



The Effect of Block Trading on Information Asymmetry: Emphasizing the Role of Media Coverage

Mehrab Nasiry 

Ph.D. in Accounting, Department of Accounting
Faculty of Administrative and Economic
Sciences, University of Mazandaran, Babolsar,
Iran.

Hossein Fakhari *

Professor, Department of Accounting, Faculty of
Administrative and Economic Sciences,
University of Mazandaran, Babolsar, Iran

Esfandiyar Malekian 

Professor, Department of Accounting, Faculty of
Administrative and Economic Sciences,
University of Mazandaran, Babolsar, Iran

Abstract

Block trades, by transferring a significant volume of shares and revealing company-specific information, can influence the price discovery process and market efficiency, thereby affecting the level of information asymmetry among market participants. Accordingly, the aim of the present study is to examine the impact of block trades on information asymmetry, with an emphasis on the moderating role of media coverage. The statistical population of this study consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2014 to 2024. Using a systematic exclusion method, data related to 100 companies and a total of 19,227 block trades were selected and analyzed. The generalized method of moments (GMM) was employed to test the research hypotheses. The empirical findings indicate that both the number of block trades and the ratio of block trade volume have a positive and significant impact on information asymmetry.

* Corresponding Author: h.fakhari@umz.ac.ir

How to Cite: M., Fakhari, H., Malekian, E. (2026). The Effect of Block Trading on Information Asymmetry: Emphasizing the Role of Media Coverage, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 23(89), 1-37. DOI: 10.22054/qjma.2026.87852.2706

Furthermore, the results of the second part of the study reveal that media coverage negatively moderates the relationship between block trades and information asymmetry. In other words, in companies with broader media coverage, the effect of increasing block trading on information asymmetry is weakened. Overall, the inefficient structure of the Iranian capital market, the high concentration of ownership, and the low level of information transparency have caused block trading, by itself, to fail to effectively disseminate company information and reduce information asymmetry. Nevertheless, expanding media coverage and providing timely information about significant company events—including block trades—can enhance market transparency, promote more accurate reflection of firm-specific information in stock prices, and consequently reduce information asymmetry.

Keywords: Block trading, Information asymmetry, Information transparency and capital market efficiency, Media coverage.

1. Introduction

Block trading, as one of the significant events in capital markets, has always attracted the attention of financial analysts due to the large volume of shares transferred and its potential to influence prices and liquidity. These transactions can have consequences for market efficiency and information transparency by transferring information and altering the ownership structure of companies. On the other hand, media coverage plays a moderating role in this process by reducing information asymmetry and increasing investor awareness. Accordingly, the present study examines the effect of block trading on information asymmetry, emphasizing the moderating role of media coverage in the Tehran Stock Exchange. The main objective of this research is to analyze the effect of block trading on information asymmetry as one of the outcomes of such transactions and to identify the role of media coverage as a moderating factor. By providing a deeper understanding of how block trading affects the market, this research can assist investors and financial analysts in making more informed decisions. Furthermore, by examining the role of media coverage, it seeks to identify and analyze how public information influences market behavior and investor reactions to block trades. From a theoretical perspective, this study can contribute to the development of existing theories in finance and investor behavior,

creating new frameworks for analyzing financial markets. In other words, this research can help establish a new discourse on the relationship between media, large transactions, and market behavior, paving the way for future studies in this field.

2. Methodology

In terms of purpose, the present study falls under applied research, as its results can serve as a basis for decision-making by managers, policymakers, and capital market investors. Regarding data type and execution process, this research adopts a quantitative approach and is ex-post-facto in nature. The research data include information from all companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2014 and 2024 that conducted at least one block trade. After applying systematic elimination, 100 companies with a total of 19,227 block trades were selected as the final sample. Data analysis was performed using descriptive and inferential statistics and the Generalized Method of Moments (GMM). The tools used include Raah-Avard Novin and Excel for extracting and calculating variables, and Stata for hypothesis testing and result analysis. The validity of the GMM method was examined using Arellano & Bond (1991) tests, including the Sargan test for instruments and the m2 test for second-order serial correlation.

3. Findings

This research investigated the effect of block trading on information asymmetry in the Tehran Stock Exchange, considering the moderating role of media coverage. The main findings indicate that the number of block trades and the ratio of block trading volume have a positive and significant impact on information asymmetry. In other words, block trading is associated with increased information asymmetry. Additionally, media coverage negatively moderates the relationship between block trading and information asymmetry; that is, the positive effect of block trading on information asymmetry is weakened in companies with more extensive media coverage. This means that active news coverage, by reducing information asymmetry, diminishes the positive impact of block trading on information asymmetry. This result is attributed to the inefficient structure of Iran's capital market and the need for media coverage to enhance transparency and better reflect company-specific information in stock prices.

4. Conclusion


Regarding the level of block trading in Iran and its trends, it can generally be stated that Iran's stock market, unlike other countries, faces challenges due to issues such as inefficiency, high ownership concentration, and lack of transparency in information dissemination. The untimely announcement of positive and negative news and investors' lack of trust in available information prevent the informational content of block trades from being adequately reflected in stock prices. This situation increases access to private information for informed investors, thereby intensifying information asymmetry between informed and uninformed investors. Furthermore, the synergy between normal and block markets helps reduce liquidity shocks and the risk of these stocks. Companies with active block markets have higher liquidity, and their trading volume is greater compared to the normal market. Improved liquidity following block trades contributes to increased market efficiency. In the second part of the research, the conclusion indicates that media coverage has a positive effect on the relationship between block trading and information asymmetry. Companies that have active media coverage and promptly disclose information and objectives of block trades are able to attract new buyers, thereby reducing information asymmetry. The final conclusion is based on the principle that information transparency mechanisms, such as media coverage, play a vital role in optimizing the benefits of block trading for Iran's capital market.

اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی: با تأکید بر نقش پوشش رسانه‌ای


دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده اداری و علوم اقتصادی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

 **مهراب نصیری**

استاد حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده اداری و علوم اقتصادی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

 * **حسین فخاری**

استاد حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده اداری و علوم اقتصادی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

 **اسفندیار ملکیان**

چکیده

معاملات بلوکی با انتقال حجم قابل توجهی از سهام و افشای اطلاعات خاص شرکت، می‌توانند بر فرآیند کشف قیمت و کارایی بازار اثرگذار باشند و از این طریق، بر میزان عدم تقارن اطلاعاتی میان فعالان بازار تأثیر گذارند. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی با تأکید بر نقش تعدیل‌گری پوشش رسانه‌ای است. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳ می‌باشد. با بهره‌گیری از روش حذف سیستماتیک، داده‌های مربوط به ۱۰۰ شرکت و در مجموع ۱۹۲۲۷ معامله بلوکی انتخاب و مورد تحلیل قرار گرفته‌اند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) استفاده شده است. یافته‌های تجربی نشان می‌دهند که تعداد معاملات بلوکی و نسبت حجم معاملات بلوکی تأثیر مثبت و معناداری بر عدم تقارن اطلاعاتی دارند. همچنین، نتایج بخش دوم پژوهش نشان می‌دهد که پوشش رسانه‌ای رابطه بین معاملات بلوکی و عدم تقارن اطلاعاتی را به صورت منفی تعدیل می‌کند. به بیان دیگر، در شرکت‌های دارای پوشش رسانه‌ای گسترده‌تر، تأثیر افزایش معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی تضعیف می‌شود. به طور کلی، ساختار ناکارای بازار سرمایه ایران، تمرکز بالای مالکیت و سطح پایین شفافیت اطلاعاتی موجب شده است که معاملات بلوکی به تنهایی نتوانند به انتشار مؤثر اطلاعات شرکت و کاهش عدم تقارن

* نویسنده مسئول: h.fakhari@umz.ac.ir

اطلاعاتی منجر شوند. با این حال، گسترش پوشش رسانه‌ای و اطلاع‌رسانی به موقع در خصوص وقایع مهم شرکت‌ها، از جمله انجام معاملات بلوکی، می‌تواند با افزایش شفافیت بازار، موجب انعکاس بهتر اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام و در نتیجه کاهش عدم تقارن اطلاعاتی گردد.

کلیدواژه‌ها: معاملات بلوکی، عدم تقارن اطلاعاتی، پوشش رسانه‌ای، شفافیت اطلاعاتی و کارایی بازار سرمایه.

مقدمه

معاملات بلوکی، معاملات بزرگ و خصوصی هستند که اطلاعات مهم مربوط به شرکت را نشان می‌دهند و ابزاری برای قیمت‌گذاری بهینه سهام هستند. این معاملات که اغلب شامل تعداد قابل توجهی سهام هستند، می‌توانند بر قیمت‌های بازار تأثیر بگذارند و برای سرمایه‌گذاران نهادی مهم تلقی می‌شود (Meng et al., 2020). اگرچه معاملات بلوکی سابقه طولانی و غنی در بازارهای سهام دارند، با این حال این نوع معاملات پدیده نسبتاً جدیدی در برخی بازارها به حساب می‌آیند. معاملاتی که موضوع بحث برانگیز بازارها در آینده خواهند بود (Frino, 2020). همین مسئله محتوای اطلاعاتی معاملات بلوکی به دلیل تأثیر روانی بر بازار اهمیت زیادی دارند (Kurek, 2017). اولین مطالعه‌ای که به تأثیر معاملات بلوکی پرداخت، مطالعه Gemmil (1996) بود. او در پژوهش خود به بررسی این موضوع که معاملات بلوکی چه پیامدی دارد و اینکه کدام جنبه از تئوری‌های در بازار راجع به معاملات بلوکی می‌باشد، پرداخت.

از سوی دیگر مطالعات قبلی نشان داده‌اند که عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌تواند منجر به ناکارایی عملیاتی و همچنین کیفیت پایین ارتباطات خارجی شود که نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعاتی داخلی نه تنها مانع تصمیم‌گیری شرکت‌ها می‌شود، بلکه ریسک اطلاعات را برای سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد (Ni et al., 2024). انتظار می‌رود که وجود سهامداران نهادی و عمده و معاملات بلوکی سبب انحصار اطلاعات شده و عدم تقارن اطلاعاتی را بیشتر کنند، منگ و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهش خود نشان داد که معاملات بلوکی بر سرعت و دقت اطلاعات در قیمت سهام اثر می‌گذارند (Meng et al., 2020). با توجه به این که کشف ارتباط بین معاملات بلوکی و عدم تقارن اطلاعاتی پیامدهای عملی برای نهادهای نظارتی بازار دارد، لذا نظارت بر فعالیت معاملات بلوکی می‌تواند به تشخیص و جلوگیری از معاملات نهانی کمک کند و به ایجاد بازاری منصفانه‌تر و کارا تر منجر شود (Pan & Zhu, 2015).

از سوی دیگر در سال‌های اخیر پوشش رسانه‌ای به‌عنوان یکی از سازوکارهای بیرونی حاکمیت شرکتی مطرح شده است. رسانه‌ها نقش اساسی در نظارت بر اقدامات، رویدادها و رفتار شرکت‌ها ایفا می‌کنند که می‌تواند سازوکارهای بیرونی حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شود (Guiso et al., 2014). در واقع پوشش رسانه‌ای به‌عنوان یک واسطه اطلاعاتی مهم در بازار سرمایه عمل می‌کنند و سبب می‌شود شفافیت بیشتر شده و اطلاعات بیشتری منتقل شود (Xia, 2024). مطالعات قبلی نشان دادند که رسانه می‌تواند به‌عنوان یک ابزار خارجی برای نظم بخشیدن به مدیران و ایجاد انگیزه در آن‌ها برای استفاده مؤثر از منابع موجود عمل کند، زیرا رسانه‌ها به‌طور مداوم اطلاعاتی را در مورد اقدامات و رفتارهای مدیران ارشد منتشر می‌کنند (Ahmed et al., 2024). پوشش رسانه‌ای با افزایش کشف قیمت و بهبود انتشار اطلاعات، سبب شفافیت شده و می‌تواند در واقع نوسانات بازار را کاهش داده و به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری آگاهانه کمک کند. معاملات بلوکی اطلاعات خاص شرکت را منتقل می‌کنند، پوشش رسانه‌ای در کنار این امر با انتشار آن اطلاعات، ارائه تحلیل و زمینه‌سازی برای مخاطبان گسترده‌تر، در نهایت توانایی بازار را در گنجاندن اطلاعات جدید و رسیدن به قیمت‌های سهام دقیق‌تر بهبود می‌بخشد (Meng et al., 2020). بدین معنی که رسانه‌ها با انتشار اطلاعات موجود به مخاطبان گسترده و یا کشف اطلاعات جدید از طریق گزارش‌های تحقیقی بدیع، به کاهش عدم تقارن اطلاعات و افزایش آگاهی شرکت‌کنندگان در بازار سهام کمک می‌کند (e.g., Tetlock, 2010; Bushee et al., 2010). از سوی دیگر، رسانه‌ها ممکن است اطلاعات را به‌صورت گزینشی ارائه دهند، به‌طور نامتناسبی بر مسائل حساس تمرکز کنند یا حتی تسلیم دستکاری شرکت‌ها شوند (Ahern & Sosyura, 2014). در چنین مواردی، ممکن است عدم تقارن اطلاعات را تشدید کند و تأثیر منفی بر محیط اطلاعاتی یک شرکت بگذارد (Dang & Huynh 2025).

بر همین اساس با توجه به ادبیات پژوهشی متعدد پیشین و خلأ تحقیقاتی موجود، هدف اصلی این پژوهش بررسی اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی به‌عنوان یکی از پیامدهای معاملات بلوکی با نقش تعدیل‌کنندگی پوشش رسانه‌ای مختلف می‌باشد. این

پژوهش نخست، با تحلیل دقیق اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی، به درک عمیق‌تری از نحوه تأثیرگذاری این نوع معاملات بر بازار کمک می‌کند و می‌تواند به سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی در اتخاذ تصمیمات آگاهانه‌تریاری رساند. همچنین، با بررسی نقش پوشش رسانه‌ای به‌عنوان یک عامل تعدیل‌کننده، به شناسایی و تحلیل چگونگی تأثیر اطلاعات عمومی بر رفتار بازار و واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به معاملات بلوکی پردازد. از سوی دیگر، می‌تواند به توسعه نظریه‌های موجود در حوزه مالی و رفتار سرمایه‌گذاران کمک کند و به ایجاد چارچوب‌های جدید برای تحلیل بازارهای مالی منجر شود. به‌عبارت‌دیگر، این پژوهش می‌تواند به ایجاد یک گفتمان جدید در زمینه ارتباط بین رسانه، معاملات بزرگ و رفتار بازار کمک کند و زمینه‌ساز مطالعات آینده در این حوزه باشد.

مبانی نظری پژوهش و توسعه فرضیه‌ها

معاملات بلوکی و عدم تقارن اطلاعاتی

به‌طور کلی معاملات بازار سهام به سه گروه خرد، بلوکی و عمده قابل تقسیم است. معاملات بلوکی، معاملاتی است که به دلیل حجم زیاد و تأثیر بیشتر آن بر بازار سهام، توجه سهامداران را به خود جلب کرده است (Bian et al., 2012). معامله بلوکی یک معامله بزرگ است که شامل تعداد قابل توجهی اوراق بهادار است که معمولاً توسط بازیگران بزرگی مانند سهامداران نهادی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های تأمینی یا صندوق‌های بازنشستگی اجرا می‌شود. به دلیل منابع سرمایه قوی و مزیت اطلاعاتی سهامداران نهادی، بیشتر معاملات بلوکی توسط آن‌ها انجام می‌شود. امروزه با توسعه بازارهای اوراق بهادار، معاملات بلوکی به‌طور فزاینده‌ای متداول شده‌اند و بخش قابل توجهی از حجم کل معاملات سهام در فعال‌ترین بازارهای سراسر جهان را تشکیل می‌دهند. اصولاً معاملات بلوکی به خاطر دو ویژگی مهم منحصر به فرد و جالب هستند. اولاً، معاملات بلوکی دلال یا بازارساز ندارند که به‌عنوان واسطه عمل کنند. دوم، هر روز پس از پایان بازار اطلاعات معاملات بلوکی منتشر می‌شوند (Meng et al., 2020). لذا

مطالعه تأثیر قیمت معاملات بلوکی و رفتار قیمت (بازده و نوسانات) پیرامون معاملات بلوکی به درک شفافیت در سیستم معاملاتی، شرایط و موقعیت نهادی در بازار، نقش واسطه‌ها در اجرای معاملات و سرعت واکنش بازار به انتشار اخبار و رسیدن اطلاعات خصوصی کمک می‌کند (Agarwalla & Pandey, 2010). انتظار می‌رود معاملات بلوکی به دلیل قدرت انحصار دارندگان آنها سبب انحصار اطلاعات شده و عدم تقارن اطلاعاتی را بیشتر کند. هم‌چنین عدم تقارن سبب انتخاب نادرست شده و به ناکارایی بازار سهام بیانجامد؛ بنابراین معاملات بزرگ حاوی اطلاعات بیشتری نسبت به معاملات کوچک‌تر هستند و تأثیر بیشتری بر قیمت سهام دارند. لذا می‌توانند بر میزان عدم تقارن اطلاعاتی بازار تأثیر بگذارند. مطابق با تئوری اطلاعات معاملات بلوکی حاوی اطلاعات خصوصی نامتقارن هستند و می‌تواند سبب تغییر قیمت سهام شود (Sun & Ibikunle, 2017).

هرچند معاملات مبتنی بر اطلاعات خصوصی همواره در درون بازار وجود دارند و شایعاتی در مورد آنها مطرح می‌شود، اما در اغلب مواقع شواهد مستقیمی در این خصوص ارائه و اثبات نمی‌شود، زیرا عموم فعالان بازار به ریز اطلاعات مربوط به معاملات سهم دسترسی ندارند و از طرف دیگر اثبات ارتباط معامله‌گران با شرکت یا شناسایی کانال اخذ اطلاعات نهانی نیز بسیار مشکل است (مهرآرا و سهیلی، ۱۳۹۷). مطالعات اولیه در مورد معاملات آگاهانه نشان می‌دهد که معامله‌گران آگاه ترجیح می‌دهند از معاملات بزرگ استفاده کنند تا هزینه‌های معاملات را به حداقل برسانند و سود حاصل از فعالیت‌های معاملات آگاهانه خود را به حداکثر برسانند. به دلیل این که آنها در رقابت با سایر معامله‌گران آگاه روبرو هستند و اطلاعات خصوصی آنها می‌تواند کوتاه‌مدت باشد. اکثر مطالعات موجود در مورد چگونگی گنجاندن اطلاعات خصوصی در قیمت سهام از طریق معاملات بلوکی، عمدتاً بر تکامل معاملات پیرامون رویدادهای شرکتی به‌منظور کنترل اطلاعات خصوصی تمرکز دارند. معیارهای تأثیر دائمی قیمت معمولاً به‌عنوان نماینده‌ای برای اطلاع‌رسانی معاملات بلوکی به کار می‌روند، زیرا آنها منعکس‌کننده تعدیل قیمت

قابل مشاهده برای اطلاعات هستند. پژوهش‌های پیشین، همچون مطالعه Saar (2001) نشان می‌دهد که مدیران پرتفوی بر اساس اطلاعات خصوصی مطلوب، معاملات بلوکی را جستجو می‌کنند و با فروش سهامی که چشم‌انداز مطلوب‌تری دارند، پرتفوی‌ها را متعادل می‌کنند. این پژوهش با استفاده از تأثیر دائمی قیمت به‌عنوان تعدیل اطلاعات خصوصی پیرامون رویدادهای شرکتی، نشان می‌دهد که معاملات بلوکی شاخص قدرتمندی برای عدم تقارن اطلاعاتی است. اگر یک سهام بر اساس دلایل نقدشوندگی و نه انگیزه‌های اطلاعاتی معامله شود، تأثیر قیمتی معاملات بلوکی باید نسبتاً کوچک باشد. از این رو، هرچه معاملات آموزنده‌تر باشند، تأثیر قیمتی دائمی آن نیز باید بزرگ‌تر باشد (Aktas et al., 2007). تأثیر قیمتی ناشی از معاملات بلوکی در ساعت ابتدایی معاملات قوی‌تر است، این امر فرضیه جمع‌آوری اطلاعات در طول ساعات غیر معاملاتی را تقویت می‌کند. علاوه بر این، اطلاعات خصوصی حتی با وجود افزایش فراوانی معاملات به تدریج در قیمت‌ها منعکس می‌شود. معامله‌گران آگاه، از برتری اطلاعاتی خود در طول روزهای معاملاتی استفاده می‌کنند و سهامی که شفافیت اطلاعاتی کمتری دارند، هنگام معامله بلوکی، اثرات انتشار اطلاعات قوی‌تری از خود نشان می‌دهند. در نتیجه، معاملات بلوکی آگاهانه نقش مهمی در تسهیل کشف قیمت ایفا می‌کنند (Suna & Ibikunle, 2016). در دوره پیش از اعلام رسمی معاملات بلوکی، مشاهده می‌شود که بازده غیرعادی مثبت (منفی) سهام با خرید (فروش) سهام توسط ذینفعان داخلی همبستگی دارد، با این حال، چنین واکنشی در معاملات شبه‌مطلوع مشاهده نمی‌شود و قیمت سهام، اطلاعات خصوصی بلندمدت مرتبط با ساختار حاکمیت شرکتی را منعکس می‌کند (Lee & Jun, 2017).

معاملات بلوکی به‌عنوان حامل قوی اطلاعات خاص شرکت عمل کرده و باعث کاهش هم‌زمانی قیمت می‌شوند. شدت این تأثیر به درجه عدم تقارن اطلاعاتی بازار وابسته است؛ در شرایط عدم تقارن بالاتر، معاملات بلوکی اطلاعات بیشتری را منتقل و هم‌زمانی را بیشتر کاهش می‌دهند. این اثر در نیم ساعت اول روز معاملاتی اوج می‌یابد. از منظر پیامدها، نظارت بر معاملات بلوکی برای بازارسازان جهت مبارزه با معاملات داخلی و

تشخیص عدم تقارن اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز جهت مدیریت ریسک ضروری است (Pan & Zhu, 2015). با توجه به این که معاملات بازار سهام ایران در یک محدوده قیمتی مشخص (دامنه) صورت می‌گیرد، اما پژوهش‌ها تأیید می‌کنند که حتی با وجود این محدودیت‌ها، امکان کسب بازده یا سودآوری وجود دارد. با این حال، به دلیل ساختار مالکیت شرکت‌های ایرانی که با پراکندگی پایین سهامداران خرد و تسلط نسبی سهامداران نهادی مشخص می‌شود، استفاده از اطلاعات درون‌شرکتی (اطلاعات محرمانه) برای انجام معاملات نقل و انتقال مالکیت، امری بدیهی و مورد تأیید بسیاری از تحقیقات است. بر اساس این مفروضات، جریان‌سازی و هدایت معاملات توسط این گروه نهادی محتمل‌تر به نظر می‌رسد.

حجم زیاد معاملات بلوکی می‌تواند برای سرمایه‌گذاران حقیقی که فاقد منابع لازم برای پردازش و تفسیر این سیگنال‌های پیچیده هستند، عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد کند و اجتناب از خطر اطلاعات نامتقارن را برای آن‌ها دشوار سازد. سفارش‌های بلوکی در امور مالی می‌توانند هم تأثیر عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهند و هم افزایش دهند، زیرا معامله‌گران آگاه از آن‌ها برای انتشار اطلاعات خاص شرکت استفاده می‌کنند و در نتیجه بازارها را کارآمدتر می‌کنند (Ding et al., 2022). معاملات بلوکی می‌توانند هم اطلاعات خاص شرکت را منتقل کنند، هم عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند و هم عدم تقارن اطلاعاتی موجود را با دربرداشتن اطلاعات خصوصی بیشتر منعکس کنند. عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، میزان اطلاعات خصوصی در معاملات بلوکی را افزایش می‌دهد که این امر تأثیر آن‌ها بر قیمت سهام و کارایی بازار افزایش می‌دهد. شناسایی سطح عدم تقارن اطلاعاتی در معاملات بلوکی می‌تواند به سرمایه‌گذاران فردی و ریسک‌گریز کمک کند تا با درک حرکت‌های بالقوه قیمت و قرار گرفتن در معرض اطلاعات خصوصی خود، در برابر زیان‌های خود محافظت کنند (Pan & Zhu, 2015). سهامدار بلوکی با تمایل به معامله می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد. این کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق افزایش تجمیع اطلاعات توسط سهامدارهای بلوکی قابل معامله اتفاق نمی‌افتد. در

عوض، تهدیدهای خروج معتبر توسط سهامدارهای بلوکی قابل معامله به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق القای نظم در مدیریت و افزایش شفافیت در افشای اطلاعات کمک می‌کند (Ding et al., 2022).

مطالعات تجربی انجام شده توسط کوسکی و میشائیلی (Koski & Michaely, 2000) و همچنین سار (Saar, 2001) قویاً این فرضیه را تأیید می‌کنند که معاملات بلوکی، به ویژه خریدهای بلوکی، دارای یک اثر معنادار بر بازده سهام هستند. از منظر تئوری، این معاملات می‌توانند به عنوان یک حامل اطلاعاتی عمل کنند؛ به طوری که جریان اطلاعات به سمت سرمایه گذاران هدایت شده و در نتیجه، اطلاعات نهفته در این معاملات به تدریج در قیمت سهام منعکس می‌شود. در صورتی که معاملات بلوکی بر پایه اطلاعات خصوصی انجام شوند، این امر می‌تواند منجر به کاهش هم‌زمانی بازده سهام گردد. در شرایطی که درجه عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بالا باشد، فرآیند ارزیابی ارزش ذاتی شرکت برای سرمایه گذاران خرد دشوارتر می‌شود. با عنایت به مزیت اطلاعاتی ذاتی سرمایه گذاران نهادی، این استدلال مطرح می‌شود که معاملات بلوکی انجام شده توسط آن‌ها حاوی سهم بیشتری از اطلاعات خصوصی است و از این رو، پتانسیل بیشتری برای کاهش هم‌زمانی بازده سهام دارند. در بازار سهام عربستان (Alzahrani et al., 2013) تأثیر قیمت معاملات بلوکی را با استفاده از روش‌های پژوهش (Frino 2007) باز آزمایشی کردند. یافته‌ها نشان می‌دهد که یک تأثیر قیمت نامتقارن برای خریدهای بلوکی و فروش‌های بلوکی وجود دارد. با این وجود اثر قیمت یک معامله بلوکی انعطاف‌پذیری بالا در بازار را نشان می‌دهد. همچنین بین اندازه معاملات و سطح عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مستقیمی وجود دارد. تأثیر قیمت معامله یک تابع افزایشی از حجم معامله برای خریدهای بلوکی است در صورتی که در فروش‌های بلوکی، با تغییر اندازه و حجم معامله، اثر قیمت به طور معنی‌داری تغییر نمی‌کند. بر همین اساس در مطابقت با فرضیه اطلاعات و کارایی بازار، فرضیه اول پژوهش به صورت زیر ارائه شده است:

۱- بین معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

معاملات بلوکی، عدم تقارن اطلاعاتی و پوشش رسانه‌ای

با توسعه فناوری اطلاعات و افزایش تقاضای سهامداران برای شفافیت شرکت‌ها سبب شده، شرکت‌ها رویکردهای متنوعی را برای تقویت ارتباط با سرمایه‌گذاران اتخاذ کردند که پوشش رسانه‌ای و مجازی از جمله این رویکردها بوده است. این تغییرات در کانال‌های ارتباطی، تعاملات بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را به‌طور قابل توجهی افزایش داده است که به‌طور فزاینده‌ای در بازار سرمایه اهمیت یافته است (Wang et al., 2025). رسانه‌ها با کشف اطلاعات جدید در مورد یک شرکت و یا پخش مجدد اخبار خاص شرکت در بازارها، عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و سرمایه‌گذاران آن و همچنین در بین سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهند. با این حال، این امکان نیز وجود دارد که پوشش رسانه‌ای برای بهبود محیط اطلاعاتی شرکت بی‌اثر باشد (Huynh & Dang, 2025).

به عبارتی دیگر پوشش رسانه‌ای به‌عنوان یکی از سازوکارهای بیرونی حاکمیت شرکتی از طرق زیر می‌تواند بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر بگذارد، ابتدا این که پوشش رسانه‌ای با انتشار اطلاعات از طریق خبرها، گزارش تحلیل‌گران سبب می‌شود تا مشارکت‌کنندگان بازار به اطلاعات دسترسی داشته باشند، همچنین از طریق انتشار اطلاعات می‌تواند به فرایند نظارت بر شرکت کمک کند و در نهایت سبب می‌شود تا به‌عنوان ابزاری برای مشروعیت شرکت تلقی گردند، علاوه بر این مطابقت با تئوری علامت‌دهی زمانی که محیط اطلاعاتی با عدم اطمینان و ابهام روبرو است، رسانه‌ها می‌تواند به‌عنوان یک ابزار مهم و جایگزینی برای افشای اطلاعات تلقی شده و سرمایه‌های بلااستفاده در بازار را به جریان بیاورد. پوشش رسانه‌ای می‌تواند به‌عنوان محرکی تلقی شود که منجر به افزایش شفافیت و اعتباردهی شده و اهمیت پروژه‌ها و افق آینده شرکت را تبیین کند (Liu, 2017).

نقش رسانه‌ها در اقتصاد مدت‌هاست مورد بحث بوده است. از یک طرف، رسانه‌ها با کشف بینش‌های جدید در مورد شرکت‌ها یا انتشار اخبار خاص شرکت برای مخاطبان گسترده، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک می‌کنند (Liu & McConnell, 2013).

تحقیقات نشان می‌دهد که پوشش رسانه‌ای، به‌ویژه در شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی ضعیف‌تر، به‌عنوان یک تعدیل‌کننده عمل می‌کند. هنگامی که پوشش رسانه‌ای کمتری وجود دارد، معاملات بلوکی تأثیر بیشتری بر اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام دارند و هم‌زمانی را کاهش می‌دهند. با این حال، افزایش توجه رسانه‌ها می‌تواند احتکار اخبار بد را کاهش دهد و سازوکار جایگزینی برای اطلاعات بنیادی در معاملات بلوکی فراهم کند. به‌عبارتی دیگر رسانه‌ها با ایفای نقش مجرای اطلاعات، تضمین می‌کنند که معاملات بلوکی مهم صرفاً رویدادهای خصوصی نیستند، بلکه تحلیل‌شده و در چارچوب زمانی مربوطه قرار می‌گیرند و منجر به تعدیل‌های قیمتی کارآمدتر می‌شوند (Meng et al., 2020). اگر ارتباط مثبت بین پوشش رسانه‌ای و نقدشوندگی سهام ناشی از نقش رسانه‌ها در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی باشد، این رابطه باید برای شرکت‌هایی با محیط‌های اطلاعاتی کمتر شفاف، برجسته‌تر شود. به‌طور مشابه، اگر پوشش رسانه‌ای با بهبود شناخت و دیده شدن شرکت در بین شرکت‌کنندگان بازار سهام، نقدشوندگی سهام را افزایش دهد، این رابطه باید در بین شرکت‌هایی با میزان دیده شدن کمتر، برجسته‌تر شود (Huynh & Dang, 2025). همچنین Miller (2019) دریافت که رسانه‌های جمعی می‌توانند هر نوع عدم تقارن و مابین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را از طریق نشر و پخش مجدد اطلاعات افشاشده توسط شرکت بهبود بخشند. در واقع رسانه می‌تواند نقش اقتصادی ارائه‌کننده اطلاعات را به‌وسیله توزیع اطلاعات از سایر منابع داشته باشد. در این زمینه، اگر توزیع مجدد توسط رسانه توجه سرمایه‌گذاران را جلب کند، قیمت‌گذاری سهام ممکن است تأثیر بیشتری از طریق انعکاس بیشتر اطلاعات داشته باشد. سرمایه‌گذاران نهادی که به‌عنوان معامله‌گران آگاه تلقی می‌شوند، با تجمیع بهتر و ادغام سریع‌تر اطلاعات در قیمت مرتبط هستند. در نتیجه، اگر سهامداران بلوکی آگاه معامله کنند، معاملات آن‌ها ممکن است منجر به تجمیع بهتر اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار ثانویه شود (O'Neill & Swisher, 2003).

در پژوهشی Pan and Zhu (2015) باهدف این‌که چگونه معاملات بلوکی و اطلاعات نامتقارن در خصوص شرکت به هم‌زمانی بازده سهام در بازار سهام کمک

می‌کنند. نتایج نشان داد که از یک سو، معاملات بلوکی اطلاعات بیشتر مربوط به شرکت را منتقل می‌کند و می‌تواند هم‌زمانی را کاهش دهد. از سوی دیگر، زمانی که درجه عدم تقارن اطلاعات بیشتر باشد، معاملات بلوکی حاوی اطلاعات خاص شرکت بیشتری است و تأثیر قوی‌تری بر هم‌زمانی دارد. برای نهادهای نظارتی بازار، نظارت بر معاملات بلوکی می‌تواند شناسایی و جلوگیری از معاملات داخلی را بهبود بخشد. برای سرمایه‌گذاران فردی، به‌ویژه سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز، تشخیص عدم تقارن اطلاعات درون روز و بین روز برای آن‌ها مفید است تا از ریسک اطلاعات نامتقارن اجتناب کنند. رسانه‌ها با انتشار اطلاعات موجود به مخاطبان گسترده و یا کشف اطلاعات جدید از طریق گزارش‌های تحقیقی بدیع، به کاهش عدم تقارن اطلاعات و افزایش آگاهی شرکت‌کنندگان در بازار سهام کمک می‌کند (e.g., Tetlock, 2010; Bushee et al., 2010). عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت شرکت و سرمایه‌گذاران، زمینه‌ای را ایجاد می‌کند که در آن، اعتبار شرکت که در رسانه‌ها منتشر می‌شود، می‌تواند به‌عنوان یک سیگنال معتبر از کیفیت شرکت برای سرمایه‌گذاران در زمان بحران شرکت عمل کند (OuYang et al., 2020).

بر همین اساس رسانه‌ها می‌توانند با بهبود محیط اطلاعاتی بر آگاهی بخشی قیمت سهام اثر بگذارند و اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی را تعدیل کنند. از این رو فرضیه دوم پژوهش حاضر بر اساس تئوری علامت‌دهی عبارت است از:

۲- پوشش رسانه‌ای در اثر مثبت معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی نقش تعدیل‌کنندگی دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف در گروه پژوهش‌های کاربردی دسته‌بندی می‌شود؛ زیرا نتایج آن برای تصمیم‌گیری افراد مختلفی می‌تواند سودمند باشد. از نظر فرآیند اجرا نیز یک پژوهش کمی و از منظر بعد زمانی یک طولی است که برای آن از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود. برای تجزیه و تحلیل داده‌های این پژوهش از آمارهای توصیفی و استنباطی و روش‌های تجزیه و تحلیل مؤلفه اصلی، گشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده شده

است. همچنین برای محاسبه و گردآوری متغیرهای این پژوهش از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و اکسل و برای آزمون و تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از نرم‌افزار استتا استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۱ ساله (۱۳۹۳ الی ۱۴۰۳) است که حداقل یک بار معاملات بلوکی (با نماد ۲) انجام داده باشند؛ بنابراین پس از غربالگری به روش سیستماتیک ۱۰۰ شرکت انتخاب شده که به طور کلی ۱۹۲۲۷ مورد معامله بلوکی (با نماد ۲) انجام داده‌اند. مراحل غربالگری به شرح زیر بوده است:

- ۱- در دوره زمانی پژوهش حداقل یک بار معامله بلوکی انجام داده باشند.
- ۲- شرکت‌ها در دوره مورد نظر، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- ۳- شرکت‌ها در دوره مورد نظر، توقف فعالیت نداشته باشند.
- ۴- تمامی اطلاعات مربوط به اجزای محاسبه متغیرهای معادلات در دسترس و افشاشده باشد.

در این پژوهش، برای تخمین مدل‌ها از روش گشتاورهای تعمیم یافته در نرم‌افزار استتا استفاده می‌شود:

برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها به روش GMM لازم است ابتدا متغیرهای ابزاری به کاررفته در مدل مشخص شوند. سازگاری تخمین زنده گشتاورهای تعمیم یافته به معنی بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد. این اعتبار می‌تواند به وسیله آزمون (Arellano and Bond (1991)، آزمون شود. در این آزمون محدودیت‌هایی از پیش تعیین شده است که معتبر بودن ابزارها را آزمون می‌کند. محدودیت این آزمون بدین گونه تعیین شده که برای تعیین هر نوع همبستگی بین ابزارها و خطاها بکار برده می‌شود. برای اینکه ابزارها معتبر باشند، باید بین ابزارها و جملات خطا همبستگی وجود نداشته باشد. عدم رد فرضیه صفر در این آزمون شواهدی دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها فراهم می‌کند. فرضیه صفر آزمون سارگان این است که ابزارها تا آنجا معتبر هستند که با خطاها در معادله تفاضلی مرتبه اول همبسته

نباشند در این صورت اگر برآوردگر GMM سازگار بوده و ابزارهای آن معتبر باشند، مدل داده‌های پانل پویا نیز معتبر خواهد بود همان‌طور که گفته شد، این روش با توجه به کاربردش در مقالات بسیاری از جمله (Horvath et al., 2014) و Arellano and Bond (1991) و... مورد استفاده قرار گرفته است. به‌طور کلی روش GMM نسبت به سایر روش‌ها دارای مزایایی چون حل مشکل درون‌زا بودن متغیرهای توضیحی، کاهش یا رفع هم خطی در مدل، حذف متغیرهای ثابت در طی زمان و امکان افزایش بعد زمانی متغیرها و مناسب برای پانل‌های کوتاه است.

با توجه به کارایی مدل GMM نیازی به آزمون‌های فروض کلاسیک نمی‌باشد، اما به‌منظور تخمین مدل به‌وسیله‌ی این روش الزام است ابتدا متغیرهای ابزارهای به‌کاررفته در مدل مشخص شوند. سازگاری تخمین زننده GMM به معتبر بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد که می‌تواند دو آزمون تصریح‌شده توسط (Arellano & Bond 1991) آزمون شود. اولی آزمون سارگان از محدودیت‌های از پیش تعیین‌شده‌ای است که معتبر بودن ابزارها را آزمون می‌کند. دومین آماره m_2 می‌باشد که وجود همبستگی سریالی مرتبه‌ی دوم را در جملات خطای تفاضلی مرتبه‌ی اول آزمون می‌کند. عدم رد فرضیه صفر هر دو آزمون شواهدی را دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها فراهم می‌کند. اگر همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد تخمین زننده GMM سازگار است (طیبی و همکاران، ۱۳۹۰).

فرضیه اول: معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی اثر دارد.

برای معاملات بلوکی (با نماد ۲) از سه شاخص اندازه‌گیری شامل دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی، نسبت معاملات بلوکی استفاده شده است. لذا فرضیه‌های اصلی در قالب سه فرضیه فرعی که با شاخص‌های متفاوت اندازه‌گیری شده بود مورد آزمون قرار گرفت:

- دفعات معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی اثر دارد.

- شاخص معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی اثر دارد.
- نسبت معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی اثر دارد.

$$spread_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 spread_{i,t-1} + \beta_2 BlockNuber_{i,t} + \beta_3 BlockRatio_{i,t} + \beta_4 BlockIndicator_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 Ecogro_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

عدم تقارن اطلاعاتی (*spread*): برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، از مدلی که Venkatesh and Chiang (1986) برای تعیین دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کرده‌اند، استفاده شده است. از این مدل در پژوهش‌های متعددی استفاده شده است، برای مثال در ایران حسین فخاری و یاسر رضائی (۱۳۹۷)، محمدحسین ستایش و همکاران (۱۳۹۴) و ... از یار عدم تقارن اطلاعاتی برای سنجش محیط اطلاعاتی شرکت‌ها استفاده نموده‌اند. از آنجایی که سطح عدم تقارن اطلاعاتی به‌طور مستقیم قابل مشاهده نیست از این رو پژوهشگران از برخی متغیرهای شاخص برای سنجش آن استفاده کرده‌اند.

$$spread_{i,t} = \frac{(Pask_t - Pbid_t)}{\frac{(Pask_t + Pbid_t)}{2}}$$

spread (عدم تقارن اطلاعاتی): اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت *i* در سال *t* است.

Pask: بهترین (کمترین) قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت

Pbid: بهترین (بیشترین) قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت

در اندازه‌گیری اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت بهترین عرضه و بهترین تقاضا به‌صورت روزانه با استفاده از میانگین، به سالانه تبدیل شده است.

معاملات بلوکی (*Blocktrade*): در این پژوهش بر اساس Meng et al., (2020)

اندازه‌گیری معاملات بلوکی به ۳ صورت انجام می‌شود:

(۱) دفعات معاملات بلوکی (*BlockNumber*): عبارت است از تعداد معاملات

انجام شده شرکت *i* در سال *t* می‌باشد،

۲) شاخص معاملات بلوکی (BlockIndicator): اگر شرکت i در سال t معامله بلوکی انجام داده باشد ۱، در غیر این صورت صفر و

۳) نسبت معاملات بلوکی (BlockRatio): نسبت ارزش معاملات بلوکی شرکت به ارزش بازار شرکت i در سال t .

LEV (اهرم مالی): میزان بدهی که یک شرکت می‌تواند برای خرید دارایی‌های بیشتری تحمل کند، می‌باشد که از نسبت ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری دارایی به دست می‌آید. از نظر تئوریک انتظار می‌رود که بین اهرم مالی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی‌داری وجود داشته باشد. افزایش بدهی سبب می‌شود که مدیران مالی و شرکت‌ها تصمیمات بهتری را در سرمایه‌گذاری اتخاذ کنند و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد (شمس و همکاران، ۱۳۹۶). بین عدم تقارن اطلاعاتی و اهرم مالی رابطه معنی‌داری وجود ندارد به عبارتی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تأمین مالی از طریق بدهی افزایش می‌یابد (کردستانی و فدایی، ۱۳۹۱). اهرم مالی به پیروی از (Korkeamaki et al., 2017) به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی}}{\text{ارزش دفتری دارایی}}$$

Growth (رشد فروش): شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی کمتر، سریع‌تر از شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر با عمیق‌تر شدن گشایش مالی رشد می‌کنند و با بهبود محیط اطلاعاتی، نرخ رشد بالاتر شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر ناپدید می‌شود (Park et al., 2020). رشد فروش به پیروی از دستگیر و مهرجو (۱۳۹۱) به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{رشد فروش} = \frac{\text{فروش دوره قبلی} - \text{فروش دوره جاری}}{\text{فروش دوره قبلی}}$$

Ecogro (نرخ رشد اقتصادی): نرخ رشد اقتصادی می‌تواند بر تقاضای سرمایه‌گذاری و معاملات بلوکی تأثیر بگذارد، به طوری که در دوره‌های رشد اقتصادی، شرکت‌ها تمایل بیشتری به انجام معاملات بلوکی دارند (Ekanayaki et al., 2010). این رشد اقتصادی می‌تواند انتظارات بازار و به تبع آن هم‌زمانی قیمت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد (شکرخواه و همکاران، ۱۴۰۲). در این پژوهش نرخ رشد اقتصادی به‌طور مستقیم از سایت بانک مرکزی استخراج شده است. این نرخ متشکل از همه گروه‌ها مانند نفت، معادن، کشاورزی و... می‌باشد.

فرضیه دوم: پوشش رسانه‌ای در اثر مثبت معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی نقش تعدیل‌کنندگی دارد.

- پوشش رسانه‌ای در اثر مثبت دفعات معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی نقش تعدیل‌کنندگی دارد.
- پوشش رسانه‌ای در اثر مثبت شاخص معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی نقش تعدیل‌کنندگی دارد.
- پوشش رسانه‌ای در اثر مثبت نسبت معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی نقش تعدیل‌کنندگی دارد.

$$\text{spread}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{spread}_{i,t-1} + \beta_2 \text{BlockNuber}_{i,t} + \beta_3 \text{BlockIndicator}_{i,t} + \beta_4 \text{BlockRatio}_{i,t} + \beta_5 \text{Media}_{i,t} + \beta_6 \text{BlockNuber}_{i,t} \text{Media}_{i,t} + \beta_7 \text{BlockIndicator}_{i,t} \text{Media}_{i,t} + \beta_8 \text{BlockRatio}_{i,t} \text{Media}_{i,t} + \beta_9 \text{Growth}_{i,t} + \beta_{10} \text{LEV}_{i,t} + \beta_{11} \text{Ecogro}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

مشابه با پژوهش Li et al., (2019) پوشش رسانه‌ای (Media) مدیرعامل برابر است با لگاریتم (تعداد اخباری که درباره مدیرعامل یا مصاحبه وی منتشر شده به علاوه یک). تعداد خبرها و مصاحبه‌های مدیرعامل که درباره شرکت منتشر شده است. در این پژوهش مصاحبه‌های تلویزیونی یا اینترنتی، روزنامه‌ها، پایگاه‌های خبری، خبرگزاری‌ها و سایر رسانه‌ها از قبیل کانال‌های بورسی معتبر جمع‌آوری شد. به گونه‌ای که از پایگاه‌های

اطلاعاتی بورس نیوز، بورس، ۲۴ تارنمای شرکت‌ها، روزنامه‌های دنیای اقتصاد و دنیای بورس استفاده شده است (فخاری و همکاران، ۱۴۰۰).

آمار توصیفی

یافته‌های توصیفی در جدول زیر نتایج نشان می‌دهد میانگین دفعات معاملات بلوکی ۱۷/۴۷۹ می‌باشد این بدین معنی است به‌طور متوسط شرکت‌های نمونه در طول دوره ۱۷/۴۷۹ بار معامله بلوکی انجام داده‌اند. از بین متغیرهای کنترل‌های اهرم مالی ۰/۴۷۲ بوده است که بیانگر این است که به‌طور متوسط ۴۷٪ دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده‌اند. هم‌چنین میانگین پوشش رسانه‌ای مدیرعامل به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر مقدار ۰/۵۰ بوده که بیانگر این موضوع است که به‌طور متوسط ۴ گزارش خبری توسط یک مدیرعامل طی سال وجود دارد. سایر پارامترهای توصیفی نیز در جدول زیر قابل ملاحظه می‌باشد.

جدول ۱: آمار توصیفی پژوهش

متغیر	میانگین	حداکثر	حداقل	نحراف معیار	چولگی	کشدگی
عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۷۸۰	۱/۹۷۴	۰/۰۱۴	۰/۳۶۸	۰/۸۲۴	۳/۳۲۹
دفعات معاملات بلوکی	۱۷/۴۷۹	۴۳۷	۰/۰۰۰	۳۹/۳۴	۴/۸۱۱	۳۶/۴۵
شاخص معاملات بلوکی	۰/۶۵۲	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۷۶	-۰/۶۴۱	۱/۴۱۱
نسبت معاملات بلوکی	۰/۰۲۲	۱/۴۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۵۷	۱۳/۶۴	۲۹۸/۵
پوشش رسانه‌ای مدیرعامل	۰/۵۰۷	۱/۵۶۸	۰/۰۰۰	۰/۳۴۴	۰/۶۱۰	۲/۸۲۵
پوشش رسانه‌ای * دفعات بلوکی	۱۰/۷۹	۲۷۷/۴۸	۰/۰۰۰	۲۸/۰۱	۴/۹۴۶	۳۳/۸۸
پوشش رسانه‌ای * شاخص بلوکی	۰/۳۶۸	۱/۵۶۸	۰/۰۰۰	۰/۳۹۲	۰/۷۹۱	۲/۵۵۷
پوشش رسانه‌ای * نسبت بلوکی	۰/۰۱۱	۰/۴۲۱	۰/۰۰۰	۰/۰۲۵	۶/۵۷۴	۷۷/۳۰
اهرم مالی	۰/۴۷۲	۱/۹۸۸	۰/۰۰۷	۰/۲۶۹	۰/۷۵۳	۴/۸۰۱
نرخ رشد فروش	۰/۴۹۹	۵۶/۰۵۹	-۰/۹۳۱	۲/۱۳۰	۱۹/۰۰	۴۴۹/۶۰
نرخ رشد اقتصادی	۰/۰۲۹	۰/۱۲۵	-۰/۰۴۹	۰/۰۴۵	-۰/۰۰۴	۳/۲۶۴

آزمون‌های پیش فرض مدل‌های رگرسیونی

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

به منظور اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنی دار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای پژوهش گردید، وجود متغیرهای غیر مانا در مدل‌های رگرسیونی باعث می‌شود که آزمون‌های تی استیودنت و فیشر اعتبار لازم را نداشته باشد (مشکی و همکاران، ۱۳۹۷). به منظور بررسی مانایی متغیرها از آزمون لوین لین چو استفاده شده است. بر اساس نتایج گزارش شده در جدول بالا فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد و نامانایی متغیرها در سطح معناداری ۱ درصد رد می‌شود. در نتیجه در دوره‌ی مورد مطالعه این پژوهش، همه‌ی متغیرها در سطح مانا می‌باشند.

جدول ۲: آزمون مانایی داده‌ها

آزمون لوین لین چو			متغیر
نتیجه	احتمال	آماره	
ماناست	۰/۰۰۰	-۱۴/۱۱	عدم تقارن اطلاعاتی
ماناست	۰/۰۰۰	-۱۶/۵۰	دفعات معاملات بلوکی
ماناست	۰/۰۰۰	-۱۶/۲۱	شاخص معاملات بلوکی
ماناست	۰/۰۰۱	-۳۵/۸۸	نسبت معاملات بلوکی
ماناست	۰/۰۰۰	-۱۸/۷۱	پوشش رسانه‌ای مدیرعامل
ماناست	۰/۰۰۰	-۱۶/۴۱	پوشش رسانه‌ای* دفعات بلوکی
ماناست	۰/۰۰۰	-۲۱/۰۱	پوشش رسانه‌ای* شاخص بلوکی
ماناست	۰/۰۰۰	-۴۱/۷۶	پوشش رسانه‌ای*نسبت بلوکی
ماناست	۰/۰۰۰	-۱۳/۱۸	اهرم مالی
ماناست	۰/۰۰۰	-۲۲/۰۵	نرخ رشد فروش
ماناست	۰/۰۰۰	-۱۶/۳۱	نرخ رشد اقتصادی

آزمون درون‌زایی متغیرها

یکی از پیش فرض‌های استفاده از روش GMM، درون‌زا بودن متغیرهای توضیحی می‌باشد. یک متغیر درون‌زاست اگر با اجزای اخلاص همبستگی معناداری داشته باشد؛

بنابراین وقتی یک یا چند تا از متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون درونزا باشند، می توان از روش GMM استفاده کرد. اگر احتمال معنی داری متغیر کمتر از ۵ درصد باشد آن متغیر درونزا بوده و اگر احتمال معنی داری متغیر بالای ۵ درصد باشد آن متغیر برونزا می باشد.

جدول ۳: آزمون درونزایی و برونزایی

نتیجه	احتمال	آماره	متغیر
درونزا	۰/۰۰۰	۱/۱۴	دفعات معاملات بلوکی
برونزا	۰/۰۰۸	۱/۲۲	شاخص معاملات بلوکی
برونزا	۰/۳۱۲	۰/۱۷	نسبت معاملات بلوکی
درونزا	۰/۰۰۱	۱۶/۰۴	پوشش رسانه‌ای مدیرعامل
برونزا	۰/۵۳۱	۰/۱۹	پوشش رسانه‌ای* دفعات بلوکی
درونزا	۰/۰۰۰	۱۲/۴۴	پوشش رسانه‌ای* شاخص بلوکی
درونزا	۰/۰۰۰	۰/۸۸	پوشش رسانه‌ای*نسبت بلوکی
درونزا	۰/۰۰۰	۰/۴۱۱	نرخ رشد فروش
درونزا	۰/۰۰۰	۱۱/۹۱	نرخ رشد اقتصادی
درونزا	۰/۰۰۰	۱۱/۰۸	اهرم مالی

آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول

در جدول ۴ نتایج آزمون فرضیه اول به روش GMM ارائه شده است؛ که متشکل از ضرایب متغیرها، احتمال معنی داری و آماره آزمون والد می باشد. به منظور آزمون اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی، از سه مؤلفه معاملات بلوکی یعنی دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی استفاده شده است.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه اول به روش GMM

متغیر وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی				
احتمال	آماره Z	انحراف معیار	ضرایب	متغیرها
۰/۰۰۰	۵۴/۹۰	۰/۰۰۵	۰/۲۸۷	عدم تقارن اطلاعاتی (-۱)
۰/۰۰۰	۶/۴۲	۰/۰۰۰۱۰	۰/۰۰۶۹	دفعات معاملات بلوکی

متغیر وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی				
متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	احتمال
شاخص معاملات بلوکی	۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۳	۱/۴۱	۰/۱۶۰
نسبت معاملات بلوکی	۰/۴۴۶	۰/۰۲۸	۱۵/۸۱	۰/۰۰۰
نرخ رشد فروش	۰/۰۳۴	۰/۰۰۰۷	۴۲/۹۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۵۸۰	۰/۰۱۱	-۵۰/۵۴	۰/۰۰۰
نرخ رشد اقتصادی	-۲/۵۴۸	۰/۰۲۰	-۱۲۵/۶۳	۰/۰۰۰
آزمون $Waldchi^2$	۱۳۵۳۹۱	سطح معناداری آزمون والد		۰/۰۰۰

در این فرضیه دفعات معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی در سطح ۹۹ درصد اطمینان اثر مثبت و معنی دار بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد؛ به عبارت دیگر، با افزایش معاملات بلوکی، عدم تقارن اطلاعاتی نیز افزایش می‌یابد، به طور مثال با افزایش یک واحد در شاخص معاملات بلوکی به میزان ۴۴ درصد به عدم تقارن اطلاعاتی افزوده می‌شود. شاخص معاملات بلوکی رابطه معنی داری با عدم تقارن اطلاعاتی ندارد. نرخ رشد فروش رابطه مثبت و معنی دار با عدم تقارن اطلاعاتی دارد. هم‌چنین اهرم مالی در سطح ۱ درصد رابطه منفی و معنی دار با عدم تقارن اطلاعاتی دارد و نرخ رشد اقتصادی رابطه منفی و معنی دار با عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

هم‌چنین سایر نتایج نشان می‌دهد که p-value آزمون والد برابر با ۰/۰۰۰ است. از آنجایی که این مقدار p کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر آزمون Wald رد می‌شود. این بدان معناست که همه متغیرهای پیش‌بینی کننده در مدل برابر با صفر نیستند. در قسمت پایانی تفسیر این مدل، دو آزمون به کار گرفته شده در روش (GMM) به منظور بررسی تصریح مدل، یعنی آزمون سارگان و همبستگی سریالی مورد بررسی قرار گرفت.

الف) آزمون سارگان:

مقدار آماره آزمون سارگان در جدول زیر برابر با ۷۹/۲۲ با احتمال ۰/۳۲۴ می‌باشد که نشان‌دهنده معتبر بودن ابزارها و عدم وجود همبستگی میان آن‌ها و جملات خطا است. آزمون سارگان برای مدل اول به قرار زیر می‌باشد:

جدول ۵: نتایج آزمون سارگان

فرضیه	آماره J	احتمال
اول	۷۹/۲۲	۰/۳۲۴

(ب) آزمون آرلانو - باند

جدول ۶: نتایج آزمون آرلانو - باند

احتمال	آماره m	
۰/۰۰۴	-۶/۲۲۵	AR(1)
۰/۲۲۱	-۰/۷۵۱	AR(2)

همان گونه که مشاهده می شود برآوردگر AR(1) در سطح خطا ۹۹٪ دارای معناداری می باشد در صورتی که برآوردگر AR(2) معنادار نمی باشد. این امر نشان می دهد که جملات اختلال از نوع AR(1) بوده اما از نوع AR(2) نمی باشد پس جملات اختلال دارای توزیع یکنواخت و مستقل هستند.

فرضیه دوم

در جدول ۷ برای بررسی نقش تعدیل کنندگی پوشش رسانه ای در اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی، از سه مؤلفه معاملات بلوکی یعنی دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته که متشکل از ضرایب متغیرها، احتمال معناداری و آماره آزمون والد به شرح زیر می باشد.

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه دوم به روش GMM

متغیر وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی با متغیر تعدیل گر پوشش رسانه ای				
متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	احتمال
عدم تقارن اطلاعاتی (-۱)	۰/۳۲۱	۰/۰۰۷	۴۴/۸۱	۰/۰۰۰
دفعات معاملات بلوکی	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۲	۸/۱۰	۰/۰۰۰

متغیر وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی با متغیر تعدیل گر پوشش رسانه‌ای				
متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	احتمال
شاخص معاملات بلوکی	۰/۰۳۵	۰/۰۰۶	۵/۸۱	۰/۰۰۰
نسبت معاملات بلوکی	-۰/۶۳۴	۰/۱۱۴	-۵/۵۲	۰/۰۰۰
پوشش رسانه‌ای مدیرعامل	۰/۱۲۶	۰/۰۰۹	۱۳/۹۹	۰/۰۰۰
پوشش رسانه‌ای* دفعات بلوکی	-۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۱	-۲/۹۸	۰/۰۰۳
پوشش رسانه‌ای* شاخص بلوکی	-۰/۱۶۰	۰/۰۱۲	-۱۲/۹۴	۰/۰۰۰
پوشش رسانه‌ای*نسبت بلوکی	-۰/۴۴۳	۰/۱۹۴	-۲/۲۸	۰/۰۲۲
نرخ رشد فروش	۰/۰۱۵	۰/۰۰۰۵	۱۵/۷۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۲۸۳	۰/۰۱۷	-۶۵/۸۴	۰/۰۰۰
نرخ رشد اقتصادی	-۲/۵۶۱	۰/۰۳۸	-۶۵/۸۴	۰/۰۰۰
آزمون Waldchi ²	۱۰۳۹۹	سطح معناداری		۰/۰۰۰

نتایج آزمون فرضیه‌ها در سطح خطای ۵٪ نشان می‌دهد که پوشش رسانه‌ای به‌عنوان متغیر تعدیل گر در رابطه بین سازوکارهای معاملات بلوکی و عدم تقارن اطلاعاتی به‌طور منفی و معنی دار اثر می‌گذارد و نشان‌دهنده نقش تعدیلی پوشش رسانه‌ای در اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی است. به‌عبارتی دیگر در فرضیه دوم ضرایب رابطه بین معاملات بلوکی و عدم تقارن اطلاعاتی مثبت بود و با ورود پوشش رسانه‌ای در این فرضیه، ضرایب منفی و معنی دار شده‌اند که نشان می‌دهد متغیر تعدیل گر سبب بهبود رابطه بین این دو متغیر شده است. نرخ رشد فروش با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معنی دار دارد. اهرم مالی رابطه منفی و معنی دار با عدم تقارن اطلاعاتی دارد و نرخ رشد اقتصادی رابطه منفی و معنی دار با عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

هم‌چنین سایر نتایج نشان می‌دهد که p-value آزمون والد برابر با ۰/۰۰۰ است. از آنجایی که این مقدار p کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر آزمون Wald رد می‌شود. این بدان معناست که همه متغیرهای پیش‌بینی‌کننده در مدل برابر با صفر نیستند. در قسمت پایانی تفسیر این مدل، دو آزمون به کار گرفته شده در روش (GMM) به‌منظور بررسی تصریح مدل، یعنی آزمون سارگان و همبستگی سریالی مورد بررسی قرار گرفت.

الف) آزمون سارگان:

مقدار آماره آزمون سارگان در جدول زیر برابر با $۸۴/۰۱$ با احتمال $۰/۴۱۲$ می‌باشد که نشان‌دهنده معتبر بودن ابزارها و عدم وجود همبستگی میان آن‌ها و جملات خطا است. آزمون سارگان برای مدل اول به‌قرار زیر می‌باشد:

جدول ۸: نتایج آزمون سارگان

احتمال	آماره J	فرضیه
۰/۴۱۲	۸۴/۰۱	دوم

جدول ۹: نتایج آزمون آرلانو - باند

احتمال	آماره m	
۰/۰۰۰	-۷/۰۰۱	AR(1)
۰/۲۸۰	-۰/۶۸۱	AR(2)

همان‌گونه که مشاهده می‌شود برآوردگر AR(1) در سطح خطا ۹۹٪ دارای معناداری می‌باشد در صورتی که برآوردگر AR(2) معنادار نمی‌باشد. این امر نشان می‌دهد که جملات اختلال از نوع AR(1) بوده اما از نوع AR(2) نمی‌باشد پس جملات اختلال دارای توزیع یکنواخت و مستقل هستند.

نتیجه‌گیری

معاملات بلوکی با انتشار اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام و بهبود کارایی بازار، به‌ویژه در شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی ضعیف‌تر، می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار دهد؛ بنابراین هدف از این مقاله بررسی چگونگی تأثیر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی پوشش رسانه‌ای می‌باشد. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که درجه عدم تقارن اطلاعاتی در زمان‌های مختلف متغیر است و می‌تواند بر محتوای اطلاعاتی معاملات تأثیر بگذارد. میزان اطلاعات خصوصی در دسترس معامله‌گران در زمان‌های مختلف متفاوت است. با گنجاندن اطلاعات خصوصی در قیمت سهام،

اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران آگاه کاهش می‌یابد و عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه کمتر می‌شود. نظارت بر معاملات بلوکی می‌تواند شناسایی و پیشگیری از معاملات داخلی را بهبود بخشد (Easley, & O'Hara, 1987). زمانی که درجه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد، معاملات بلوکی حاوی اطلاعات خاص شرکت بیشتری است (Pan, & Zhu, 2015). به دلیل منبع سرمایه قوی و مزیت اطلاعاتی سرمایه‌گذاران نهادی، معاملات آنها معمولاً یک معامله بزرگ بوده و حاوی اطلاعات بیشتری نسبت به معاملات کوچک‌تر است در نتیجه تأثیر بیشتری بر قیمت سهام خواهد داشت. هم‌چنین سهامداران بلوکی به دلیل نفوذ و تسلط در شرکت‌ها سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شوند (Winnow, 2023).

نتایج این پژوهش نشان داد که با وقوع معاملات بلوکی، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد. به عبارتی وقتی از سه معیار معاملات بلوکی یعنی دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی استفاده شد یافته‌ها نشان داد که همگی اثر مثبت و معنادار بر عدم تقارن اطلاعاتی داشتند. این نتایج نشان می‌دهد که بازار سهام ایران به‌عنوان یک بازار نوظهور دارای ساختاری از نهادهای ضعیف است. چراکه با افزایش معاملات بلوکی عدم تقارن افزایش یافته است. این نتایج همسو با نتایج Pan, & Zhu (2015) می‌باشد.

هم‌چنین یافته‌ها نشان داد رسانه‌های خبری با ایفای نقش اساسی در بازار سرمایه، ناگزیر بر محیط اطلاعاتی تأثیر گذاشتند (Gorman et al., 2021). در این فرضیه پوشش رسانه‌ای یک اثر منفی و معنادار در رابطه بین معاملات بلوکی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد. بدین معنی که افشای به‌موقع اطلاعات مربوط به هدف و زمان انجام معاملات بلوکی برای عموم توسط رسانه‌های شرکت، می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد تا از این طریق معاملات گران‌آگاه نتوانند با استفاده از اطلاعات خصوصی این‌گونه معاملات را در جهت منافع خود انجام دهند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که به‌طور کلی رسانه‌ها به‌عنوان واسطه‌های اطلاعاتی اصلی در بازار سرمایه عمل کرده‌اند و توانستند به‌طور مؤثر عدم

تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند. این یافته‌ها دلیل عدم وجود پژوهشی مشابه از دانش‌افزایی برخوردار می‌باشد.

به‌طور کلی، انتظار می‌رود این پژوهش با اتکا بر تحلیل‌های تجربی، گامی در جهت تعمیق درک علمی از تأثیر این دسته از معاملات بر پویایی بازار و نقش اطلاعات در این فرآیند برداشته باشد. این یافته‌ها می‌تواند به‌عنوان منبعی برای سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی جهت اتخاذ تصمیمات مبتنی بر شواهد مورد استفاده قرار گیرد. علاوه بر این، با تمرکز بر نقش پوشش رسانه‌ای به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده، پژوهش حاضر به تشریح چگونگی تأثیر اطلاعات عمومی بر رفتار بازار و واکنش سرمایه‌گذاران به معاملات بلوکی پرداخته است. از منظر نظری، انتظار می‌رود این مطالعه به توسعه چارچوب‌های نظری موجود در حوزه مالی شرکتی و رفتار سرمایه‌گذار کمک کرده و مسیری برای خلق مدل‌های تحلیلی نوین در بازارهای مالی فراهم آورد. در نهایت، یافته‌های این تحقیق می‌تواند به‌عنوان مبانی مستند برای سیاست‌گذاران و نهادهای نظارتی در راستای تدوین مقررات و راهبردهای مدیریتی کارآمدتر در بازارهای سرمایه مورد بهره‌برداری قرار گیرد. با توجه به تمام موارد مطرح در این پژوهش پیشنهاد می‌شود که:

- ۱) تأثیر معاملات بلوکی بر شاخص‌سازی در دوره‌های ریزش بازار مورد بررسی قرار گیرد.
- ۲) شفافیت و کارایی اطلاعات در معاملات بلوکی مورد بررسی قرار گیرد.
- ۳) رابطه بین معاملات بلوکی و رفتار احساسی سهامداران مورد بررسی قرار گیرد.
- ۴) نقش معاملات بلوکی در ایجاد بازده غیرعادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت بررسی گردد.

با وجود نو بودن موضوع پژوهش، یافته‌های آن، مشابه سایر مطالعات تجربی در بازارهای نوظهور، تنها قابلیت تعمیم به بازارهای مشابه را داراست. علاوه بر این، در تفسیر نتایج، بایستی ملاحظات مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی کشور و همچنین جو روانی حاکم بر بازار اوراق بهادار مدنظر قرار گیرد. همچنین، با توجه به اعمال شرایط خاصی جهت

اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی...؛ نصیری و همکاران | ۳۱

غربالگری و انتخاب نمونه معاملات در این پژوهش، لازم است در تعمیم یافته‌ها به سایر شرکت‌ها نهایت احتیاط صورت پذیرد.

تعارض منافع

نویسندگان هیچ‌گونه تعارض منافی ندارند.

ORCID

Mehrab Nasiry



<https://orcid.org/0009-0000-1383-9532>

Hossein Fakhari



<https://orcid.org/0000-0003-4192-6582>

Esfandiyar Malekian



<https://orcid.org/0000-0001-7806-1338>

منابع

- فخاری، حسین و رضایی پیتنه‌نوئی، یاسر. (۱۳۹۶). ارائه مدلی برای سنجش محیط اطلاعاتی شرکت. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۹(۳۳)، ۱۲۱-۱۴۷.
<http://qfaj.mobarakeh.iau.ir/article-1-1052-fa.html>
- فخاری، حسین، فقیه، محسن و ایمانی، کریم. (۱۴۰۰). پوشش رسانه‌ای مدیرعامل و هم‌زمانی قیمت سهام: سیستم معادلات هم‌زمان. پیشرفت‌های حسابداری، ۱۳(۲)، ۲۹۴-۳۲۴.
<https://doi.org/10.22099/jaa.2022.42640.2212>
- مشکی، مهدی. (۱۳۹۰). تعیین عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌های بورسی با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) و حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS). مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۱)، ۹۱-۱۱۹.
<https://doi.org/10.22099/jaa.2011.3390>

References

- Agarwalla, K., & Pandey, A. (2010). *Price impact of block trades and price behavior surrounding block trades in Indian capital market* [Working Paper]. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1572997
- Ahern, K., & Sosyura, D. (2014). Who writes the news? Corporate press releases during merger negotiations. *Journal of Finance*, 69(1), 241–291. <https://doi.org/10.1111/jofi.12060>
- Ahmed, S., Kumar, S., Gupta, O., & Bamel, N. (2024). CEO media coverage and cash holdings. *International Review of Financial Analysis*, 91, 103041. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103041>
- Alzahrani, A. A., Gregoriou, A., & Hudson, R. (2013). Can market frictions really explain the price impact asymmetry of block trades? Evidence from the Saudi Stock Market. *Emerging Markets Review*, 13, 202–209. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.11.002>
- Aman, H., & Moriyasu, H. (2022). Effect of corporate disclosure and press media on market liquidity: Evidence from Japan. *International Review of Financial Analysis*, 82, 102167. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102167>
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31–56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)

- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Armanious, A., & Zhao, R. (2024). Stock liquidity effect on leverage: The role of debt security, financial constraint, and risk around the global financial crisis and Covid-19 pandemic. *International Review of Financial Analysis*, 92, 103041. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103041>
- Baldauf, M., Frei, C., & Mollner, J. (2024). Block trade contracting. *Journal of Financial Economics*, 160, 103901. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103901>
- Benouda, S. O., & Mezzez, H. D. (2003). The effects of automation on liquidity, volatility, stock returns and efficiency: Evidence from the Tunisian Stock Market. *Review of Middle East Economics and Finance*, 1(2), 43–55. <https://doi.org/10.1080/1475368032000146933>
- Bian, J., Wang, J., & Zhang, G. (2020). Chinese block transactions and the market reaction. *Journal of Accounting and Economics*, 69(1), 101264. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.101264>
- Bonsall, B., Green, J., & Muller, K. (2012). Market uncertainty and the importance of media coverage at earnings announcements. *China Economic Review*, 23, 181–189. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2011.11.002>
- Bushee, B. J., Core, J. E., Guay, W., & Hamm, S. J. (2010). The role of the business press as an information intermediary. *Journal of Accounting Research*, 48(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00357.x>
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61, 345–381. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00066-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00066-6)
- Ding, M., Shen, M., & Suardi, S. (2022). Blockholders, tradability and information asymmetry: Evidence from Chinese listed firms. *Research in International Business and Finance*, 60, 101607. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101607>
- Easley, D., & O'Hara, M. (1987). Prices, trades size and information in security markets. *Journal of Financial Economics*, 19, 69–90. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90029-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90029-8)
- Fama, E. (1965). The behavior of stock-market prices. *Journal of Business*, 38, 34–105. <https://doi.org/10.1086/294743>

- Frino, A. (2021). Off-market block trades: New evidence on transparency and information efficiency. *Futures Markets*, 41(1), 478–492. <https://doi.org/10.1002/fut.22212>
- Frino, A., Jarnecic, E., & Lepone, A. (2007). The determinants of the price impact of block trades: Further evidence. *Abacus*, 43(1), 94–106. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2007.00217.x>
- Gao, X., Xu, W., & Li, D. (2025). Media coverage and managerial investment learning from stock markets: International evidence. *Research in International Business and Finance*, 76, 102862. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102862>
- Gemmill, G. (1996). Transparency and liquidity: A study of block trades on the London Stock Exchange under different publication rules. *Journal of Finance*, 51(5), 1765–1790. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05223.x>
- Gorman, L., Theo Lynn, T., Monaco, E., Palumbo, R., & Rosati, P. (2021). The effect of media coverage on target firms' trading activity and liquidity around domestic acquisition announcements: Evidence from UK. *The European Journal of Finance*, 27(14). <https://doi.org/10.1080/1351847X.2021.1922475>
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2014). The role of social capital in financial development. *The American Economic Review*, 94(3), 526–556. <https://doi.org/10.1257/0002828041464498>
- Holthausen, R., Leftwich, R., & Mayers, D. (1990). Large-block transactions, the speed of response, and temporary and permanent stock-price effects. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 71–95. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90015-J](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90015-J)
- Hu, Y., & Prigent, J. L. (2019). Information asymmetry, cluster trading, and market efficiency: Evidence from the Chinese stock market. *Economic Modelling*, 80, 11–22. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.11.001>
- Huang, C., Huang, H., & Chengho, K. (2024). Media coverage and stock liquidity: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 89, 665–682. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.08.019>
- Huynh, H., & Dang, T. (2025). The liquidity effect of media coverage: International evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 93, 102852. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2024.102852>
- Ke, D., Li, X., & Zheng, Q. (2025). Role of value signals in information asymmetry markets. *Finance Research Letters*, 72, 106443. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106443>
- Keim, D., & Madhavan, A. (1996). The upstairs market for large-block transactions: Analysis and measurement of price effects. *Review of Financial Studies*, 9(1), 1–36. <https://doi.org/10.1093/rfs/9.1.1>

- Khelifi, D., & Madhavan, A. (2022). Web-based financial reporting, social media and information asymmetry: the case of Saudi Arabia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(5), 12 December 2022. <https://doi.org/10.1108/JFRA-05-2022-0172>
- Kita, B., Czerwinski, M., & PresPerepeczo, A. (2017). What drives Shareholder Reaction and Wealth Effect in Block Trades? Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(7), 1586–1607. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1364621>
- Korkeamaki, T., Liljeblom, E., & Pasternack, D. (2017). CEO power and matching leverage preferences. *Journal of Corporate Finance*, 45(1), 19–30. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.006>
- Kurek, B. (2017). The information content of equity block trades on the Warsaw Stock Exchange: Conventional and bootstrap approaches. *Journal of Forecasting*, 35(1), 43–53. <https://doi.org/10.1002/for.2365>
- Lien, D., Hung, P., & Wu, Y. (2023). An intraday analysis of block orders on the Taiwan Stock Exchange. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 88, 133–147. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2022.11.006>
- Limem, M. (2020). Liquidity and volatility around large trades: Evidence from the Tunisian market. *Net Journal of Social Sciences*, 3(2), 50–63.
- Li, X., Qiao, P., & Zhao, L. (2019). CEO media exposure, political connection and Chinese firms' stock price synchronicity. *International Review of Economics and Finance*, 63, 61–75. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.04.004>
- Liu, B., & McConnell, J. J. (2013). The role of the media in corporate governance: Do the media influence managers' capital allocation decisions? *Journal of Financial Economics*, 110, 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.008>
- Liu, B., & Zhang, X. (2017). Investor financial literacy and stock price synchronicity: A cross-country study. *Review of Contemporary Business Research*, 6(2), 26–37.
- Lof, M., & Bommel, J. (2023). Asymmetric information and the distribution of trading volume. *Journal of Corporate Finance*, 82, 102464. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102464>
- Meng, Q., Song, X., Liu, C., & Zeng, H. (2020). The impact of block trades on stock price synchronicity: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 68, 239–253. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.03.005>
- Nahhal, B. (2023). Effect of Block Trading on the Moroccan Stock Exchange. *African Development Finance Journal*, 5, 33–52.

- Nguyen, B. D. (2015). Is more news good news? media coverage of CEO's, firm value, and rent extraction. *Quarterly Journal of Finance*, 5(4), 1–38. <https://doi.org/10.1142/S2010139215500149>
- Ni, Y., Ding, W., Li, D., & Xing, L. (2025). Internal information asymmetry and power distance. *Research in International Business and Finance*, 76. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102862>
- OuYangDep, Z., Xu, J., Wei, J., & Liu, Y. (2017). Information Asymmetry and Investor Reaction to Corporate Crisis: Media Reputation as a Stock Market Signal. *Journal of Media Economics*, 30(2). <https://doi.org/10.1080/08997764.2017.1318623>
- Saar, G. (2001). Price impact asymmetry of block trades: an institutional trading explanation. *Review of Financial Studies*, 14(4), 1153–1181. <https://doi.org/10.1093/rfs/14.4.1153>
- Sterenczak, S., & Kubiak, J. (2022). Dividend policy and stock liquidity: Lessons from Central and Eastern Europe. *Research in International Business and Finance*, 62, 101727. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101727>
- Stoll, H. (1989). Inferring the components of the bid ask spread: Theory and empirical tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 115–134. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02408.x>
- Sun, Y., & Ibikunle, G. (2017). Informed trading and the price impact of block trades: A high frequency trading analysis. *International Review of Financial Analysis*, 54, 114–129. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.09.007>
- Tetlock, P. C. (2010). Does public financial news resolve asymmetric information? *Review of Financial Studies*, 23(10), 3520–3557. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq052>
- Venkatesh, P. C., & Chiang, R. (1986). Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: A case study of earnings and dividend announcements. *The Journal of Finance*, 41(5), 1089–1102. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04530.x>
- Wang, Y., Chen, X., & Zhang, Y. (2025). Management tone and corporate information asymmetry in times of pandemic crisis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 59, 100708. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2024.100708>
- Xia, J. (2024). Stealing the show: The negative effects of media coverage on peers' stock liquidity. *Finance Research Letters*, 59, 104691. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104691>
- Yu, M., Kyung, H., & Tsang, A. (2024). Media coverage and price reactions to earnings news. *China Journal of Accounting Research*, 17(3), 100379. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2024.100379>

References [In Persian]

- Fakhari, H., & Rezaei Pitenoei, Y. (2017). Explaining a model for measuring corporate information environment. *Financial Accounting Quarterly*, 9(33), 121–147. <http://qfaj.mobarakeh.iau.ir/article-1-1052-fa.html> [In Persian]
- Fakhari, H., Faghih, M., & Imani, K. (2021). CEO media exposure and stock price synchronicity: Simultaneous equations system. *Journal of Accounting Advances*, 13(2), 197–226. <https://doi.org/10.22099/jaa.2022.42640.2212> [In Persian]
- Meshki, M. (2011). A study of influential factors in stock returns and profitability in the Tehran Stock Exchange (TSE): GMM & GLS models. *Journal of Accounting Advances*, 3(1), 91–119. <https://doi.org/10.22099/jaa.2011.3390> [In Persian]

استناد به این مقاله: نصیری، مهرباب،، فخاری، حسین،، ملکیان، اسفندیار. (۱۴۰۵). اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی: با تأکید بر نقش پوشش رسانه‌ای، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۲۳(۸۹)، ۱-۳۷. DOI: 10.22054/qjma.2026.87852.2706



Empirical Studies in Financial Accounting is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.