</sup>، سود انباشته<sup>۷</sup> و جریان نقد آزاد است؛ مدیران با تمرکز بر فرصت‌های رشد، سیاست تقسیم سود بهینه‌ای<sup>۸</sup> را اتخاذ می‌کنند که شامل پرداخت منظم و مناسبی از هر دو نوع شکل نقد و

سهمی از محل سود انباشته توزیع یا به عبارتی افزایش سرمایه با صدور سهام جایزه همراه شود (Crawford et al., 2005). این موضوع تحت عنوان فرضیه سود انباشته<sup>۱</sup> در ادبیات مالی شناخته می‌شود. در واقع سود سهمی با روش‌های مختلفی مانند حق تقدم خرید سهام، سهام جایزه و تجزیه سهام قابل توزیع است؛ اما بر اساس فرضیه سود انباشته، پرداخت سود سهمی از طریق سهام جایزه، سیگنال قوی‌تری نسبت به دو روش دیگر به بازار ارسال می‌کند؛ مبنی بر اینکه مدیران با نیت حفظ وجه نقد و تأمین مالی داخلی، درصدد توسعه و رشد شرکت است. این موضوع همچنین می‌تواند مسئله رقیق‌سازی سود هر سهم را در ذهن سرمایه‌گذار تا حد قابل‌توجهی کمرنگ کند (Rankine & Stice, 1997a).

با این حال گریبلات و همکاران (1984) و رنکین و استیس (1997) استدلال کردند باوجود اینکه سهام جایزه به‌اندازه سود نقدی، سیگنال پرهزینه‌ای نیست اما شرکت باید برای جبران کاهش سود انباشته، توانایی ایجاد رشد کافی در سود را برای دوره‌های آتی داشته باشد و اگر شرکت نتواند این انتظار را از رشد آتی برآورده کند، ممکن است جذابیت سهم برای سرمایه‌گذاران به یک‌باره از بین برود و حتی پرداخت سودهای نقدی آتی شرکت را هم تحت‌الشعاع قرار دهد (Grinblatt et al., 1984 ; Rankine & Stice, 1997b). مضاف بر این، پرداخت سود سهام از محل سود انباشته عملاً فرصت دریافت سود نقدی یا غیرنقدی بعدی را از سهامداران می‌گیرد (Akbar & Baig, 2010). همچنین با افزایش تعداد سهام، ارزش دفتری هر سهم و سود هر سهم کاهش یا اصطلاحاً رقیق می‌شود و در پی پدیده «رقیق‌سازی سود»، نارضایتی سهامداران رقم می‌خورد. از همین رو عده‌ای از تحلیلگران، انتشار سهام جایزه به‌جای سود



می‌شود و به‌طور کلی نسبت قیمت به سود را کاهش می‌دهد (Itemgenova & Sikveland, 2020). از طرفی با توجه به مدل رشد گوردن، نسبت قیمت به سود با پرداخت سود سهام و رشد، رابطه مثبت و با هزینه حقوق صاحبان سهام، ارتباط منفی دارد. طبق نظریه سیگنال‌دهی و محتوای اطلاعاتی سود سهام نیز، به‌طور شهودی هرچه سود فعلی بالاتر باشد، تمایل سرمایه‌گذاران به پرداخت مبلغ اضافی برای خرید افزایش و به دنبال آن نسبت قیمت به سود بالا می‌رود؛ بنابراین از نظر تئوری و تجربی و با پیش‌بینی‌های مدل تنزیل سود تقسیمی و فرضیه علامت‌دهی سود، ارتباط بین پرداخت سود سهام و نسبت قیمت به سود مثبت است؛ به‌نحوی که می‌توان گفت، نسبت پرداخت بالای امروز، نشان‌دهنده سودآوری بالا در آینده و در نتیجه افزایش قیمت سهام و افزایش نسبت قیمت به سود است (پیمانی‌فروشان، Itemgenova & Asche & Sikveland, 2015؛ ۱۴۰۰ Sikveland, 2020; Reilly et al., 1983; Shamsuddin & Hillier, 2004) در این میان پژوهشگرانی همچون سرور (2013)، پنسین و همکاران (2015) و ایفانیچوکو و یوسف (2021) از نسبت P/E به‌واسطه رابطه مثبت و مستقیم با نسبت پرداخت سود سهام به‌عنوان یکی دیگر از معیارهای سیاست تقسیم سود شرکت نام برده و چنین استدلال کرده‌اند که برای شرکت‌های برخوردار از نسبت بالای قیمت به سود، انتظار توزیع سود سهام بیشتری می‌رود (Ifeanyichukwu & Yusuf, 2021 ; Ponsian et al., 2015; Sarwar, 2013).

بینش اینکه «قیمت‌ها پیشروی سود هستند»<sup>۱۱</sup> با مشاهدات رفتار برگشت به میانگین در نسبت قیمت به سود<sup>۱۲</sup> قابل توجیه است. بدین معنا که نسبت P/E بالا (پایین) در سال‌های بعد با نسبت P/E کمتر (بیشتر) دنبال می‌شود (Beaver & Morse, 1978). از این‌رو نسبت P/E

غیرنقد سود است. این سیاست منجر به کاهش مشکل نمایندگی و امکان بهره‌برداری از فرصت‌های رشد می‌شود؛ زیرا از یک‌طرف با ایجاد محدودیت در پرداخت سود نقدی بیش از حد، امکان مدیریت جریان نقد، استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی و به دنبال آن رشد درآمدهای آتی برای شرکت محقق می‌شود و از طرف دیگر، با پرداخت سود نقدی کافی به‌جای افزایش صدور سهام جایزه، مشکل نمایندگی را تا حد قابل قبولی کاهش داده و سیگنال مثبت و قوی از چشم‌انداز سهام به بازار مخابره می‌شود (Huang et al., 2017). به‌طور کلی سیاست پرداخت سود دوگانه به شرکت‌ها امکان می‌دهد تا به‌طور هم‌زمان به نیازهای سهامداران و همچنین بهره‌برداری از فرصت‌های رشد پاسخ دهند، خطرات مرتبط با هر روش پرداخت را کاهش دهند، از مزایای هر دو نوع سود نقدی و سهمی بهره‌برداری کنند و از سوی دیگر به سهامداران امکان می‌دهد تا به‌طور هم‌زمان از بازده نقدی فوری و افزایش بالقوه در ارزش آتی سهام استفاده کنند.

#### نسبت قیمت به سود

پنمن (1996) چنین ادعا نمود که افزایش نسبت قیمت به سود، منعکس‌کننده رشد سودهای آتی است؛ از این‌رو به‌طور مثبت با بازده آتی مورد انتظار حقوق صاحبان سهام<sup>۹</sup> و به‌طور منفی با بازده فعلی سهام در ارتباط است (Penman, 1996). در توجیه این ادعا، وی به الگوی سودآوری چرخه‌ای<sup>۱۰</sup> اشه و سیکلند (2015) اشاره نمود مبنی بر اینکه سودآوری بالای امروز دلالت بر سودآوری پایین در آینده دارد (Asche & Sikveland, 2015). در واقع سودآوری خوب امروز منجر به کاهش انتظار نسبت به درآمدهای آتی و کاهش ارزش سود تنزیل شده آتی در صورت کسر P/E (منظور قیمت سهام) و افزایش میزان سود جاری در مخرج این کسر

رگرسیون چندگانه موردبررسی قرار گرفت. حجم نمونه مورد مطالعه شامل ۱۰ شرکت از بین شرکت‌های صنعتی پذیرفته شده در بورس نیجریه انتخاب شد. نتایج نشان داد که سود نقدی و نسبت قیمت به سود رابطه مثبت و معناداری با قیمت سهام انتهای دوره دارند. در حالی که ارتباط معناداری بین سهام جایزه و قیمت سهام مشاهده نشد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که با پرداخت مداوم سود نقدی می‌توان اعتماد و وفاداری سرمایه‌گذاران را تقویت کرده و با دستیابی به نسبت قیمت به سود بالا، می‌توان ثروت سهامداران را در بلندمدت افزایش داد (Ifeanyichukwu & Yusuf, 2021).

شرستا (2020) در پژوهشی با عنوان «اثر سود سهام بر قیمت بازار سهام: رویکرد داده‌های تابلویی» تعداد ۳۳ شرکت پرداخت‌کننده سود سهام که حداقل سه سال متوالی سود نقدی یا سهام جایزه پرداخت کرده بودند از بین شرکت‌های حاضر در بورس نپال (NEPSE) به عنوان نمونه انتخاب شدند. برای تحلیل داده‌ها، از مدل رگرسیونی، الگوی اثرات ثابت در یک بازه زمانی از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۹ استفاده شد و با کنترل سه متغیر بازده حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم و بازده حقوق صاحبان سهام، تأثیر سود نقدی و سهام جایزه بر قیمت سهام موردبررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که سود نقدی اثر منفی و معنادار و سهام جایزه اثر مثبت و معناداری بر قیمت سهام داشته است. این پژوهش نشان می‌دهد که پرداخت سود سهام تأثیر قابل توجهی بر قیمت سهام در شرکت‌های نپالی دارد (Shrestha, 2020).

تنگ و لئو (2018) در پژوهشی با عنوان «کیت‌رینگ به طیف کاملی از سود سهام: شواهدی از بازار سهام تایوان» به بررسی اثر کیت‌رینگ در الگوهای مختلف سیاست

را می‌توان به عنوان مقایسه دو مجموعه اطلاعاتی تفسیر نمود، اطلاعات مربوط به سودهای جاری و آتی که در قیمت خلاصه شده (صورت کسر) و اطلاعات مربوط به تنها سود جاری که در مخرج کسر P/E بازتاب پیدا می‌کند. از این رو نسبت قیمت به سود بالا (کم) نشان می‌دهد که سود در آینده افزایش (کاهش) پیدا خواهد کرد و زمانی که این سودهای بالاتر یا پایین‌تر بعدی اتفاق بیفتد، نسبت‌های P/E مشاهده شده به سمت میانگین خود برمی‌گردند. در حمایت از این موضوع، بیور و مورس (1978) دریافتند که نسبت P/E با تغییرات سودهای آتی همبستگی مثبت و با تغییرات سودهای جاری (منظور سودهایی که در مخرج کسر برای محاسبه P/E بکار رفته) همبستگی منفی دارند (Beaver & Morse, 1978). بنابراین، نسبت P/E نشان‌دهنده جهت عکس تغییرات سود است که به اصطلاح اثر مولودوفسکی<sup>۱۳</sup> نامیده می‌شود بدین معنا که تغییرات سودی که در آینده معکوس می‌شود، سود موقتی است (Molodovsky, 1995). پژوهشگرانی همچون کانوری و همکاران (2020) و مایور (2015) با بررسی تأثیر نسبت قیمت به سود تأخیری از یک دوره قبل بر رفتار قیمت سهام به این نتیجه دست یافتند که افزایش این نسبت اثر مثبت و معناداری بر قیمت سهام یک دوره بعد دارد و به عنوان یک معیار بااهمیت می‌تواند در پیش‌بینی رفتار قیمت سهام در نظر گرفته شود (Kanuri et al., 2020; Mayur, 2015).

### پژوهش‌های خارجی

ایفانیچوکو و یوسف (2021) در پژوهشی با عنوان «اثرات سیاست تقسیم سود بر قیمت بازار سهام در شرکت‌های تولیدکننده کالاهای صنعتی نیجریه»، تأثیر سود نقدی، سهام جایزه و نسبت قیمت به سود بر قیمت سهام در بازه زمانی ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۸ با استفاده از روش

سود و نسبت پرداخت سود سهام بر بازده سهام» در شرکت‌های اسلامی شاخص جاکارتا برای یک دوره چهارساله (۲۰۱۲-۲۰۱۵) مشخص شد که نسبت قیمت به سود و نسبت پرداخت سود سهام به‌طور مستقل و یا به‌طور هم‌زمان بر بازده سهام تأثیر مثبت دارند. در این مطالعه، برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از رگرسیون خطی چندگانه و نمونه‌ای شامل ۱۱ شرکت استفاده شد. تأثیر مثبت نسبت قیمت به سود بر بازده سهام می‌تواند به دلیل ارزشیابی مثبت سرمایه‌گذاران و به دنبال آن انتظارات مثبت درباره رشد و عملکرد آتی شرکت باشد که بازده سهام را افزایش می‌دهد. از طرفی افزایش نسبت پرداخت سود سهام نشان‌دهنده عملکرد موفق شرکت و قدرت مالی آن است که منجر به افزایش بازدهی سهام می‌شود (Zahir, 2016).

کییت و همکاران (2016) در پژوهشی با عنوان «اثرات سیاست تقسیم سود بر قیمت سهام شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار نایروبی، کنیا»، پس از بررسی نمونه‌ای شامل ۵۵ شرکت بورسی در دوره زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۱، با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته-الگوی اثرات تصادفی و میانگین وزنی قیمت سهام به این نتیجه دست یافتند که بین سود نقدی و قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، به این معنی که سود نقدی به‌عنوان سیگنالی از سلامت مالی و چشم‌انداز آینده شرکت تلقی می‌شود. از طرف دیگر، بین سود سهمی (سهام جایزه) و قیمت سهام رابطه منفی و معناداری مشاهده شد. درواقع، سرمایه‌گذاران سود نقدی را به‌عنوان نشانه‌ای قوی از وجود ذخایر نقدی کافی در شرکت درک می‌کنند و به آن اعتماد دارند؛ اما در مورد سود سهمی، این اعتقاد وجود ندارد زیرا سهام جایزه شامل جریان نقدی نمی‌شود و با توزیع سهام اضافی بین سهامداران، سود هر سهم و ارزش سهام

تقسیم سود شامل سود نقدی، سود سهمی و سود دوگانه به کمک تحلیل رگرسیون پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد طی بازه زمانی ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۸، درصد شرکت‌هایی که سود دوگانه و سود نقدی پرداخت کرده‌اند، به‌تدریج افزایش یافته درحالی‌که درصد شرکت‌های توزیع‌کننده سود سهمی با کاهش همراه بوده است. همچنین به دلیل وجود پدیده کیت‌رینگ، مدیران شرکت‌های تایوانی متناسب با ترجیح بازار و پرداخت مبلغ اضافی، پرداخت سود نقدی را در اولویت سیاست‌گذاری شرکت قرار داده و سعی در افزایش آن داشته‌اند. این یافته‌ها همچنان پس از کنترل ویژگی‌های شرکت، ریسک و سیاست‌های خارجی مؤید ترجیح بازار به دریافت و افزایش سود نقدی است (Teng & Liu, 2018).

هوانگ و همکاران (2017) در پژوهشی تحت عنوان «سود سهام و سودآوری آتی: بررسی سود دوگانه در بازار سهام»، با استفاده از مدل پروبیت دومتغیره و مجموعه‌ای از داده‌های مقطعی مربوط به شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام دوگانه، ارتباط بین تغییرات سود سهام و سودآوری آتی برای یک بازه ۵ ساله (۲۰۱۰-۲۰۱۵) مورد بررسی قرار گرفت. شرکت‌های نمونه در دو سال متوالی سود سهام پرداخت کرده و تغییرات سود تقسیمی به سه نمونه فرعی شامل افزایش سود، کاهش سود و سود سهام ثابت تقسیم شد. نتایج حاکی از وجود یک ارتباط مثبت قوی بین تغییرات سود سهام و سودآوری آتی است. همچنین مطابق با فرضیه تقسیم سود متوازن هوانگ و همکاران (2009)، پرداخت سود دوگانه امکان استفاده از فرصت‌های رشد را برای شرکت تسهیل نموده و مشکل نمایندگی را کاهش می‌دهد (Huang et al., 2017).

زهیر (2016) در پژوهشی با عنوان «تأثیر نسبت قیمت به

شرکت و در یک بازه زمانی از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ انجام شده است. نتایج حاکی از آن است که در مجموع قیمت سهام پس از اعلام تقسیم سود، حرکت صعودی قابل توجهی را نشان داده با این حال تأثیر سود سهمی بر قیمت سهام قوی‌تر از سود نقدی و سود دوگانه است؛ زیرا در کنار افزایش نقدشوندگی سهام و کمتر شدن مالیات، امکان سرمایه‌گذاری مجدد برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌شود. همچنین در صورت نیاز به پول نقد، سرمایه‌گذاران می‌توانند این سهام اضافی را بفروشند یا آن را نگاهدارند و به‌طور بالقوه از افزایش قیمت آتی آن سود ببرند. از این رو سود سهمی برای سرمایه‌گذاران در بازارهای نوظهور ارزشمندتر است (Liu & Chi, 2014).

هوانگ و همکاران (2014) در پژوهشی با عنوان «استراتژی‌های معاملاتی مبتنی بر بازده سود سهام: شواهدی از بازار سهام چین» به ارزیابی کارایی روش‌های معاملاتی بر پایه بازده سهام به‌ویژه بازده سود سهام دوگانه در تحلیل و پیش‌بینی روند قیمت سهام در یک بازه زمانی از سال ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۱ پرداختند. به‌منظور بررسی رابطه بین سود جاری و بازده سود تقسیمی و همچنین تأثیر مومنتوم قیمت بر بازده غیرعادی در پرتفوی‌های مختلف بازده سود تقسیمی (نقدی، سهمی و دوگانه)، از تجزیه و تحلیل رگرسیون استفاده شده است. نتایج بیانگر وجود بازده غیرعادی در نمونه‌های مربوط به سود نقدی و سود دوگانه است. با این حال مشخص شد که بازده غیرعادی ایجاد شده در نمونه سود دوگانه از مومنتوم قیمت یا رفتار سریع قیمت سهام نشأت گرفته و ممکن است به دلیل تقاضا و بالا رفتن قیمت، بازدهی برای این نوع سهام به‌طور غیرمنتظره افزایش یابد (Huang et al., 2014).

سرور (2013) در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر

کاهش می‌یابد و در نتیجه اعتماد سرمایه‌گذاران به چشم‌انداز آینده شرکت ضعیف می‌شود (Kibet et al., 2016).

انکوا و یوسیف (2016) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود بر ثروت سهامداران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار غنا»، تأثیر متغیرهای سود سهام، سود انباشته، نسبت قیمت به سود و اهرم مالی را بر قیمت بازار سهام مورد بررسی قرار دادند. نتایج به‌دست آمده از تحلیل رگرسیون نشان داد که سیاست تقسیم سود، تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام دارد. از طرفی پرداخت سود سهام نسبت به نگهداشت آن در قالب سود انباشته، اثر قوی‌تری را بر قیمت سهام نشان می‌دهد زیرا پرداخت سود، نشانه‌ای از قدرت مالی، توان رقابتی و پایداری شرکت است که می‌تواند به جذب سرمایه‌گذاران جدید و افزایش ارزش سهام شرکت کمک کند. همچنین نسبت قیمت به سود می‌تواند نشان‌دهنده تأثیر سیاست تقسیم سود بر بازده سرمایه‌گذاری و ارزش سهام شرکت باشد و بالا بودن این نسبت بدین معناست که سرمایه‌گذاران در انتظار سوددهی بیشتری از سهام هستند از این رو این نسبت نشان‌دهنده تأثیر سیاست تقسیم سود بر انتظارات بازار و ارزش آتی سهام است (Nkuah & Yusif, 2016).

لئو و چی (2014) در پژوهشی با عنوان «واکنش بازار سهام به اعلام تقسیم سود: کدام نوع از اعلام سود سهام مهم‌تر است؟» تأثیر الگوهای پرداخت سود سهام شامل سود نقدی، سود سهمی و سود دوگانه را بر قیمت سهام شرکت‌های بورسی از صنایع الکترونیک و غیرالکترونیک تایوان مورد بررسی قرار دادند. این پژوهش بر اساس روش مطالعه رویداد، با ارزیابی تغییرات قیمت سهام طی ۳۰ روز پس از اعلام سود سهام، برای تعداد ۵۸۷۰

متغیرهای سود هر سهم، سود سهام، بازده سود سهام، نسبت پرداخت سود نقدی، نسبت قیمت به سود، ارزش دفتری هر سهم و اندازه شرکت بر متغیر قیمت سهام در بازه زمانی ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۹ پرداخت. نتایج نشان داد تمامی متغیرها به جز نسبت قیمت به سود، تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام دارند و از بین این متغیرها، سود هر سهم و سود سهام بیشترین تأثیرگذاری را بر قیمت نشان داده است. به طور کلی نتایج نشان می‌دهد سیاست تقسیم سود لیبرال<sup>۴</sup>، قیمت بازار سهام را در جهت مثبت حرکت می‌دهد به این معنا که وقتی شرکت‌ها، سودهای خود را به صورت منظم و بدون محدودیت به سهامداران پرداخت کنند، اعتماد سهامداران به شرکت و ارزش سهام افزایش یافته که می‌تواند منجر به افزایش قیمت بازار سهام شود (Sharma, 2011).

اکبر و بیگ (2010) در پژوهشی با عنوان «واکنش قیمت سهام به اعلام سود سهام و کارایی بازار در پاکستان»، تأثیر اعلام سود تقسیمی بر قیمت سهام شرکت‌های بورسی در بازه زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۷ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که در پنجره قیمتی ۴۱ روزه پس از اعلام سود نقدی، بازده غیرعادی ناچیز و منفی مشاهده می‌شود؛ اما با اعلام سود سهمی و سود دوگانه، میانگین و میانگین تجمعی بازده غیرعادی بازار، مثبت و معنادار است. این نتایج نشان می‌دهند که پرداخت سود ترکیبی، تأثیر بیشتری بر ارزش و بازده سهام دارد و نشانگر قوی بودن اثر پیام‌رسانی این نوع پرداخت سود برای بازار سهام است (Akbar & Baig, 2010).

هوانگ و همکاران (2009) در پژوهشی تحت عنوان «سود نقدی، سود سهمی و رشد درآمدهای آتی» با در نظر گرفتن نمونه‌ای شامل ۵۱۶۵ شرکت تایوانی و طیف کاملی از الگوهای پرداخت سود سهام، به بررسی

سیاست تقسیم سود بر ثروت سهامداران: مطالعه موردی از صنعت قند و شکر پاکستان»، اثر چهار معیار سود سهام، سود انباشته، سود هر سهم و نسبت قیمت به سود وقفه دار از دوره قبل را بر قیمت بازار سهام طی بازه زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۱ مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش حاکی از تأثیرگذاری مثبت و معنادار سود سهام، سود هر سهم و نسبت قیمت به سود تأخیری بر قیمت سهام است؛ بدین معنا که با افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و پایین آمدن ریسک سرمایه‌گذاری و از طرفی افزایش انتظارات بازار نسبت به عملکرد آتی و قدرت سودآوری شرکت، سرمایه‌گذاران به سمت سهام شرکت جذب شده و قیمت سهام و به دنبال آن ثروت سهامداران افزایش می‌یابد (Sarwar, 2013).

جوشی (2012) در پژوهشی با عنوان «اثرات سود سهام بر قیمت سهام»، تأثیر متغیرهای سود نقدی، سود انباشته و نسبت قیمت به سود وقفه دار را بر قیمت سهام شرکت‌های بورسی در دو بخش بانکی و غیربانکی نیپال مورد بررسی قرار داد. نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین هر یک از این سه متغیر با قیمت سهام است. باین حال تأثیرگذاری پرداخت سود سهام بر قیمت و ارزش سهام شرکت‌های نیپالی قوی‌تر گزارش شده است. یافته‌ها همچنین نشان داد که نسبت قیمت به سود با وقفه یک‌ساله، توان تبیین قیمت سهام در دوره بعد را دارد. این بدین معناست که اگر در یک دوره این نسبت افزایش داشته باشد، احتمال زیادی وجود دارد که قیمت سهام در دوره بعد نیز افزایش یابد. به همین جهت تغییرات این نسبت می‌تواند به عنوان یک پیش‌بینی برای تغییرات قیمت سهام در دوره بعد مورد استفاده قرار گیرد (Joshi, 2012).

شارما (2011) در پژوهشی با عنوان «عوامل تعیین‌کننده قیمت سهام در کشور هند»، به بررسی تأثیر

شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، نمونه‌ای را شامل ۳۲ شرکت از صنعت واسطه‌گری مالی بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ انتخاب نمودند و برای ارزیابی رابطه نسبت سود پرداختی و تغییرات قیمت سهام، درصد سود تقسیمی ۵۰ درصد را ملاک بالا یا پایین بودن نسبت سود نقدی در نظر گرفتند. نتایج به‌دست‌آمده از برآورد رگرسیون چندمتغیره (مدل اثرات ثابت - داده‌های پانل) نشان داد که قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری تحت تأثیر عوامل درونی (EPS, DPS, P/E, CF, ROI, CF, LR) تغییر می‌کند؛ که در این بین، افزایش نسبت قیمت به سود منجر به افزایش قیمت سهام درحالی‌که افزایش سود سهام، قیمت سهام را کاهش می‌دهد. به‌علاوه اینکه تأثیر روش‌های افزایش سرمایه از طریق حق تقدم و سهام جایزه بر تغییرات قیمت سهام متفاوت است. به‌نحوی که افزایش سرمایه از روش سهام جایزه (اندوخته‌ها و سود انباشته) قیمت سهام را با شدت بیشتری نسبت به روش حق تقدم کاهش می‌دهد. همچنین هرچه نسبت پرداخت سود نقدی افزایش یابد نسبت به زمانی که همین سود برای توسعه در شرکت اندوخته شود، قیمت سهام با شدت بیشتری کاهش می‌یابد.

میرفخرالدین و همکاران (۱۳۹۰-۲۰۱۱) در پژوهشی تحت عنوان «برآزش رابطه بین متغیرهای مالی و قیمت سهام از طریق رگرسیون فازی مطالعه موردی: شرکت ایران‌خودرو»، تأثیر متوسط سه‌ماهه سود سهام، سود هر سهم و نسبت قیمت به سود را بر متوسط سه‌ماهه قیمت بازار سهام ایران‌خودرو طی یک بازه زمانی ۱۰ ساله (۱۳۷۷-۱۳۸۶) موردبررسی قرار دادند. در این پژوهش برای مدل‌سازی رابطه متغیرهای مالی (EPS, DPS, P/E) با قیمت سهام از رگرسیون خطی با ضریب فازی و تعداد

تأثیر نسبت پرداخت سود سهام بر رشد درآمدهای آتی پرداختند. به‌منظور شناسایی محتوای اطلاعاتی هر یک نسبت‌های پرداخت سود سهام، نمونه اصلی به سه نمونه فرعی تقسیم و با استفاده از روش تجزیه تحلیل رگرسیونی در یک دوره ۱۴ ساله از ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۸ مشخص شد که اثر سیگنال‌دهی سود نقدی، سهام جایزه و سود دوگانه بر رشد سودهای آتی مثبت و معنادار است. نتایج همچنین نشان داد که تأثیر سود دوگانه بر رشد درآمدهای آتی، در نمونه فرعی که میزان متناسبی از سود نقدی و سود سهمی پرداخت کرده، قوی‌تر بوده است. یافته‌های این مطالعه به مطرح شدن فرضیه تقسیم سود متوازن منتهی شد؛ بدین معنا که پرداخت سود سهام بهینه می‌تواند از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی با محدود کردن پرداخت سود نقدی بیش‌ازحد استفاده کند و از راه دیگر، مشکل نمایندگی را با پرداخت سود سهام نقدی بیشتر به‌جای صدور سود سهام بیشتر کاهش دهد (Huang et al., 2009).

### پژوهش‌های داخلی

کنترلو (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین قیمت بازار هر سهم با نسبت قیمت به درآمد، نسبت پرداخت سود سهام و بازده حقوق صاحبان سهام»، از بررسی نمونه‌ای شامل ۷۸ شرکت بورسی طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ و با استفاده از تحلیل رگرسیون چندگانه (رویکرد داده‌های ترکیبی - الگوی اثرات ثابت) به این نتیجه دست‌یافت که ارتباط خطی میان قیمت سهام با دو متغیر سود هر سهم و سود سهام، مستقیم و معنادار است درحالی‌که هیچ رابطه معناداری میان نسبت قیمت به سود با قیمت سهام مشاهده نمی‌شود.

سعیدی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر عوامل درونی بر تغییرات قیمت سهام

سود نقدی در دو سال قبل و بعد از انتشار سهام جایزه صورت گرفت. نتایج این پژوهش نشان داد به دلیل افزایش قیمت سهام و درصد بازده غیرعادی، سهام جایزه از دیدگاه سهامداران ایرانی ارزشمند تلقی شده و به دلیل صفر نبودن متوسط نرخ بازده غیرعادی، بازار سهام ایران، ناکارا محسوب می‌شود. یافته‌ها همچنین شواهدی از وجود پدیده رقیق‌سازی سود ارائه نمود مبنی بر اینکه به‌طور متوسط تا دو سال پس از توزیع سهام جایزه، سود هر سهم و سود نقدی کاهش داشته است.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تنظیم و آزمون شده‌اند:

**فرضیه اول:** تأثیر پرداخت سود نقدی طی دوره مالی بر قیمت سهام پایان دوره، مثبت و معنادار است.

**فرضیه دوم:** تأثیر صدور سهام جایزه طی دوره مالی بر قیمت سهام پایان دوره، مثبت و معنادار است.

**فرضیه سوم:** تأثیر پرداخت سود نقدی همراه با سهام جایزه تحت عنوان سود دوگانه، بر قیمت سهام پایان دوره مثبت و معنادار است.

**فرضیه چهارم:** تأثیر پرداخت سود دوگانه با گرایش سود نقدی بر قیمت متفاوت از تأثیر پرداخت سود دوگانه با گرایش سهام جایزه بر قیمت سهام پایان دوره است.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و در زمره پژوهش‌های توصیفی از شاخه پس‌رویدادی است. جامعه آماری پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران شامل و به‌منظور تعیین نمونه آماری از روش حذف سامانمند استفاده شده است بدین معنا که تمامی شرکت‌های منتخب در نمونه معیارهای زیر را احراز نموده‌اند:

۴۰ مشاهده استفاده شد و نتایج نشان داد که افزایش سود سهام و نسبت قیمت به سود منجر به کاهش قیمت سهام می‌شود درحالی‌که افزایش سود هر سهم، قیمت سهام را همسو با خود افزایش می‌دهد (Mirfakhr-Al-Dini et al., 2011).

قلی‌پور (۱۳۷۵) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر سیاست‌های تقسیم سود و توزیع سهام جایزه بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، در یک بازه زمانی پنج‌ساله از سال ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۳ شرکت‌های بورسی را بر اساس بیشترین (کمترین) میانگین سود پرداختی ۵ سال و بالاترین (کمترین) میزان افزایش سرمایه به ۴ گروه ۲۰ تایی در دو دسته سود نقدی و سهام جایزه تقسیم و نرخ بازده داخلی آن‌ها را محاسبه نمود. نتایج نشان داد نرخ بازده داخلی بر اساس بیشترین (کمترین) مبالغ در توزیع نقد (سهام جایزه) بیشتر از توزیع سهام جایزه (نقد) است. این یافته‌ها حاکی از این موضوع است که سهام جایزه در بلندمدت باعث افزایش ثروت سهامداران نمی‌شود و دلیل بازده غیرعادی در زمان افزایش سرمایه، عدم اطلاع سهامداران ایرانی از ماهیت سهام جایزه است. با این حال نتایج مربوط به شرکت‌هایی با بیشترین سود نقدی و سهام جایزه بیانگر این موضوع است که چنانچه سهام جایزه، سود نقدی گذشته را کاهش ندهد، نرخ بازده داخلی در بالاترین میزان قرار گرفته و ثروت سهامداران به‌طور چشمگیری افزایش می‌یابد.

جهانخانی و عباسی (۱۳۷۰) در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر سهام جایزه بر نرخ بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، ارتباط درصد سهام جایزه با نرخ بازده سهام را در نمونه‌ای شامل ۳۸ شرکت بورسی طی سال‌های ۱۳۵۲ تا ۱۳۶۹ مورد بررسی قرار دادند. همچنین مقایسه‌ای از متوسط سود هر سهم و

فعال در بورس، نمونه آماری این پژوهش را تشکیل داده است. اطلاعات مالی شرکت‌ها از دو سایت کدال و رهاورد ۳۶۵ برای یک دوره هشت‌ساله<sup>۱۵</sup> (۱۳۹۳-۱۴۰۰) گردآوری و برای تجزیه و تحلیل آماری از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۰ استفاده شده است.

برآورد مدل و بررسی فرضیه‌های پژوهش با تکنیک رگرسیون خطی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته<sup>۱۶</sup> و الگوی اثرات ثابت صورت گرفته است. در نگاره (۱) متغیرهای پژوهش، نحوه محاسبه آن‌ها و علامت مورد انتظار آورده شده است:

✓ قبل از سال ۱۳۹۲ یا از ابتدای آن به عضویت در بورس اوراق بهادار تهران درآمده و طی بازه زمانی پژوهش از لیست شرکت‌های بورسی خارج نشده‌اند.

✓ سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه و طی دوره پژوهش، تغییر سال مالی نداشته‌اند.

✓ در فاصله زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ در صورت سود و زیان خود، سود هر سهم منفی گزارش نکرده‌اند.

✓ جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بیمه یا بانک نبوده و اطلاعات مالی موردنیاز پژوهش را در اختیار داشته‌اند.

✓ بیش از ۶ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند.

در مجموع تعداد ۱۱۳ شرکت سودآور از ۱۴ صنعت

#### نگاره ۱. متغیرها و نحوه محاسبه آن‌ها

Table 1. Variables and their Calculation Methods

متغیر	نماد	نحوه اندازه‌گیری	علامت
متغیر وابسته			
قیمت سهام	<i>Mps</i>	قیمت بازار سهم در انتهای دوره مالی	
متغیرهای مستقل			
سود نقدی	<i>Cash_div</i>	سود نقدی پرداخت‌شده طی دوره به ازای هر سهم پس از کسر ۱۰ درصد <i>Eps</i> دوره قبل	$H_1+$
سهم جایزه	<i>Stock_div</i>	مبلغ افزایش سرمایه از محل سود انباشته و ذخایر تقسیم‌بر تعداد سهام عادی در زمان برگزاری مجمع فوق‌العاده افزایش سرمایه	$H_2+$
سود دوگانه	<i>Dual_div</i>	مجموع سود نقدی و سهم جایزه پرداخت‌شده طی یک دوره به ازای هر سهم	$H_3+$
سود دوگانه با گرایش نقد	<i>Dual_div cash_inclined</i>	اگر نسبت سود نقدی به سود دوگانه برابر یا بیشتر از ۰/۵ باشد، گرایش نقد و در غیر این صورت سود دوگانه از گرایش غیرنقد است.	$H_4$
سود دوگانه با گرایش غیرنقد	<i>Dual_div stock_inclined</i>		
نسبت قیمت به سود تأخیری و مقایسه‌ای	<i>Per_compared</i>	ضریب قیمت به سود هر سهم از دوره قبل تقسیم‌بر میانگین ضریب قیمت به سود شرکت‌های هم‌گروه از دوره قبل <sup>۱۷</sup>	$H_5+$
متغیرهای کنترل			
اندازه شرکت	<i>Size</i>	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان دوره مالی	+
نرخ رشد فروش	<i>Growth</i>	اختلاف فروش دوره جاری با دوره گذشته تقسیم‌بر میزان فروش دوره قبل	+
نسبت بدهی	<i>Lev</i>	کل بدهی‌ها تقسیم‌بر کل دارایی‌های شرکت در پایان دوره مالی	-

منبع: یافته‌های پژوهش



رابطه (۱)

$$Mps_{it} = \alpha + \beta_1 Cash\_div_{it} + \beta_2 Stock\_div_{it} + \beta_3 Dual\_div\_cash\_inclined_{it} + \beta_4 Dual\_div\_stock\_inclined_{it} + \beta_5 Per\_compared_{i(t-1)} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \epsilon_{it}$$

رابطه (۲)

### یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج آمار توصیفی که در نگاره (۲) ارائه شده، بیشترین انحراف معیار در بین متغیرهای پژوهش مربوط به نسبت قیمت به سود است که حدوداً ۰/۲۷۵ برابر بیشتر از میانگین آن است. کمترین و بیشترین مقدار مشاهده شده برای نسبت P/E میزان ۰/۰۲۷ و ۲۴۹ است که اختلاف زیاد بین آنها بیانگر پراکندگی بالای این نسبت است. از بین روش‌های توزیع سود سهام، میزان پراکندگی سود نقدی ۲/۵ برابر بیشتر از سهام جایزه است باین حال در حالت ترکیبی عکس این موضوع صادق است و میزان پراکندگی گرایش غیرنقد بیشتر از گرایش نقد مشاهده می‌شود.

به پیروی از پژوهش هوانگ و همکاران (2017) شرکت‌های نمونه در هر سال بر اساس الگوی پرداخت به واحدهای پرداخت‌کننده سود نقدی، سهام جایزه، سود دوگانه و عدم پرداخت سود تقسیم شده‌اند (Huang et al., 2017). به موجب مفاد ماده ۹۰ اصلاحیه قانون تجارت، در صورت وجود سود خالص، تقسیم ۱۰ درصد آن الزامی است. از این رو به پیروی از پژوهش ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۹) پرداخت یا عدم پرداخت سود نقدی بیش از ۱۰ درصد سود خالص، ملاک تشخیص وضعیت پرداخت سود نقدی شرکت در نظر گرفته شده است. مدل‌های پژوهش طبق رابطه (۱) و رابطه (۲) به پیروی از پژوهش‌های ایفانیچوکو و یوسف (2021) و لئو و چی (2014) تعیین شده‌اند (Ifeanyichukwu & Yusuf, 2014; Liu & Chi, 2021). برای آزمون فرضیه‌های اول، دوم و پنجم پژوهش از رابطه (۱) و به منظور آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش از رابطه (۲) استفاده شده است.

$$Mps_{it} = \alpha + \beta_1 Cash\_div_{it} + \beta_2 Stock\_div_{it} + \beta_3 Dual\_div_{it} + \beta_4 Per\_compared_{i(t-1)} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \epsilon_{it}$$

### نگاره ۲. آمار توصیفی

Table 2. Descriptive Statistics

متغیر	حداقل	حداکثر	انحراف معیار	میانگین
قیمت ریالی هر سهم	۹۴۲	۴۴۴۵۱۰	۳۳۱۶۵/۹	۱۸۲۹۲/۰
سود نقدی پس از کسر ۱۰ درصد	۰	۶۷۰۴۴/۹	۳۵۳۰/۹	۱۰۸۱/۹
سهام جایزه معادل ریالی	۰	۵۹۱۱۶	۲۵۱۲/۹	۴۳۸/۷
سود دوگانه به ازای هر سهم	۰	۱۲۶۱۶۰	۴۵۷۳/۸	۶۳۲/۳
سود دوگانه با اکثریت نقد	۰	۱۱۹۴۶/۱	۴۲۶۹/۰۸	۲۸۸/۳
سود دوگانه با اکثریت جایزه	۰	۲۸۲۲۵/۷	۱۷۰۱/۰۷	۳۴۴
نسبت قیمت به سود مقایسه‌ای و تأخیری	۰/۰۳	۲۴۹	۸/۳۰	۱/۲۸
اندازه شرکت	۴/۳۴	۱۴/۳۹	۱/۵۷	۸/۳۸
نرخ رشد فروش	-۰/۹۹	۱۸/۱۷	۰/۹۵	۰/۳۹
نسبت بدهی	۰/۰۱	۰/۹۴	۰/۲۱	۰/۴۸

منبع: یافته‌های پژوهش

به‌طور میانگین روند افزایشی داشته است. این جهش در دو سال اخیر به دلیل روی آوردن شرکت‌های بورسی به افزایش سرمایه از محل سود انباشته یا ذخایر بوده است.

با توجه به درصد توزیع سود سهام در نگاره (۳)، بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰، بیشترین شکل توزیع سود سهام، سود نقدی بوده؛ باین‌حال پرداخت سود دوگانه

نگاره ۳. درصد توزیع سود سهام  
Table 3. Dividend Distribution Percentage

شیوه توزیع	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰
سود نقدی	۸۰/۵	۷۶/۱	۷۸/۸	۸۴/۱	۷۴/۳	۷۵/۲	۶۶/۴	۶۵/۵
سهام جایزه	۱/۰	۰/۹	۰/۸	۱/۸	۰/۰	۰/۹	۳/۵	۲/۷
سود دوگانه	۱۵/۰	۱۵/۹	۱۲/۴	۵/۳	۱۸/۶	۱۷/۷	۲۷/۴	۲۸/۳
سود نقدی ۱۰٪	۳/۵	۷/۱	۸/۰	۸/۸	۷/۱	۶/۲	۲/۷	۳/۵
مجموع	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

و مدل اثرات ثابت و برای آزمون‌های پیش‌فرض کلاسیک به‌غیراز نقض فرض همسانی واریانس، مشکل جدی برای سایر فروض مشاهده نمی‌شود. برای برآورد مدل نیز از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده تا مشکل ناهمسانی واریانس کاهش یابد.

در نگاره (۴) و بخشی از نگاره (۵) و (۶)، نتایج آزمون‌های تشخیصی برای انتخاب الگوی مناسب برآورد و احراز پیش‌فرض‌های مدل رگرسیون کلاسیک آورده شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود در خصوص انتخاب الگوی برآورد به ترتیب داده‌های تابلویی (پانل)

نگاره ۴. آزمون‌های تشخیصی رگرسیون  
Table 4. Diagnostic Tests for Regression Model

نتیجه	مدل دوم	مدل اول	آزمون
داده‌های ترکیبی	$Chi^2 = 561/55 (0/000)$	$Chi^2 = 557/49 (0/000)$	لیمر (سطح معنی‌داری)
(پانل)	$Chi^2 = 93/252 (0/000)$	$Chi^2 = 99/190 (0/000)$	بروش پاگان LM-BP (سطح معنی‌داری)
مدل اثرات ثابت	$Chi^2 = 257/33 (0/000)$	$Chi^2 = 236/23 (0/000)$	هاسمن (سطح معنی‌داری)
وجود ناهمسانی	$Chi^2 = 283/68 (0/000)$	$Chi^2 = 269/92 (0/000)$	ناهمسانی واریانس LR (سطح معنی‌داری)
(برآورد به روش GLS)			
عدم وجود خودهمبستگی	$5/1 < 55/1 < 5/2$	$5/1 < 53/1 < 5/2$	خودهمبستگی DW
عدم وجود هم‌خطی	$1/018-2/334 < 1/0$	$1/018-2/361 < 1/0$	عامل تورم واریانس VIF

منبع: یافته‌های پژوهش

است. مقدار آماره t متغیر سود نقدی به میزان ۶/۵۸۵، بیش از مقدار t مربوط به نگاره توزیع احتمال است که به همراه سطح معناداری ۰/۰۰۰ بیانگر رد فرضیه صفر در

همان‌طور که از نگاره (۵) ملاحظه می‌شود، نتیجه آزمون F بیانگر معنی‌دار بودن مدل اول در سطح خطای ۱ درصد و نیکویی برازش با ضریب تعیین ۷۸ درصد

اطمینان ۹۹ درصد رد نمی‌شود. باین‌حال فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اثرگذاری مثبت و معنادار سهام جایزه بر قیمت سهام انتهای دوره در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. در خصوص متغیرهای کنترلی مدل نیز، اندازه و رشد رابطه مثبت و نسبت بدهی رابطه منفی معناداری را با قیمت سهام پایان دوره نشان می‌دهند.

سطح اطمینان ۹۹ درصد است. متغیر سهام جایزه با سطح معناداری ۰/۴۴۸ نیز به عدم رد فرضیه صفر منجر شده است. در مجموع با توجه به سطح معناداری و علامت ضرایب سود نقدی، سود دوگانه و نسبت قیمت به سود، فرضیه اول، سوم و پنجم پژوهش مبنی بر اثرگذاری مثبت و معنادار متغیرهای مذکور بر قیمت سهام در سطح

#### نگاره ۵. نتایج آماری رگرسیون مدل اول

Table 5. Statistical Results of the First Regression Model

متغیر وابسته: MPS				
VIF	معنی‌داری	آماره t	ضریب	متغیر
-	۰/۰۰۰	۱۳/۴۶	۳/۹۳۹	مقدار ثابت
۲/۳۳۵	۰/۰۰۰	۶/۵۸۵	۰/۱۰۱	سود نقدی
۱/۱۲۱	۰/۴۴۸	-۰/۷۵۹	-۰/۰۲۸	سهام جایزه
۲/۳۶۱	۰/۰۰۵	۲/۸۲۱	۰/۰۴۷	سود دوگانه
۱/۰۱۸	۰/۰۰۰	۴/۹۱۸	۰/۰۰۶	نسبت P/E مقایسه‌ای و تأخیری
۱/۰۹۸	۰/۰۰۰	۵/۶۸۴	۰/۶۰۷	اندازه شرکت
۱/۰۳۳	۰/۰۰۰	۳/۶۷۸	۰/۱۹۷	نرخ رشد فروش
۱/۰۷۴	۰/۰۰۰	-۶/۴۵۴	-۱/۰۹۹	نسبت بدهی
۰/۷۸۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۲۷/۹۲۶		آماره F
۱/۵۳۲	آماره دوربین واتسون	(۰/۰۰۰)		معنی‌داری آماره F

منبع: یافته‌های پژوهش

غیر نقد بر قیمت سهام انتهای دوره، میزان معناداری ۰/۰۰۱ در گرایش نقد از تأثیر مثبت و معنادار در سطح اطمینان ۹۹ درصد حکایت دارد درحالی‌که میزان معناداری گرایش غیرنقد ۰/۰۶۹ در سطح معناداری ۹۵ درصد نیز بیانگر عدم تأثیرگذاری گرایش غیرنقد و تفاوت اثر این دو بر قیمت سهام است؛ لذا فرضیه چهارم پژوهش رد نمی‌شود. نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نیز در سطح خطای ۱ درصد با مدل اول یکسان است و از بین کلیه متغیرهای پژوهش، سود نقدی پس از نسبت بدهی، اندازه و رشد دارای بیشترین ضریب تبیین تغییرات قیمت سهام است.

در مدل دوم به‌جای سود دوگانه، سود دوگانه با گرایش نقد و سود دوگانه با گرایش غیرنقد جایگزین شده است. نتایج بررسی کلی مدل طبق نگاره (۶) بیانگر نکویی برازش و مناسب بودن مدل با ضریب تعیین تعدیل شده ۷۶ درصد و معناداری آماره F در سطح اطمینان ۹۹ درصد است. فرضیه‌های اول و پنجم پژوهش با توجه به سطح معناداری و علامت ضرایب سود نقدی و نسبت قیمت به سود، همچنان در سطح اطمینان ۹۹ درصد رد نمی‌شوند و فرضیه دوم پژوهش با سطح معناداری ۰/۳۵۴ برای سهام جایزه کماکان در سطح خطای ۵ درصد رد می‌شود. در خصوص آزمون فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر تفاوت اثرگذاری گرایش نقد و

## نگاره ۶. نتایج آماری رگرسیون مدل دوم

Table 6. Statistical Results of the Second Regression Mode

متغیر وابسته: MPS				
متغیر	ضریب	آماره <i>t</i>	معنی‌داری	VIF
مقدار ثابت	۳/۶۷۸	۳/۷۳۵	۰/۰۰۰	-
سود نقدی	۰/۱۱۵	۶/۶۴۷	۰/۰۰۰	۲/۳۳۴
سهام جایزه	-۰/۰۳۲	-۰/۹۲۸	۰/۳۵۴	۱/۱۲۱
سود دوگانه با گرایش نقد	۰/۰۶۸	۳/۲۷۱	۰/۰۰۱	۱/۵۴۹
سود دوگانه با گرایش غیرنقد	۰/۰۳۳	۱/۸۱۵	۰/۰۶۹	۱/۹۷۹
نسبت <i>P/E</i> مقایسه‌ای و تأخیری	۰/۰۰۶	۵/۰۷۷	۰/۰۰۰	۱/۰۱۸
اندازه شرکت	۰/۶۳۲	۵/۲۱۹	۰/۰۰۰	۱/۰۹۸
نرخ رشد فروش	۰/۲۰۵	۳/۴۳۷	۰/۰۰۱	۱/۰۳۴
نسبت بدهی	-۱/۱۰۹	-۷/۹۵۶	۰/۰۰۰	۱/۰۹۵
آماره <i>F</i>	۲۵/۲۴۱	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۶۳	
معنی‌داری آماره <i>F</i>	(۰/۰۰۰)	آماره دوربین واتسون	۱/۵۴۹	

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که از نتایج آزمون فرضیه‌ها در نگاره (۷) مشخص است تنها فرضیه دوم پژوهش رد شده است.

## نگاره ۷. نتایج فرضیه‌ها

Table 7. Results of Hypotheses

نتیجه	آزمون فرضیه‌ها
عدم رد	$H_1$ پرداخت و افزایش سود نقدی تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام دارد.
رد (بی تأثیر)	$H_2$ توزیع سهام جایزه تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام دارد.
عدم رد	$H_3$ پرداخت سود دوگانه تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام دارد.
عدم رد	$H_4$ اثر سود دوگانه بر قیمت سهام در گرایش نقد متفاوت از گرایش غیرنقد است.
عدم رد	$H_5$ نسبت قیمت به سود همگن شده با میانگین صنعت از دوره قبل، تأثیر مثبت و معنادار بر قیمت سهام دارد.

شارما (2011) مطابقت دارد ( Ifeanyiichukwu & Yusuf, 2021 ; Joshi, 2012; Liu & Chi, 2014; Sharma, 2011). درحالی‌که با یافته‌های سعیدی و همکاران (۱۳۹۶)، اکبر و بیگ (2010)، کبیت و همکاران (2016) و میرفخرالدین و همکاران (2011) همخوانی ندارد ( Akbar & Baig, 2010 ; Kibet et al., 2016; Mirfakhr-Al-Dini et al., 2011). با توجه به نتیجه فرضیه دوم، از نظر سرمایه‌گذاران توزیع سهام جایزه به‌تنهایی اهمیت چندانی نداشته و با این دیدگاه که سهام جایزه تنها یک نوع تغییر طبقه‌بندی بوده و عملاً ارزشی برای سهامدار ندارد، سازگار است. این نتیجه مطابق با

با توجه به نتیجه فرضیه اول، شواهدی برای حمایت از فرضیه علامت‌دهی یا محتوای اطلاعاتی سود سهام و نظریه پرنده‌ای در دست ارائه می‌شود. از طرفی با توجه به تقاضای بازار برای دریافت سود نقدی و برآورده نمودن این نیاز توسط شرکت‌ها با میانگین پرداخت نقدی نزدیک به ۷۵ درصد (بدون احتساب حداقل پرداخت ۱۰ درصدی) شواهدی برای پشتیبانی از فرضیه کیت‌رینگ سود فراهم می‌شود. همچنین نتیجه فرضیه اول با پژوهش‌های قلی‌پور (۱۳۷۵)، کتیرلو (۱۴۰۰)، ایفانیچوکو و یوسف (2021)، جوشی (2012)، لثو و چی (2014) و

P/E شرکت‌های هم‌گروه افزایش یابد، انتظارات بازار نسبت به سودآوری و رشد شرکت بیشتر و به دنبال آن قیمت سهام دوره بعد افزایش می‌یابد. این نتیجه مطابق با پژوهش‌های سعیدی و همکاران (۱۳۹۶)، کثیرلو (۱۴۰۰)، یحیی‌زاده‌فر و حجابی (۱۳۸۹)، ایفانیچوکو و یوسف (2021) و جوشی (2012) است (Ifeanyichukwu & Yusuf, 2021; Joshi, 2012) و در تضاد با دو پژوهش میرفخرالدین و همکاران (2011) و شارما (2011) است (Sharma, 2011; Mirfakhr-Al-Dini et al., 2011). نتایج تأثیرگذاری مثبت دو معیار سود سهام و نسبت قیمت به سود بر قیمت سهام مطابق با یافته‌های اکتاویانی و آگستین (2017)، انو و بریجلال (2016)، شریف و همکاران (2015) و نیرمالا و همکاران (2011) است (Oktaviani & Agustin, 2017; Enow & Brijlal, 2016; Sharif et al., 2015; Nirmala et al., 2011).

### بحث و نتیجه‌گیری

به‌منظور دستیابی به هدف این پژوهش مبنی بر شناسایی تأثیر الگوهای پرداخت سود سهام و نسبت قیمت به سود بر ارزش سهام شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران، پنج فرضیه طراحی شد تا به ترتیب تأثیر پرداخت سود نقدی، سهام جایزه، سود دوگانه، سود دوگانه با اکثریت نقدی، سود دوگانه با اکثریت سهام جایزه و نسبت قیمت به سود مقایسه‌ای-تأخیری از دوره قبل بر قیمت سهام پایان دوره اندازه‌گیری شود. با اعمال روش نمونه‌گیری حذفی سامانمند، در مجموع ۱۱۳ شرکت سودآور از ۱۴ صنعت انتخاب و داده‌های پانل آن‌ها برای یک بازه هشت‌ساله از ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ جمع‌آوری شد. شرکت‌های انتخابی در هر سال بسته به الگوی پرداخت سود به چهار گروه سود نقدی ۱۰٪، سود نقدی بیش از ۱۰٪، سود سهمی و سود دوگانه تقسیم شدند و به‌منظور تعیین گرایش سود

یافته‌های سعیدی و همکاران (۱۳۹۶)، ایفانیچوکو و یوسف (2021) و کیت و همکاران (2016) است (Ifeanyichukwu & Yusuf, 2021; Kibet et al., 2016). از طرفی با نتایج پژوهش‌های جهانخانی و عباسی (۱۳۸۴)، قلی‌پور (۱۳۷۵)، اکبر و بیگ (2010) و لئو و چی (2014) در تضاد است، (Akbar & Baig, 2010) Liu & Chi, 2014) با توجه به نتیجه فرضیه سوم، شواهد قوی از بازار بورس تهران برای حمایت از ترکیب دو فرضیه جریان نقد آزاد و سود انباشته یا فرضیه تقسیم سود متوازن فراهم می‌شود که مطابق با نتیجه پژوهش لئو و چی (2014) است (Liu & Chi, 2014) و در تضاد با یافته‌های اکبر و بیگ (2010) است (Akbar & Baig, 2010) بدین معنا که توزیع سهام جایزه به‌خودی‌خود تأثیری بر قیمت سهام ندارد اما زمانی که با سود نقدی همراه شود اثر مثبتی بر قیمت سهام خواهد گذاشت. نتایج به‌دست‌آمده از مقایسه گرایش نقد و غیر نقد در فرضیه چهارم بازهم مؤید عدم تأثیرگذاری سهام جایزه بر قیمت سهام انتهای دوره است چراکه تنها در گرایش نقد، سود دوگانه به افزایش قیمت سهام منجر شده و در گرایش جایزه هیچ‌گونه تأثیر معناداری بر قیمت وجود ندارد. این نتیجه بیشتر توضیح می‌دهد که چرا سرمایه‌گذاران ایرانی خواهان سود نقدی هستند تا سهام جایزه و در تضاد با یافته‌های هوانگ و همکاران (2009) و لئو و چی (2014) است که به ترتیب سود دوگانه متوازن و سود دوگانه از گرایش غیرنقد را عامل اثرگذاری سود دوگانه بر رشد درآمدهای آتی و قیمت سهام شناسایی نموده‌اند (Huang et al., 2009; Liu & Chi, 2014). با توجه به نتیجه فرضیه پنجم، نسبت P/E از دوره قبل توان تبیین قیمت‌های انتهای دوره را دارد و شواهدی را از اثر علامت‌دهی و محتوای اطلاعاتی نسبت P/E با توجه به میانگین شرکت‌های مشابه ارائه می‌کند. بدین‌صورت که هرچه نسبت P/E شرکت به میانگین

دوگانه، پرداخت سود نقدی کمتر یا بیشتر از ۵۰ درصد ملاک عمل قرار گرفت. همچنین برای محاسبه نسبت قیمت به سود مقایسه‌ای، میزان این نسبت در هر سال به میانگین سالانه شرکت‌های هم‌گروه تقسیم شد. در ادامه پس از انجام آزمون‌های تطبیقی و کنترل اثر اندازه، نرخ رشد و سطح بدهی، برآورد مدل با تکنیک رگرسیون خطی چندگانه با رویکرد داده‌های ترکیبی - الگوی اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته صورت گرفت. نتایج برآورد ضرایب جزئی در مدل اول بیانگر تأثیرگذاری مثبت و معنادار سود نقدی، سود دوگانه و نسبت قیمت به سود بر قیمت سهام بود با این حال در مدل دوم مشخص شد تنها سود دوگانه با اکثریت نقد، اثر مثبت و معناداری بر قیمت سهام دارد و سهام جایزه به‌تنهایی یا در ترکیب غالب با سود نقدی اثر معناداری بر قیمت سهام انتهای دوره ندارد.

در یک جمع‌بندی چنین به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران ایرانی نه‌تنها بین سود سرمایه‌ای و سود سهام تفاوت قائل شده بلکه بین الگوهای پرداخت سود نیز واکنش قیمتی متفاوتی نشان داده‌اند. از طرفی سیاست عمده تقسیم سود در شرکت‌های سودآور، از الگوی پرداخت نقدی پیروی کرده که به جهت اطمینان بخشی و امکان برآورد بهتر از عملکرد آتی سهام با بیشترین واکنش قیمتی از سوی بازار همراه بوده است. در خصوص نسبت قیمت به سود نیز به نظر می‌رسد، چشم‌انداز خوب شرکت توانسته بالا بودن صورت کسر این نسبت را توجیه کند و به دنبال محتوای اطلاعاتی برای بازار، انتظارات مثبتی را برای رشد و سودآوری آتی سهام ایجاد کنند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران مایل‌اند برای سهامی با نسبت P/E بالا، هزینه بیشتری بپردازند، زیرا معتقدند سهامی با P/E بالا، خوش‌بینی و اطمینان بازار را نسبت به سودآوری و چشم‌انداز آتی سهام منعکس کرده، ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش داده و

پرداخت مبلغ بیشتری برای آن منطقی و قابل توجیه است. در نتیجه افزایش نسبت قیمت به سود و پرداخت بیشتر سود نقدی با داشتن محتوای اطلاعاتی از قدرت سودآوری و پیش‌بینی مدیریت از تغییرات دائمی در جریان‌ات نقد آتی شرکت، موجب تغییر قیمت سهام در شرکت‌های سودآور ایرانی می‌شود. شاید بتوان چنین استنباط کرد که در شرایط رکود اقتصاد ایران و افزایش نگرانی نسبت به آینده، دریافت سود نقدی به جهت داشتن عینیت و انعکاس قدرت نقدینگی، سلامت و ثبات مالی و چشم‌انداز خوب شرکت، ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش داده و سیگنال‌های قوی‌تری از پیش‌بینی مدیریت نسبت به سودآوری و جریان‌ات نقد آتی شرکت به بازار منتقل می‌کند. از آنجایی که بهترین سیاست تقسیم سود، سیاستی است که در کنار پرداخت سود سهام، رشد آتی شرکت را حفظ کند، به نظر می‌رسد انتخاب الگوی سود دوگانه مطابق با فرضیه تقسیم سود متوازن، به‌عنوان یک سیاست تقسیم سود بهینه برای شرکت‌های سودآور ایرانی عمل نموده و این پیام را برای بازار داشته است که شرکت توانایی مدیریت تعداد بیشتری از سهام را هم‌زمان با حفظ و افزایش سود نقدی دارد و رشد درآمدهای آتی شرکت به‌اندازه‌ای است که نیاز هر دو گروه سرمایه‌گذاران خواهان بازده سهام و بازده سرمایه‌ای را برآورده می‌کند. از این رو پیشنهاد می‌شود شرکت‌های سودآوری که با مشکل نقدینگی و تأمین مالی جدی مواجه نیستند، سود نقدی و سود دوگانه با اکثریت نقد را به‌عنوان دو استراتژی افزایش‌دهنده قیمت سهام با مکانیزم جذب گروه بزرگی از سرمایه‌گذاران مدنظر قرار دهند. به شرکت‌هایی هم که قصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و ذخایر را دارند توصیه می‌شود، با پرداخت و حفظ سود نقدی، تصویر مثبتی از توان پرداخت بازده نقدی برای تعداد بیشتری از سهام در ذهن سهامداران ایجاد کنند. همچنین در راستای تکمیل پژوهش حاضر

در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۲(۴)، ۱۰۱-۱۱۲.

پیمانی‌فروشانی، مسلم، ابراهیمی سروعلیا، محمدحسن و گودرزی، مهسا (۱۴۰۰). رابطه غیرخطی سیاست تقسیم سود بر نسبت قیمت به درآمد در صنایع بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ۲(۲)، ۱-۲۲.

جهانخانی، علی و عباسی، ابراهیم (۱۳۷۰). تأثیر سهام جایزه بر نرخ بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مدیریت، ۱۵(۰)، ۴۹-۵۶.

جهانخانی، علی و قربانی، سعید (۱۳۸۴). شناسایی و تعیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۷(۲)، ۴۸-۲۷.

خالقی‌مقدم، حمید و رستمی، وهاب (۱۳۸۲). رابطه بین توانایی نسبی تداوم فعالیت و نسبت قیمت به سود در ارزیابی شرکت‌ها. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱(۳)، ۲۶-۲.

سعیدی، پرویز، اسلامی‌مفیدآبادی، حسین و خلیل‌زاده، سیدمحمدرضا (۱۳۹۶). بررسی تأثیر عوامل درونی بر تغییرات قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری، ۷(۱)، ۱۰۳-۱۳۸.

شجاع، طیب و شجاع، اسماعیل (۱۳۹۱). بررسی مقایسه‌ای بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات قیمت سهام در شرکت‌های مواد غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشگر، ۹(۲۶)، ۱۵-۲۲.

علوی‌طبری، سیدحسین، مجتهدزاده، ویدا، سلیمانی‌امیری، غلامرضا و عاملی، یلدا. (۱۳۸۸). رابطه کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در

پیشنهاد می‌شود از متغیرهای بازخرید سهام (سهام خزانه) و حق تقدم خرید سهام به صورت سود ترکیبی همراه با سود نقدی استفاده شود و اثر نسبت قیمت به سود به نرخ رشد (PEG) بر رفتار قیمت سهام ارزیابی شود.

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Retained earnings hypothesis
- <sup>2</sup> Dilution of Earning per share (Diluted EPS)
- <sup>3</sup> Free cash flow hypotheses
- <sup>4</sup> Synergy
- <sup>5</sup> The balanced dividend hypothesis
- <sup>6</sup> The dividend signal hypothesis
- <sup>7</sup> The retained earning hypothesis
- <sup>8</sup> Optimal dividend payouts
- <sup>9</sup> Expected future return on equity
- <sup>10</sup> The cyclical pattern of profitability
- <sup>11</sup> Prices leading earnings
- <sup>12</sup> The mean reversion behavior of p/e ratio
- <sup>13</sup> Molodovsky effect

توانایی نسبت P/E برای شناسایی انحرافات گذرای سود جاری از سود بلندمدت در مولدوفسکی [۱۹۵۳] مشخص شده است و از آن زمان به عنوان «اثر مولدوفسکی» نامیده می‌شود. رجوع کنید به:

Molodovsky, N. (1995). A Theory of Price-Earnings Ratios. Financial Analysts Journal, 51(1), 29-43.

- <sup>14</sup> Liberal dividend policy

سیاست تقسیم سود لیبرال یا آزاد سیاستی است که بخش عمده‌ای از سود شرکت بین سهامداران به عنوان سود سهام تقسیم می‌شود و حداقل مقدار به عنوان سود انباشته در شرکت حفظ می‌شود. بنابراین نسبت تقسیم سود در مقایسه با سود انباشته بسیار بزرگ است و نرخ سود سهام یا میزان سود سهام ثابت نیست.

<sup>15</sup> اطلاعات مالی سال ۱۳۹۲ نیز برای متغیرهای سود نقدی، نسبت قیمت به سود و میزان فروش جمع آوری شده است.

- <sup>16</sup> Generalized least squares (GLS)

<sup>17</sup> نحوه محاسبه میانگین قیمت به سود شرکت‌های هم‌گروه در هر سال:

نسبت قیمت به سود مقایسه‌ای از سال قبل:

نسبت قیمت به سود شرکت از سال قبل

میانگین نسبت قیمت به سود شرکت‌های هم‌گروه از سال قبل

میانگین نسبت قیمت به سود در شرکت‌های هم‌گروه:

مجموع نسبت قیمت به سود شرکت‌های هم‌گروه از سال قبل

تعداد شرکت‌های هم‌گروه

## منابع

ایزدی‌نیا، ناصر، سعادت‌نیا، علی و حاجیان‌نژاد، امین (۱۳۹۹). تأثیر ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده

- dividends and stock splits: A reexamination of the retained earnings hypothesis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(3), 531-561.
- Enow, S. T., & Brijlal, P. (2016). Determinants of share prices: the case of listed firms on Johannesburg Stock Exchange. *The Journal of Accounting and Management*, 6(1).
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2012). Determinants of equity share prices: Evidence from American firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 90(90), 176-192.
- Grinblatt, M. S., Masulis, R. W., & Titman, S. (1984). The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(4), 461-490.
- Huang, C.-S., You, C.-F., & Lin, S.-H. (2009). Cash dividends, stock dividends and subsequent earnings growth. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(5), 594-610.
- Huang, C.-S., You, C.-F., & Lin, H.-C. (2014). Dividend-yield trading strategies: Evidence from the Chinese stock market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(2), 382-399.
- Huang, C.-S., You, C.-F., & Hsiao, H.-F. (2017). Dividends and subsequent profitability: an examination of a dual dividend stock market. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 20(01), 1750002.
- Ifeanyichukwu, N. C., & Yusuf, L. (2021). A. effects of dividend policy on market share price of listed industrial goods companies in Nigeria. *International Journal of Innovative Research and Advanced Studies (IJIRAS)*, 8(11), 14-21.
- Itemgenova, A., & Sikveland, M. (2020). The determinants of the price-earnings ratio in the Norwegian aquaculture industry. *Journal of Commodity Markets*, 17, 100089.
- Izadina, N., Saadatnia, A., & Hajian Nejad, A. (2021). The effect of value of financial flexibility on the dividend policies in listed companies in Tehran stock exchange. *Financial Accounting Research*, 12(4), 101-112 [In Persian].
- Jahankhani, A., & Abasi, E. (1991). The Impact of bonus shares on the return rate of listed companies in the Tehran stock exchange. *Danesh Management*, 15, 49-56 [In Persian].
- Jahankhani, A., & Ghorbani, S. (2005). Identifying and determining the factors that determine the dividend policy of companies admitted to the Tehran Stock Exchange بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۶(۵۶)، ۹۳-۱۰۶.
- قلی‌پور، علی (۱۳۷۵). بررسی تاثیر سیاست‌های تقسیم سود و توزیع سهام جایزه بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۳(۱۲)، ۸۵-۱۱۷.
- کثیرلو، مجید (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین قیمت بازار هر سهم با نسبت قیمت به درآمد، نسبت پرداخت سود سهام و بازده حقوق صاحبان سهام. کنفرانس بین المللی مدیریت، گردشگری و تکنولوژی، ۲، ۱-۱۲.
- یحیی‌زاده‌فر، محمود و حجابی، روح‌اله (۱۳۸۹). رابطه بین نسبت قیمت به سود با ریسک سیستماتیک و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانشور رفتار، ۸(۴۱)، ۳۲۵-۳۳۸.

## References

- Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 35(1), 1-12.
- Akbar, M., & Baig, H. H. (2010). Reaction of stock prices to dividend announcements and market efficiency in Pakistan. *Lahore Journal of Economics*, 15(1), 103-125.
- Alavi-Tabari, H., Mojtahedzadeh, V., Soleimani-Amiri, G., & Ameli, Y. (2009). The relationship between profit quality and dividends in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, 16(56), 93-106 [In Persian].
- Almumani, M. A. (2014). Determinants of equity share prices of the listed banks in Amman stock exchange: Quantitative approach. *International Journal of Business and Social Science*, 5(1), 91-104.
- Asche, F., & Sikveland, M. (2015). The behavior of operating earnings in the Norwegian salmon farming industry. *Aquaculture Economics & Management*, 19(3), 301-315.
- Beaver, W., & Morse, D. (1978). What determines price-earnings ratios? *Financial Analysts Journal*, 34(4), 65-76.
- Crawford, D., Franz, D. R., & Lobo, G. J. (2005). Signaling managerial optimism through stock



- stockholders of Listed Companies on the Ghana Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 8(7), 47-54.
- Oktaviani, P. R., & Agustin, S. (2017). Pengaruh PER, EPS, DPS, DPR terhadap harga saham pada perusahaan pertambangan. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen (JIRM)*, 6(2).
- Penman, S. H. (1996). The articulation of price-earnings ratios and market-to-book ratios and the evaluation of growth. *Journal of Accounting Research*, 34(2), 235-259.
- Peymany froshani, M., Ebrahimi Sarvolia, M. H., & Goodarzi, M. (2021). Nonlinear impact of dividend policy on P/E ratio in Tehran stock exchange industries. *Advances in Finance and Investment*, 2(2), 1-22 [In Persian].
- Ponsian, P. N., Prosper, K., Yuda, T., & Samwel, G. (2015). Relationship between dividend policy and share price. *Archives of Business Research*, 3(3).
- Qolipour, A. (1996). Investigating the impact of dividend policies and distribution of bonus shares on the stock value of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 3(12), 85-117 [In Persian].
- Rankine, G. W., & Stice, E. K. (1997a). The market reaction to the choice of accounting method for stock splits and large stock dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(2), 161-182.
- Rankine, G. W., & Stice, E. K. (1997b). Accounting rules and the signaling properties of 20 percent stock dividends. *Accounting Review*, 23-46.
- Reilly, F. K., Griggs, F. T., & Wong, W. (1983). Determinants of the aggregate stock market earnings multiple. *The Journal of Portfolio Management*, 10(1), 36-45.
- Saeedi, P., Eslami Mofid Abadi, H., & Khalilzadeh, S. M. R. (2017). The investigation of the effect of internal factors on the changes of stock price of investment companies listed in Tehran stock exchange. *Journal of Accounting and Social Interests*, 7(1), 103-138 [In Persian].
- Sarwar, M. S. (2013). Effect of dividend policy on share holders' wealth: a study of sugar industry in Pakistan. *Global Journal of Management and Business Research*.
- Shamsuddin, A. F., & Hillier, J. R. (2004). Fundamental determinants of the Australian price-earnings multiple. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12(5), 565-576.
- Sharif, T., Purohit, H., & Pillai, R. (2015). Organization. *Journal of Financial Research*, 7(2), 27-48 [In Persian].
- Joshi, R. (2012). Effects of dividends on stock prices in Nepal. *NRB Economic Review*, 24(2), 61-75.
- Kanuri, S., Malhotra, D., & Russel, P. (2020). Do price-earning ratios drive stock prices in Indian stock market? *International Journal of Business, Accounting, & Finance*, 14(1).
- Kathirlu, M. (2021). Examining the relationship between the market price of each share with the price-to-earnings ratio, the dividend payout ratio, and the return on equity. *International Conference on Management, Tourism and Technology*, 2, 1-12 [In Persian].
- Khaleghi Moghaddam, H., & Rostami, V. (2003). Companies going concern evaluation and its relation to P/E ratio. *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting*, 1(3), 2-26 [In Persian].
- Khan, K. I. (2012). Effect of dividends on stock prices—A case of chemical and pharmaceutical industry of Pakistan. *Management*, 2(5), 141-148.
- Kibet, T. W., Jagongo, A., & Ndede, F. (2016). Effects of dividend policy on share price of firms listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(8), 220-230.
- Liu, J.-Y., & Chi, D.-J. (2014). Stock market reaction to various dividend announcements: which kind of dividend announcement is more significant? *Journal of Testing and Evaluation*, 42(4), 996-1006.
- Mayur, M. (2015). Relationship between Price-Earnings Ratios and Stock Value in an Emerging Market. *Paradigm*, 19(1), 52-64.
- Mirfakhr-Al-Dini, S. H., Dehavi, H. D., Zarezadeh, E., Armesh, H., Manafi, M., & Zraezadehand, S. (2011). Fitting the relationship between financial variables and stock price through fuzzy regression case study: Iran Khodro Company. *International Journal of Business and Social Science*, 2(11).
- Molodovsky, N. (1995). A Theory of Price-Earnings Ratios. *Financial Analysts Journal*, 51(1), 29-43.
- Nirmala, P., Sanju, P., & Ramachandran, M. (2011). Determinants of share prices in India. *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, 2(2), 124-130.
- Nkuah, E. F., & Yusif, H. (2016). Investigating the effect of dividend policy on the wealth of

- Analysis of factors affecting share prices: The case of Bahrain stock exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 7(3), 207-216.
- Sharma, S. (2011). Determinants of equity share prices in India. *Researchers World*, 2(4), 51.
- Shoja, T., & Shoja, I. (2012). A comparative study between dividend changes and stock price changes in food companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Researcher*, 9(26), 15-22 [In Persian].
- Shrestha, P. M. (2020). Effect of dividend on stock market price: a panel data approach. *Management Dynamics*, 23(1), 199-208.
- Spence, M. (1978). *Job market signaling*. *Uncertainty in Economics*, 281-306.
- Tandon, K., & Malhotra, N. (2013). Determinants of stock prices: empirical evidence from NSE 100 companies. *International Journal of Research in Management & Technology*, 3(3), 2249-9563.
- Teng, C.-C., & Liu, V. W. (2018). Catering to the whole spectrum of dividends: evidence from the Taiwan Stock Market. *Journal of Emerging Market Finance*, 17(3\_suppl), S433-S452.
- Wang, M.-H., Ke, M.-C., Liu, D.-Y., & Huang, Y.-S. (2011). Dividend policy and the life cycle hypothesis: Evidence from Taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research*, 5(1), 33-52.
- Yahyazadeh Far, M., & Hijabi, R. (2020). The relationship between price-to-earnings ratio with systematic risk and stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Commercial Strategies*, 8(41), 325-338 [In Persian].
- Zahir, L. (2016). *Pengaruh price earning ratio (per) dan dividend payout ratio (dpr) terhadap return saham syariah*. Universitas Pendidikan Indonesia.