

واکنش قیمت سهام به اعلام سود سهام: مطالعه موردی از یک دوره رکود اقتصادی

عزیزگرد^۱، راحله سادات روحانی^۲

^۱استادیار حسابداری دانشگاه پیام نور تهران، ایران

^۲دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، آموزش محور، دانشگاه پیام نور غرب تهران، ایران

چکیده

بحران مالی سال ۲۰۰۷ و رکود بزرگی که به دنبال آن آمد، منجر به از بین رفتن اعتماد میان سرمایه گذاران شد و دوباره بدست آوردن اعتماد کامل آن‌ها برای کمپانی‌ها یک چالش شده است. با این که رشد اقتصادی در طول دوره سال‌های بعد از جنگ جهانی دوم، همواره نامورون بوده است، روند اخیر (۲۰۰۸-۲۰۱۵) نسبت به دوره کم رشد قبلی (۱۹۷۴-۱۹۹۵) بسیار ضعیف تر و بدتر بوده است. معمولاً مشخصه دوره ۲۰۰۶-۲۰۱۵، اقتصاد کساد است. این مطالعه واکنش قیمت سهام را به اعلان سود سهام، ۳۰ روز قبل و بعد از تاریخ اعلام، توسط کمپانی‌های تجاری عمومی در دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ بررسی می‌کند. ما از یک روش مطالعه موردی برای ۴۶۰ مورد و داده‌های سهام روزانه قیمت سهام‌ها برای کمپانی‌ها در پایگاه داده‌های تاریخی CRSP استفاده می‌کنیم. این مطالعه نشان دهنده واکنش چشمگیری از قیمت سهام در دوره مورد مطالعه است. به طور میانگین، قیمت‌های سهام به شکل مثبتی نسبت به اعلان سهام واکنش نشان دادند. اگرچه، در مقایسه با یافته‌های قبلی بازدهی‌های غیرعادی (۵.۹ درصد)، نتیجه‌های این مطالعه نشان دهنده بازدهی‌های غیرعادی کوچکی است (تقریباً ۱.۸۱ درصد) که به اعلام‌های قیمت سهام نسبت داده شده‌اند و مرتبط با روز اعلام هستند و تا سه روز بعد از روز اعلام هم محاسبه می‌شوند. تخمین‌های ما حتی کمتر از ۲.۰۱ درصد از واکنش‌های قیمت سهام است که در دوره ۱۹۸۷-۱۹۹۵ دیده می‌شد.

واژه‌های کلیدی: واکنش قیمت سهام، اعلام سود سهام، دوره رکود اقتصادی

۱- مقدمه

بعد از بحران مالی که در سال ۲۰۰۷ آغاز شد، کشور آمریکا دوره طولانی ترین و عمیق ترین دوره رکود اقتصادی خود را از زمان رکود اقتصادی بزرگ، تجربه کرد. اگرچه این رکود در ژوئن ۲۰۰۹ پایان یافت؛ و نرخ رشد در GDP از زمان بحران، نسبت به معیار مورد استفاده، از زمان جنگ جهانی، نسبت از یک چهارم به نیمی از میانگین رسید. این عملکرد زیرمیانگین اخیر اقتصادی تا حدودی حاصل بحران اقتصادی است اما در تورم فعلی، هنوز هم این روند مانده است. هنگامی که کل بازار سهام در حال افت است، همان طور که در دوره ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ افت کرده بود، بازارهای منفرد نیز افت می کنند و سرمایه گذاران ممکن است ترجیح دهند تا تمام سرمایه خود را نقد کنند. این که حجم پولی به این زیادی از بازارها بیرون رود و به شکل نقد درآمد می تواند منجر به افت های بیشتر بازارهای سهام شود. در حقیقت، دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲، دوره ای بود که در آن رشد اقتصادی، کساد بود (کیتلی^۱، لابونته^۲ و استوپاک^۳، ۲۰۱۶). دلایل این رکود اقتصادی شامل افت بازار و توزیع مالی بود که به دلیل بحران اقتصادی ایجاد شده بود. این موضوع می توانست منجر به سطح پایین تر رشد GDP شود و همچنین باعث وضعی شو که درصد اندوخته های ملت از درصد اندوخته های درآمدت آن کشور، جلو بزند)

این دوره مخصوص در کشور آمریکا همچنین دارای اثراتی نیز بر روی سود سهام و اعلامی های سهام بود. سود سهام، در حقیقت توزیع سودها است که به شکل و شمایل سهام بیان می شوند که منجر می شود که سهام داران بتوانند سود اضافی خود را دریافت کنند. پاسخ قیمت سهام به اعلام سود سهام، نشان دهنده این است که بازار مالی دارید در تصمیمات مدیریتی، دخالت می کند. توزیع سود سهام، یکی از تصمیمات کمپانی است که منجر به هیچ چالش مستقیمی در میزان سرمایه نمی شود. بر خلاف برخی دیگر از تصمیمات سازمان، مانند سود سرمایه و تغییرات در ساختارهای سرمایه که مستقیماً بر روی میزان سرمایه آینده اثر دارد؛ سود سهام هزینه های مستقیمی را منجر نمی شود که به آن "چالش حسابرسی کلی" نیز گفته می شود. (آداگلو^۴ و لاسفر^۵، ۲۰۱۱؛ گرینبلات^۶ و تیتمن^۷، ۱۹۸۴). برای شرکتی که یک سود سهام را اعلام می کند، یک مقداری برابر با ارزش بازار سهام توزیع شده از دریافتی های محدود به حساب مرکزی شرکت منتقل می شود. در نبود نامتقارنی های اطلاعاتی، ارزش بازار کلی باید یکسان بماند به این دلیل که شامل تغییراتی در ساختار سرمایه شرکت نمی شود و ارتقایی در توان بهره وری آن هم ندارد و کاهش هزینه ای هم به دلیل این اتفاق انجام نمی شود.

اصول حسابداری که عموماً پذیرفته شده اند، بیان می کنند که توزیع سهام به میزان بیشتر از ۲۵ درصد، بر روی دریافتی های محدود اثری ندارند (گرینبلات^۸ و همکاران، ۱۹۸۴) و همچنین توزیع های به میزان کمتر از ۲۵ درصد هم به عنوان سود سهام در نظر می گیرند. اعلان میزان سود سهام دارای اثر خالصی بر روی قیمت سهام دارد؛ اگر، برای مثال، قیمت سهام بدون توجه به این موضوع که سهام به چه میزان توزیع شده است؛ یک حساسیت و یا واکنشی نشان دهد. مطالعات عملی زیادی در زمینه بین المللی نشان دهنده واکنش های شدید سهام به اعلان های سود سهام توزیع شده هستند (برای ادبیات مرتبط، کار انجام شده توسط آداگلو^۹ و لاسفر^{۱۰}، ۲۰۱۱؛ الیایی^{۱۱}، ۲۰۱۴، بنچمن و بابال^{۱۲}، ۲۰۰۷، نگوین و وانگ^{۱۳}، ۲۰۱۳ را ببینید). این مطالعات ممکن است روشن کنند که بازار به محتوای اطلاعاتی توزیع های سود سهام اهمیت می دهد و به انتظاراتی را درباره

¹ Keightley

² Labonte

³ Stupak

⁴ Adaoglu

⁵ Lasfer

⁶ Grinblatt

⁷ Titman

⁸ Grinblatt

⁹ adaoglu

¹⁰ lasfer

¹¹ Al-yahyae

¹² Benchman & raaballe

¹³ Nguyen & Wang

دیدگاه های شرکت، شکل می دهد. باید دانست که تعداد کمی مطالعات (مانند کرافورد و لوبو^{۱۴}، ۲۰۰۵؛ گرینبلات و همکاران، ۱۹۸۴) اثر اعلان های توزیع سود سهام خالص را بر روی قیمت های سهام در کشور آمریکا تحلیل کرده اند. این مطالعات دارای اندازه نمونه های کوچک هستند و/یا دارای تاریخ های محدود می باشند و بیشتر مطالعات پیشین در زمینه اعلانات سود سهام نتیجه های واکنش بازار را در طول دهه ۱۹۸۰ میلادی بیان کرده اند. تا جایی که ما می دانیم، هیچ مطالعه ای اثر اعلان سود سهام خالص را بر روی واکنش قیمت سهام در سال های اخیر تحلیل نکرده است؛ مخصوصاً در طول دوره رکود اقتصادی سال ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵. می توان انتظار داشت که عامل هایی مانند تغییرات بزرگ اقتصادی، تکنولوژی اطلاعات، پروسه های تجارت دیجیتال ارتقا یافته شده، نکته بین تر شدن بانک ها و مقررات ملی و پایین آمدن وضعیت مالی آمریکا ممکن است بر روی میزان واکنش های قیمت سهام خالص تاثیر داشته باشد.

از این رو، هدف این مطالعه این است که تعاملات قیمت سهام را در اطراف تاریخ های اعلام سود سهام در طول سال های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ ارزیابی کنیم. بر خلاف دهه ۱۹۸۰، که دوره ای بود که خصوصیت اصلیش تورم بالا و تغییرات میزان مالیات ها بود که منجر به تغییرات در سرمایه گذاری در آمریکا و پول جمع کردن ها شد؛ مشخصه اصلی دوره سال های بین ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ رکود اقتصادی بود و یک بحران اقتصادی هم در سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ در این دوره اتفاق افتاد. پاسخ قیمت های بازار به اعلام سود سهام، در طول این دوره اقتصادی بحرانی، به ما اجازه داده است تا سوالات منحصر بفردی را برای تحقیقمان تعریف کنیم؛ مانند (۱) آیا کمپانی هایی که سود سهام را در طول دوره های رکود اقتصادی توزیع می کنند، با واکنش های قیمت بالاتر سهام روبرو می شوند؟ (۲) چگونه تعاملات قیمت سهام در طول دوره فعلی رکود اقتصادی با تعاملات قیمت سهام در طول سال های دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ مقایسه می شود؟ ما از ۴۶۰ اعلان سود سهام برای کمپانی هایی که در مرکز تحقیقات قیمت های ایمنی (CRSP) در سال های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ لیست شده اند را بررسی کرده ایم.

۲- پس زمینه و سوابق مربوطه

مطالعات بسیاری واکنش های بازار شدیداً مثبتی را به اعلان های سود سهام در اطراف تاریخ های اعلام، را کشف کرده اند. به عنوان مثال، فاستر و ویکری^{۱۵} (۱۹۷۸) بر روی ۸۲ اعلان سود سهام از سال ۱۹۷۲ تا ۱۹۷۴، از نظر محتوای اطلاعاتی کار کرده اند. و هم تاریخ اعلان بازدهی های غیرعادی و هم تاریخ های قبلی آن ها را ارزیابی کرده اند. نویسندگان دریافته اند که شواهدی چشمگیر برای بازدهی های کوچک مثبتی در حوالی تاریخ اعلام وجود دارد اما بازدهی غیرعادی در تاریخ قبل از اعلام وجود ندارد. به علاوه، نویسندگان هیچ اثری را بر روی سود سهام پیدا نکردند که مربوط به تاریخ قبل از اعلام باشد. به روش مشابهی، وولرید (۱۹۸۳) تطبیقات قیمت سهام قبل از تاریخ را برای ۳۱۷ مورد اعلام سود سهام از سال ۱۹۶۴ تا ۱۹۷۲ ارزیابی کرده است و این گونه نتیجه گرفته است که در قیمت های سهام تطبیقی، ناموثر بودن بازار در قبل از تاریخ وجود دارد. یک سال بعد، گرینبلات و همکاران (۱۹۸۴)، با استفاده از ۸۲ مورد اعلام سود سهام خالص، اثر اعلام سود سهام را بر روی قیمت های سهام از ۱۹۶۷ تا ۱۹۷۶ بررسی کردند و دریافتند که بازدهی هایی که شدیداً غیرعادی بودند، در روز ۰ و روز ۱، به ترتیب، اتفاق افتادند. و بازدهی متوسط در اعلام های سود سهام، تقریباً ۴.۹ درصد بود. نهایتاً، کرافورد و همکاران (۲۰۰۵)، با استفاده از داده هایی که از ۱۹۶۷ تا ۱۹۹۶ جمع آوری کرده بودند، واکنش ها را به اعلام های سود سهام برای سال ۱۹۶۷-۱۹۷۶، ۱۹۷۷-۱۹۸۶، و ۱۹۸۷-۱۹۹۶ بررسی کردند و اثر آن را بر روی قیمت سهام شدیداً مثبت یافتند. همچنین این اثرات برای یک دوره نمونه، به شکل چشمگیری زیاد بود که برای سال های نامبرده شده به ترتیب برابر بود با: ۴.۸۸، ۳.۲۴، و ۲.۰۱ درصد.

جالب ایت که توضیحات زیرساختاری را برای هر پاسخ بازار تحلیل کنیم و مطالعات قبلی برخی فرضیات را مطرح کرده اند. معمول ترین فرضیه بر اساس فرضیه سیگنال-بازار (MSH) و یک فرضیه دریافت-نگه داری (REH) است.

¹⁴ Crawford & Lobo

¹⁵ Foster and Vickrey

استدلال اساسی این فرضیه‌ها از این فرض ناشی می‌شود که سود سهام، نشان دهنده دورنمایی از افزایش آینده در میزان درآمد است. اگرچه برخی از محققین در زمینه مالی فرضیات دیگری را پیشنهاد می‌کنند. انگل (۱۹۹۷) یک فرضیه بازار-ساز را پیشنهاد کرده است که بیان می‌دارد که محرک توزیع بازار، این است که اندازه‌هایی را که نسبت به قیمت سهام هستند، به اندازه کافی تنظیم کنیم. اسپالتز (۲۰۰۰)، این گونه بیان کرده است که توزیع سهام در ارتقای تجارت سهام تأثیر دارد. در بازاری که در آن مدیران اطلاعاتی را درباره درآمدهای کنونی و آینده دارند اما سرمایه‌گذاران ندارند، این سود سهام ممکن است مانند یک دستگاه پیش‌گو عمل کند. سود سهام معمولاً ارزان است و در مقایسه با روش‌های دیگر مانند خرید مجدد سهام و تغییرات در سود، روشی مناسب است. (وولریج، ۱۹۸۳). وولرید (۱۹۸۳) سود سهام را به عنوان یک پیش‌گویی مبهم می‌بیند، در حالی که سود سرمایه ممکن است در برخی از موارد هم پیش‌گویی شفاف باشد و بیان کند که برخی از جنبه‌های دریافتی شرکت مطلوب هستند و یا این که ممکن است موقعیت‌های سودمندی در این شرکت نباشد. (ولرید، ۱۹۸۳) علاوه بر این‌ها، رانکی و استیس (۱۹۹۷) با استفاده از نمونه‌ای از ۳۳۲ شرکت در سال‌های ۱۹۸۳، ۱۹۸۵، ۱۹۸۷ و ۱۹۸۹، دریافتی‌ها را که واکنش‌ها به دوره اعلام دارای ارتباط مثبتی با رشد آینده دریافتی هستند و بیان می‌کنند که اعلام‌ها در ارتباط با بازگشت‌هایی در انتظارات بازارها از دریافت‌های آینده شرکت می‌باشند. نهایتاً، در حین بررسی این موضوع که بررسی می‌کنیم که چرا شرکت‌ها سود سهام را توزیع می‌کنند، لاکونیشوک و لو^{۱۶} (۱۹۸۷) دریافتی‌ها را که این کار عموماً در بازایی قیمت سهام به "محدوده نرمال" کمک می‌کند. نویسندگان دریافتی‌ها را که این کار واقعاً تا حدی می‌تواند پیش‌گویی مناسب برای این موضوع باشد.

فرضیه دریافت محدود (REH) این گونه بیان می‌کند که تصمیمات سود سهام شامل کاهش داوطلبانه در دریافتی‌های محدود شده می‌شود و نشانه‌ای از اعتماد مدیران به آینده شرکت است. کرافورد و همکاران (۲۰۱۵) بیان کرده‌اند که فرضیه دریافت محدود پیش‌بینی می‌کند که توزیع سهام که با کاهش دریافتی‌های محدود به حساب آمده است، معتبرترین نشانه برای بهینه‌سازی مدیریتی است و این کار دریافت محدود را کاهش نمی‌دهد. بازار ممکن است اعلام سود سهام را با افشای اطلاعات خصوصی درباره چشم‌انداز آینده شرکت، تعبیر کند. آن‌چنان‌که رنکین و استیس (۱۹۹۷) بیان کرده‌اند، "با کاهش دادن داوطلبانه مجموعه موجود بودجه‌ها، مدیران شرکت‌هایی که تحت ارزیابی هستند، می‌توانند اعتماد خود را بیان کنند که چنین کاهش تأثیر منفی بر روی توانایی شرکت برای تولید توزیع‌های سرمایه‌آتی، نخواهد داشت"

از طرف دیگر، اسپنسر (۱۹۷۳) بیان می‌کند که مدل پیش‌بینی‌کننده می‌گوید که اعتبار سیگنال بستگی به هزینه پیش‌بین غلط دارد. به شکل مشابه، گرینبلات و همکاران (۱۹۸۴) بیان می‌کنند که کاهش در دریافتی‌های محدود باعث می‌شود که هزینه‌ها برای شرکت‌های تولیدی در شکل قرض و یا هزینه‌های دیگر، با قانون‌ها تطبیق پیدا کنند. اگرچه، کمپانی‌های خوب که انتظار دریافتی‌های خوب را دارند، این پیوندهای محدودیتی را پیدا نمی‌کنند. برای کمپانی‌هایی که انتظار افزایش درآمد را داشته‌اند، کاهش در درآمد محدود، هزینه بر نیست. اگرچه، یک پیش‌گویی غلط می‌تواند برای شرکت‌هایی که درآمدهای پایین را انتظار داشته‌اند اما این رفتار را تکرار کرده‌اند، گران تمام شود. به عنوان مثال، گرینبلات و همکاران (۱۹۸۴)، توضیح دادند که محدودیت‌ها در فرم‌ها و یا قوانین کمپانی، اعتبار اضافی به این پیش‌گویی‌ها می‌افزاید به این دلیل که آن‌ها به اندازه کافی بزرگ هستند که پیش‌گویی‌های اشتباه را در نظر نگیرند. هزینه‌های غیردقیق، مانند نبود مشهوریت، نیز در ارتباط با این پیش‌گویی‌های غلط می‌باشد.

اخیراً، کرافورد و همکاران (۲۰۰۵)، مفروضات زیرساختی فرضیه درآمد محدود را دوباره مورد آزمایش قرار داد و همچنین هزینه‌های بالقوه پیش‌گویی غلط را مورد بررسی قرار داد. بر خلاف کار انجام شده بوسیله گرینبلات و همکاران (۱۹۸۴)، کرافورد و همکاران (۲۰۰۵) هیچ شواهد عملی را برای هزینه‌های پیش‌گویی اشتباه از نظر قوانین مشارکتی و محدودیت‌ها پیدا نکردند. هزینه‌های پیش‌گویی غلط تنها برای چند شرکت مشهود بودند و آن‌هم هنگامی بود که مدل‌ها را برای جهت

¹⁶ Lakonishov and Lev

گیری در رگرسیون‌ها مورد استفاده قرار می‌دادیم. این یافته‌ها، تحقیقات بعدی را با فرض زیرساختی درباره دریافت محدود و هزینه‌های پیش‌گویی غلط، ممکن کرد و راه را برای آن‌ها باز نمود.

سود سهام و اثر آن بر روی هزینه‌های سهام در کشورهای یونان (پاپایونو، تراووس و تسانگاراکیس^{۱۷}، ۲۰۰۰)، سوئد (بچمن و رابال، ۲۰۰۷)، ترکیه (آداگلو و لاسفر، ۲۰۱۱) و کشورهای که دارای اقتصاد پویا هستند مانند چین (نیوجین و وانگ، ۲۰۱۳)، هند (ماترا و دی، ۲۰۱۲) و عمان (الیحیایی، ۲۰۱۴) مورد بررسی قرار گرفته است. و یافته‌ها در این زمینه مختلف است. در دیگر کشورهای اروپایی مانند کشور یونان، پاپایونو و همکاران (۲۰۰۰)، با استفاده از ۴۰ مورد توزیع سود سهام در طول دوره سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۴، به این موضوع رسید که اعلام آن‌ها دارای اثر چندانی بر روی قیمت‌های سهام در بازار سهام کشور یونان نمی‌باشد. به طور مشابه، با استفاده از اطلاعاتی که از بازار بورس کوپهنگن بدست آمد، بنچمان و رابال (۲۰۰۷) شواهد ضعیفی را پیدا کردند که سود سهام، نقدینگی را افزایش می‌دهد.

در کشور ترکیه، آداگلو و لاسفر (۲۰۱۱) عامل‌های کمپانی‌های ترکیه برای پرداخت سود سهام را پیدا کردند و به شکل مشابهی، لاسفر (۲۰۱۱) دریافت که واکنش‌های بازار برای شرکت‌هایی که کمتر عملیاتی بودند نسبت به شرکت‌هایی که در شش ماه قبل از اعلام، عملیاتی بودند؛ بالاتر بود. این نویسندگان این گونه استدلال کردند که کمپانی‌ها سود سهام را برای پیش‌بینی موارد آینده اعلام می‌کنند. الیحیایی و همکاران (۲۰۱۴)، با استفاده از ۲۷۱ عدد مورد اعلام سود سهام، از بازار بورس عمان از ۱۹۹۷ تا ۲۰۱۲، به این نتیجه رسیدند که واکنش بازار سهام به توزیع‌های سود سهام مثبت است. الیحیایی (۲۰۱۴) این گونه استدلال کرد که سود سهام عموماً برای پیش‌بینی عملکرد آینده است و تا حدودی هم برای کاهش قیمت‌های سهام تا محدوده‌ای نرمال می‌باشد. نهایتاً، نیوگان و وانگ (۲۰۱۳) دریافتند که سرمایه‌گذاران خرد بعد از اعلام سود سهام برای یک نمونه از تعداد کمی از شرکت‌های چینی، مشارکت بیشتری دارند. نویسندگان بازدهی‌های غیرعادی مثبتی را در حول و حوش تاریخ اعلام سود سهام یافتند.

۳- روش‌شناسی

تحلیل وقایع یک روشی استاندارد است که در اقتصادهای مالی برای بررسی اثرات اتفاقات خاص بکار می‌رود که از اعلام ناشی می‌شوند. این روش این گونه فرض می‌کند که بازدهی‌های سهام تنها را می‌توان نسبت به بازار کلی، پیش‌بینی کرد. بر اساس این فرض، می‌توانیم تفاوت میان بازدهی‌های پیش‌بینی شده و بازدهی‌های اصلی را که به آن‌ها بازدهی‌های غیرعادی گفته می‌شود؛ از هم تشخیص دهیم. این فرض عدم تاثیر این اعلان‌ها در صورتی که بازدهی‌های غیرعادی از نظر آماری نسبت به عدد صفر متفاوت باشند؛ رد می‌شود. در مطالعه ما، فرضیه اولیه بر این است که بازدهی‌های متوسط جمعی در یک اتفاق، به دلیل یک اعلام سود سهام، برابر با صفر می‌باشد. اگر ما تمام این فرضیه‌ها را در کنیم، این موضوع یک تاثیر چشمگیر را نشان می‌دهد. یک تحلیل اعلامی عملی معمولاً شامل امان‌های زیر است: معرفی بحث مورد نظر و تعریف پنجره موارد، اندازه‌گیری بازدهی‌های غیرعادی برای شرکت و جمع‌آوری آن‌ها در زمان، جمع‌آوری بازدهی‌های غیرعادی در شرکت، و سنجش عامل‌های تعیین‌کننده بازدهی‌های جمعی غیرعادی.

۳-۱- معرفی بحث مورد نظر و تعریف پنجره موارد

همان‌طور که بوسیله مالکینالی (۱۹۹۷) معرفی شد، برپایی یک پنجره موارد، که بیشتر از یک یا دو روز باشد و بعد از اعلام باشد، تحلیل بازدهی‌های غیرعادی را که در اطراف یک اتفاق و یا در یک روز اعلام قرار گرفته است؛ آسان‌تر می‌کند. اگرچه، این پنجره می‌تواند فقط یک تاریخ آن اتفاق باشد و یا ممکن است شامل یک سال و یا بیشتر از اتفاقات قبلی و بعدی شود. بستگی به مورد دارد. ما قانون عمومی را در انتخاب دوره تخمین انتخاب کردیم و طول تخمینی ۲۵۵ روز کاری را برای این کار

¹⁷ Papaioannou, Travlos, & Tsangarakis

انتخاب کرده ایم. برای این اتفاق، ما ۳۰ روز قبل و ۳۰ روز بعد از تاریخ اعلان را انتخاب کرده ایم. ما همچنین برخی از پنجره های دوره کوتاه را به عنوان جایگزین انتخاب کرده ایم: $(-2, 2)$ ، $(-1, 1)$ ، $(-2, 2)$ ، $(-5, 5)$ و $(-2, 2)$.

۳-۲- تحلیل های بازدهی غیرعادی

برای این که آزمایش کنیم که آیا توزیع های سود سهام بر روی قیمت بازار تاثیر دارد یا خیر، باید حرکات را در بازدهی بازار کنترل کنیم که به این اتفاقات وابسته نباشند. این مدل بازار (MM) اثر بازار-گستر را به همراه المان های تطبیق ریسک به شکل زیر در نظر می گیرد:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

که در آن R_{it} بازدهی شرکت i در روز t است و R_{mt} نشان دهنده بازدهی پورتفولیوی بازار است و α_i و β_i پارامترهایی برای تخمین می باشند. و t شاخص یک روز در پنجره تخمین است و ε_{it} عبارت توزیع است که دارای میانگین صفر می باشد. در مطالعه ما، ما دو معیار از پورتفولیوی بازار انتخاب می کنیم و نتیجه ها را با هم مقایسه می کنیم. این دو معیار، شاخص وزن برابر دارای تطبیق با بازار و یک شاخص وزن ارزشی دارای تطبیق با بازار می باشند. معادله در یک شرکت در پنجره تخمین مورد استفاده قرار می گیرد تا با کمک آن بازدهی های غیرعادی تخمین کننده های α_i و β_i از شرکت i را در روز t در پنجره تخمین بتوان به شکل زیر نمایش داد:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

که در آن t نشان دهنده پنجره تاریخها است. تحت فرضیه اولیه، AR_{it} دارای توزیع نرمال است. از این رو، در تخمین اصلی ما، AR_{it} باقی مانده پیش بینی شده MM است. همچنین، در فرم ساده، یک بازدهی غیرعادی از سهام i در روز t را به شکل تفاوت بین بازدهی های طبیعی سهام R_{it} و بازدهی موردانتظار آن یعنی $E(R_{it})$ تعریف می کنیم:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

این بازدهی غیرعادی می تواند برای شرکت i در طول کل زمان پنجره اتفاقات جمع آوری شود تا یک بازدهی نرمال جمعی CR_{it} در پنجره اتفاقات T به شکل زیر تولید شود:

$$CR_{it} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$$

اگر اتفاق دارای اثر چشمگیری بر روی بازدهی داشت، مقدار مورد انتظار بازدهی های غیرعادی جمعی، CR_{it} ، باید صفر باشد. در موردی که چندین اتفاق وجود داشت، امتحان بالا از بازدهی های جمعی شرکتها را می توان در طول شرکتها با هم جمع کرد. یکی از راه هایی که اثر کلی این اتفاقات را نشان دهیم، این است که بازدهی غیرعادی جمعی را به شکل زیر بدست آوریم:

$$GR_{NT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CR_{it}$$

که در آن، GR_{NT} بازدهی های متوسط جمعی برای N عدد شرکت به عنوان یک گروه در پنجره اتفاقات دوره T روزه است و متوسط برای محاسبه متوسط گیری در شرکتها محاسبه می شود. برای N شرکت و T پنجره، می توانیم تخمین یک نقطه ای GR_{NT} را بزنیم. در فاصله دو یا بیشتر از دو روز کاری که با دوره T_1 آغاز می شوند و T_2 به پایان می رسند؛ بازدهی متوسط جمعی غیرعادی (CAAR) به شکل زیر تعریف می شود:

$$CAAR_{T_1, T_2} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}$$

با فرض توزیع متقارن و نرمال، واریانس GR_{NT} را می‌توان به شکل زیر محاسبه کرد:

$$Var(GR_{NT}) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N Var(CR_{it})$$

به علاوه، آمار آزمایشی Z را می‌توان به شکل زیر تعریف کرد:

$$z = \frac{GR_{NT}}{\sqrt{Var(GR_{NT})}} \sim N(0, 1)$$

در این مطالعه، ما هم از آمارهای زمانی پارامتری و هم غیرپارامتری برای آزمایش فرضیه استفاده می‌کنیم. ما از آزمایشات پارامتری مانند پاتل^{۱۸} (۱۹۷۶) و سری های زمانی پورتولوفیو (CDA) از t متغیر و آزمایش های غیرپارامتریک رده بندی استفاده می‌کنیم.

۴- داده‌ها

ما برای تحقیق، از سرویس های داده تحقیقاتی وارتون (WRDS) استفاده می‌کنیم که در مرکز تحقیقات قیمت های ایمنی (CRSP) موجود هستند. پایگاه داده های CRPS در دانشگاه شیکاگو نگه داشته می‌شوند و شامل محدوده وسیعی از داده های ایمنی روزانه، ماهانه و سالانه هستند که مربوط به سهام هایی هستند که معمولاً در NYSE، AMEX و NASDAQ و در برخی دیگر از شاخص های دیگر، معامله شده اند. تحت مدل های مختلف، CRPS داده‌ها را با کدهایی گروه بندی کرده است که نوع توزیع را تشخیص دهد. به عنوان مثال، سود سهام غیرمالیاتی، را با کد DIST 5533 مشخص کرده اند. ما از داده های مربوط به بازدهی های سهام روزانه که از ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۲ جمع آوری شده اند استفاده می‌کنیم. که برای تمام کمپانی هایی هستند که در CRPS لیست شده اند. برای داده های مربوط به زمان اعلام، ما از مازوب اتفاق استفاده می‌کنیم که دارای کد DIST 5533 است که منحصرأ تاریخ های اعلام را برای سود سهام خالص برای سود سهام های غیرمالیاتی مشخص می‌کند. نمونه ما شامل تمام اعلام های قابل دسترس سود سهام از ژانویه ۲۰۰۶ تا دسامبر ۲۰۱۲ می‌باشد که تحت کد DIST 5533 ضبط شده اند. (راهنمای توصیفی داده های CRSP، ۲۰۰۶). ما از شاخص های دارای وزن برابر دارای تطبیق با بازار و شاخص های دارای ارزش محدود به عنوان فیلترهایی برای پورتولوفیو بازار استفاده می‌کنیم و این شاخص ها را دقیقاً از پایگاه داده های CRPS دریافت می‌کنیم. با هم، ۴۶۰ مورد اعلام را با استفاده از نرم افزار، که بوسیله مرکز تحقیقاتی کونا تولید شده است؛ مرور می‌کنیم.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

بازدهی های میانگین روزانه برای یک دوره ۶۰ روزه اعلام‌ها (۳۰ روز قبل از اعلام و ۳۰ روز بعد از اعلام) مورد ارزیابی قرار گرفته اند و میزان شدت آماریشان چک شد. جدول ۱، نشان دهنده نتیجه های بازدهی های میانگین غیرعادی برای ۱۰ روز قبل از اعلام سو سهام و ۳۰ روز بعد از اعلام سود سهام است. مواردی که جدول موجود می‌باشند شامل مقادیر متناظر t برای بازدهی های غیرعادی هستند. همان طور که می‌بینیم، بالاترین مقدار هم از نظر اندازه و هم آمار t ، در دوره بین روز ۰ تا روز ۱ بوده است. تحقیقات ما بیان می‌کند که بازدهی های غیرعادی در روز اعلام (۰.۳۹ درصد) و روز بعد از آن (۰.۷۶ درصد) شدیداً مثبت بودند؛ و این که این اثر برای مدت ۳ روز بعد از اعلام، ثابت باقی مانده بود (یعنی به ترتیب ۰.۳۶ درصد، ۰.۳۰ درصد برای روزهای دوم و سوم) با احتساب میزان شدت برای هر سهام غیرعادی در یک دوره ۴ ساله، یک بازدهی جمعی ۱۸۱

¹⁸ Patell

درصدی را می‌توان به اعلام های سود سهام نسبت داد. تخمین های ما از بازدهی های روزانه غیرعادی در اطراف زمان مورد نظر کمتر از این بازدهی‌ها بود که در مطالعه گرینبلات و همکاران (۱۹۸۴) به آن اشاره شد (در حدود ۵.۸۷ درصد در دوره ۱۹۶۷-۱۹۷۶).

یافته های ما از واکنش های قیمت سهام همچنین کمتر از ۲.۰۱ درصدی است که بوسیله کرافورد و همکاران (۲۰۰۵)، که واکنش های قیمت سهام را در دوره ۱۸۹۷-۱۹۹۶ گزارش کرده بودند؛ گزارش شده است. میزان بازدهی های غیرعادی که سه روز هم به طول انجامیده است، بیان می‌کند که زمان می‌برد تا بازار کاملاً اطلاعات اعلام سود سهام را بر روی قیمت سهام انعکاس دهد. یکی از دلایل احتمالی برای چنین الگویی، ممکن است حضور موارد ایمنی باشد که به طور غرمحسوس وجود دارند. نهایتاً، با به حساب آوردن دو مطالعه‌ای که در بالا انجام شده است (کرافورد و همکاران، ۲۰۰۵؛ گرینبلات و همکاران، ۱۹۸۴)، و این مطالعه، می‌بینیم که دامنه بازدهی های غیرعادی در پاسخ به اعلام سود سهام در حال کاهش است. مخصوصاً، دامنه واکنش های قیمت سهام در دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ شدیداً از دامنه واکنش های قیمت سهام در سال های دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ پایین تر است و از آن جایی که این دوره‌ها نشان دهنده شرایط اقتصادی کاملاً متمایز و متفاوتی هستند، می‌توان این گونه فرد کرد که عامل های مختلفی باعث این افت شده اند. از یک طرف، بحران های اقتصادی و رکودهای اقتصادی در طول سال های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ ممکن است منجر به واکنش پایین به اعلام سود سهام شده باشد و نشانی از بازار مالی داشته باشد. از طرف دیگر، بازدهی بازار و یادگیری سرمایه گذاران در طول زمان ممکن است در پیش بینی بهتر یادگیری برای بازدهی های غیرعادی پایین تر، اثر داشته باشد.

شکل ۱، نشان دهنده بازدهی های متوسط جمعی غیرعادی برای دوره ۳۰ روز قبل و ۳۰ روز بعد از تاریخ اعلام سود سهام می‌باشد. ما نتیجه های هر بازدهی های دارای وزن برابر تطبیق داده شده با بازار (پنل چپ) و بازدهی های تطبیق داده شده با بازار دارای وزن بازار (پنل راست) را گزارش کرده ایم. بازدهی های غیرعادی جمعی متوسط نشان دهنده بالاتری رشد را تا ۳.۴۶ درصد و ۴.۳۴ را به ترتیب برای درصد برای بازدهی های تطبیق داده شده با بازار دارای وزن برابر و بازدهی های تطبیق داده شده با بازار دارای وزن بازار نشان می‌دهد. بازدهی های متوسط جمعی غیرعادی در طول دوره ۶۰ روزه تقریباً ۱.۹۷ درصد برای بازدهی های تطبیق داده شده با بازار دارای وزن برابر و تقریباً ۳ درصد برای بازدهی های تطبیق داده شده با بازار دارای وزن بازار می‌باشند. هر دوی پنل‌ها در شکل ۱، مشخص کننده اثر مثبت اعلام های سود سهام بر روی قیمت های بازار است. وقتی که هم شکل ۱ و هم جدول ۱ را به حساب آوریم، نتیجه‌ها بیان می‌کنند که رشد مثبتی در قیمت های سهام، حداقل در کوتاه مدت، به دلیل اعلام های سود سهام می‌باشد. گراف، بازدهی های غیرعادی را در حوالی تاریخ اعلام، بیان می‌کند که یک پرشی بزرگ از روز ۰ تا روز ۱ داشته است و در شکل ۱ مشاهده می‌شود (هر دوی پنل‌ها) باید توجه داشته باشیم که رشد شدیدی در بازدهی های جمعی غیرعادی میانگین از زمان تاریخ اعلام تا زمان ۸ روز بعد از آن وجود دارد. بعد از این ۸ روز، گراف نشان می‌دهد که بازدهی های جمعی غیرعادی میانگین قبل از این که به الگوی عادی بازدهی های نرمال بازگردند، سقوط می‌کنند. یافته های بالا مشخص کننده واکنش هایی بسیار ضعیف هست اما شواهدی برای این واکنش‌ها خیلی قوی نمی‌باشد. به علاوه، باید توجه داشت که افزایش در قیمت سهام و از این رو بازدهی های جمعی غیرعادی میانگین، سه یا چهار روز قبل از تاریخ اعلام آغاز شده است. این موضوع را می‌توان در شکل ۱ دید. یک دلیل ممکن برای این موضوع، ممکن است حدس بازار باشد که چند روز قبل از اعلام، انجام شده است که درباره تصمیمات مدیریتی درباره سود سهام و اطلاع رسانی سهام داران و سرمایه گذاران است که این سرمایه گذاران ممکن است به این اطلاعات مشکوک پاسخ داشته باشند و از این رو به این دلیل ممکن است قیمت سهام بالا رفته باشد. از طرف دیگر، افزایش قیمت‌ها قبل از تاریخ اعلام، همان طور که در گرام تطبیق داده شده بوسیله بازار و تطبیق داده شده بوسیله وزن (شکل ۱، پنل راست) نشان داده شده است؛ ممکن است یک انتخاب بالقوه را که به شرکت‌هایی که خوب عملیات انجام می‌دهند؛ نسبت دادنی باشد؛ را نشان دهد. (گرینبلات و همکاران، ۱۹۸۴).

نتیجه های ما برای دوره قبل از اعلام، و پنجره های اتفاقی متفاوت، و دوره بعد از اعلام، در جدول ۲ نشان داده شد اند. بر اساس شاخص های تطبیق داده شده بوسیله بازار و تطبیق داده شده بوسیله وزن و شاخص های تطبیق داده شده بوسیله بازار و هم وزن، می توان گفت که پنجره اتفاقات ۱۰ روزه (-۵،+۵)، پنجره اتفاقات ۴ روزه (-۲،+۲) و پنجره اتفاقات ۲ روزه (-۱،+۱) قابل ملاحظه بودند. بازدهی جمعی متوسط، برای این پنجره ها به ترتیب برابر با ۲ و ۱.۵ بود. علاوه بر آن، ما بازدهی های مثبت جمعی را به میزان تقریباً ۱ درصد در پنجره ۲ روزه (-۱،+۱) یافتیم. نهایتاً، یک پنجره ۲۲ روزه بعد از اعلام (+۲،+۲۰) در ۵ درصد سطح بازدهی های تطبیق داده شده بوسیله بازار و تطبیق داده شده بوسیله وزن با استفاده از آزمایشات پارامتری، تعیین شد. اما خیلی در آزمایشات غیرپارامتری (ستون ۴، پنل دوم) معلوم نبود. دوره بعد از اعلام، را برای یک بهره مالی ۱.۴ درصد محاسبه کردند. در جمع، نتیجه های ما نشان داد که رشد چشمگیری در قیمت های سهام، حداقل در کوتاه مدت، را می توان به اعلام سود سهام نسبت داد که در طول دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ انجام گرفته است.

اثر مثبت اعلام سود سهام، ممکن است به دلیل انتظارات سرمایه گذاران برای افزایش در میزان درآمد کمپانی باشد. همان طور که در بخش مقدمه این مقاله توضیح داده شد، سود سهام، ممکن است نشانه ای برای اعتماد مدیران به آینده درخشان کمپانی یا شرکت باشد. به بیان بهتر، با اطلاعاتی درباره اعلام سود سهام، بازار ممکن است انتظارات مثبتی را درباره آینده نزدیک شرکت و کمپانی داشته باشیم. به یاد داشته باشیم که هدف اصلی مدیران شرکت ها این است که دارایی سهام داران را به میزان حداکثر برسانند. میزان دارایی سهام داران اگر سود سهام توزیعی بازدهی های بیشتری را تولید کند، افزایش پیدا می کند. بر طبق نظریه دریافتی های محدود، مدیران سهام توزیعی، تصمیم می گیرند تا درآمدهای محدود را کاهش دهند و درباره اعتمادشان به دریافتی های آینده، نشانه هایی از خود بروز دهند. رانکین و استیس^{۱۹} (۱۹۹۷) بیان می کند که "مدیران شرکت های تحت ارزیابی می توانند اعتمادشان را درباره این که کاهش دریافتی ها اثر منفی به توانایی شرکت برای توزیع آینده پول ندارد، علامت دهند" که این موضوع با فرضیه علامت دهی بازار همخوانی دارد.

۶- خلاصه و نتیجه گیری

مشخصه دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵ در کشور آمریکا، رکود اقتصادی بوده است. بحران اقتصادی سال ۲۰۰۷ که پیرو رکود بزرگ آمد، منجر به از بین رفتن اعتماد سرمایه داران شد و بدست آوردن دوباره سرمایه داران برای کمپانی ها یک چالش بوده است. این رکود اقتصادی تنها رکودی در تاریخ آمریکا است که یک دوره رشد بعدی ۴ درصدی را در GDP و یا هیچ سالی دیگر نداشته است. این مطالعه واکنش های قیمت سهام را به اعلام های سود سهام با استفاده از بازدهی های سهام روزانه برای کمپانی هایی بررسی می کند که در پایگاه داده مربوط به CRSP لیست شده اند.

یافته های حاصله از این مطالعه بیان می کنند که افزایش چشمگیری در قیمت های سهام به دلیل اعلام سود سهام ایجاد شده است. با استفاده از بازدهی های روزانه غیرعادی، ما دریافته ایم که اعلام های سود سهام دارای اثری مثبت و چشمگیر بر روی ۱.۸۱ درصد از قیمت های سهام دارند. هر آزمایشات t پارامتری و غیرپارامتری نشان دهنده این هستند که بازدهی های غیرعادی بسیار مثبت متوسط جمعی در پنجره های (-۱،+۱)، (-۲،+۲)، (-۳،+۳)، (-۵،+۵) وجود دارند. افزایش در قیمت سهام به دلیل اعلام سود سهام ممکن است به دلیل انتظارات بازار از افزایشی فوری در درآمدهای آینده شرکت شد که با فرضیه نشانه های بازار در هماهنگی می باشد. با اطلاعاتی که از اعلام های سود سهام بدست آمده است، احتمال زیادی دارد که بازارها انتظاراتی را درباره آیند مالی شرکت شکل داده باشند. یافته های ما همچنین با فرضیه دریافت محدود تطابق دارد. که این گونه فرض می کند که با توزیع سود سهام، مدیران تصمیم می گیرند تا درآمدهای خود را کاهش دهند.

نهایتاً، یافته های ما با مطالعات قبلی هماهنگ می باشد. اگرچه، اندازه این اثر برای مقاله ما (۱.۸ درصد) از ۵.۸۷ درصدی که بوسیله گرینبلات، موسیل و تیتمن و ۲۰۰۱ درصدی که بوسیله کرافورد و فرانز و لوبو، گزارش شد؛ ناچیزتر می باشد. بیشتر مطالعات قبلی درباره اعلام سود سهام، با استفاده از پایگاه داده های مشابه، از دهه ۱۹۸۰ بودند - دوره ای که در این دوره تورم

¹⁹ Rankine and Stice

بالا بود و مالیات‌ها تغییر کرده بود. - نتیجه‌های حاصل از این مطالعه، پاسخ‌بازاری را به اعلام‌های سود سهام در یک دوره‌ای بررسی می‌کند که مشخصه اصلی این دوره، رکود اقتصادی می‌باشد. این دوره شامل رکود سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ می‌شود که قبل از انفجار اقتصادی آمد که بیشتر به دلیل جمع‌آوری ثروت بود.

بر خلاف اثر اعلام سود سهام در بازار بورس یونان که خیلی چشمگیر نیست (پاپیونو و همکاران، ۲۰۰۰)، نتیجه‌های نا نشان دهنده واکنش‌های بازار چشمگیری نسبت به اعلام سود سهام در بازار سهام آمریکا برای دوره‌های اخیر است. یافته‌های ما، اهمیت سود سهام را برای رشد قیمت سهام، حداقل در کوتاه مدت بررسی می‌کند. چهارم، تحقیقاتی که در آینده انجام می‌پذیرند می‌توانند دلایلی را برای واکنش‌هایی که کمتر شده‌اند بیابند. برای تحقیقات آینده راه‌های زیادی باز است. اولاً، تحقیقات آینده می‌توانند با استفاده از رگرسیون‌های سطح مقطعی به تحلیل‌هایی بپردازند و شاخص‌های دیگری را (مانند اندازه شرکت و دیگر متغیرها) را بررسی کنند که ممکن است منجر به دیدگاهی بهتر در این باره شود؛ دوماً، تحقیقات آینده می‌توانند اعتبار این نشانه‌های اقتصادی بهای نشانه‌های غلط را بررسی کنند. و سوماً، تحقیقاتی که در آینده و عمیق انجام می‌شوند می‌توانند فرضیات زیرساختاری فرضیه دریافت محدود را بیازمایند.

منابع

1. Adaoglu, C., & Lasfer, M. (2011). Why do companies pay stock dividends? The case of bonus distributions in an inflationary environment. *Journal of Business Finance & Accounting*, 6, 601-627.
2. Al-Yahyaee, K. H. (2014). Shareholder wealth effects of stock dividends in a unique environment. *Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money*, 28, 66-81.
3. Angel, J. J. (1997). Tick size, share prices, and stock splits. *The Journal of Finance*, 52(2), 655-681.
4. Bechmann, K., & Raaballe, J. (2007). The difference between stock splits and stock dividends: evidence on the retained earnings hypothesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 4, 574-604.
5. Crawford, D., Franz, D. R., & Lobo, G. J. (2005). Signaling managerial optimism through stock dividends and stock splits a reexamination of the retained earnings hypothesis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(3), 531-561.
6. CRSP data description guide (2006). Center for research in security prices. Graduate School of Business: The University of Chicago.
7. Foster, T. W., III, & Vickrey, D. (1978). The information content of stock dividend announcements. *Accounting Review*, 360-370.
8. 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.
9. Keightley, A., Labonte, M., & Stupak, J. (2016). Slow growth in the current U.S. economic expansion. Congressional Research Service, 7-5700, CRS Report prepared for Members and Committees of Congress, Washington DC.
10. Lakonishok, J., & Lev, B. (1987). Stock splits and stock dividends: Why who and when. *The Journal of Finance*, XLII(4), 913-932.
11. MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
12. Maitra, D., & Dey, K. (2012). Dividend announcement and market response in Indian stock market: An event-study analysis. *Global Business Review*, 13(2), 269-283.

13. Nguyen, N., & Wang, D. (2013). Stock dividends in China: Signaling or liquidity explanations? *Accounting and Finance*, 53, 513–35.
14. Papaioannou, G. J., Travlos, N. G., & Tsangarakis, N. V. (2000). Valuation effects of Greek stock dividend distributions. *European Financial Management*, 6(4), 515–531.
15. Patell, J. M. (1976). Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical test. *Journal of Accounting Research*, 246–276.
16. Rankine, G., & Stice, E. K. (1997). The market reaction to the choice of accounting method for stock splits and large stock dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(2).
17. Schultz, P. (2000). Stock splits, tick size, and sponsorship. *The Journal of Finance*, 55(1), 429–450.
18. Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
19. Woolridge, J. R. (1983). Ex-date stock price adjustment to stock dividends: A note. *The Journal of Finance*, 38(1), 247–255.

Stock Price Reaction to Dividend Announcement: Case Study of a Period of Economic Recession

Aziz Gord¹, Raheleh Sadaat Rouhani²

¹ Assistant Professor of Payam Noor University, Tehran, Iran

² Graduate Student of Accounting, Educational, Payame Noor, University of Tehran, Iran

Abstract

Financial crisis of 2007 and following great recession destroyed the trust between investors; hence, it has become a challenge for companies to win their trust. Economic growth during years after World War II has been always heterogeneous. The current trend (20058-2015) has been weaker and worse than [previous low-growth period of 1995-1974. Depressed economy is usually named as the characteristic of period 2006-2015. This study examined the stock price reaction to dividend announcement 30 years before and after announcement by public commercial companies during 2006-2012. Case study method for 460 cases and data of daily stock of stock prices for companies in historical dataset of CRSP was used in this research. This indicates considerable reaction of stock price during studied period. On average, stock prices reacted positively to dividend announcement. Although results of this study indicated small unusual returns (almost 1.81%)- that have been attributed to stock price announcement and related to announcement date the calculated 3 days after announcement day- compared to previous findings of unusual returns (5.9%), the estimations obtained from this study were even 2.01% lower than stock price reactions that had been obtained during 1987-1995.

Keywords: Stock Price Reaction, Dividend Announcement, Economic Recession
