

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

Mehrab Nasiry 

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

Hossein Fakhari  *

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

Esfandiyar Malekian



Prof., 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 from 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. 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

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

Nasiry, 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*,

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, media coverage, Information Transparency and Capital Market Efficiency

۱. 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 precise 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 software 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. The reason for this 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 تاکید بر نقش پوشش رسانه ای

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، می توانند 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 تعدیل گری پوشش رسانه ای است. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳ می باشد. با بهره گیری از روش حذف سیستماتیک، داده های مربوط به ۱۰۰ شرکت و در مجموع ۱۹۲۲۷ معامله بلوکی انتخاب و مورد تحلیل قرار گرفته اند. برای آزمون فرضیه های پژوهش از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده شده است. یافته های تجربی نشان می دهند که تعداد معاملات بلوکی و نسبت حجم معاملات بلوکی تأثیر مثبت و معناداری بر عدم تقارن اطلاعاتی دارند. همچنین، نتایج بخش دوم پژوهش نشان می دهد که پوشش رسانه ای رابطه بین معاملات بلوکی و عدم تقارن اطلاعاتی را به صورت منفی تعدیل می کند. به بیان دیگر، در شرکت های دارای پوشش رسانه ای گسترده تر، تأثیر افزایش معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی تضعیف می شود.

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 اطلاعاتی منجر شوند. با این حال، گسترش پوشش رسانه ای و اطلاع رسانی به موقع در خصوص وقایع مهم شرکت ها، از جمله انجام معاملات بلوکی، می تواند با افزایش شفافیت بازار، موجب انعکاس بهتر اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام و در نتیجه کاهش عدم تقارن اطلاعاتی گردد.

کلیدواژه ها: معاملات بلوکی، عدم تقارن اطلاعاتی، پوشش رسانه ای، 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 به عنوان یکی از ساز و کارهای بیرونی حاکمیت شرکتی مطرح شده است. رسانه‌ها نقش اساسی در نظارت بر اقدامات، رویدادها و

رفتار شرکت‌ها ایفا می‌کنند که می‌تواند ساز و کارهای بیرونی حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شود (Guiso et al., 2014). در واقع و شش رسانه‌ای به عنوان 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 به عنوان یک ابزار خارجی برای نظم بخشیدن به مدیران و ایجاد انگیزه در آن‌ها برای استفاده موثر از منابع موجود عمل کند، زیرا رسانه‌ها به طور 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 به صورت گزینشی ارائه دهند، به طور 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, 2025 & Huynh).

بر همین اساس با توجه به ادبیات پژوهشی متعدد پیشین و خلاء تحقیقاتی موجود، هدف اصلی این پژوهش بررسی اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان 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 آگاهانه‌تر یاری رساند. همچنین، با بررسی نقش پوشش رسانه‌ای به عنوان یک عامل تعدیل‌کننده، به شناسایی و تحلیل چگونگی تأثیر اطلاعات عمومی بر رفتار بازار و واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به معاملات بلوکی پرداخت. 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. به عبارت دیگر، 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 تأمین 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 بخاطر دو ویژگی مهم منحصر به فرد و جالب هستند. اولاً، معاملات بلوکی دلال یا بازارساز ندارند که به عنوان 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, ۲۰۱۰). 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 شایعانی در مورد آن‌ها مطرح می‌شود، اما در اغلب مواقع شواهد مستقیمی در این خصوص ارایه 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 به منظور کنترل اطلاعات خصوصی تمرکز دارند. معیارهای تأثیر دائمی قیمت معمولاً به عنوان 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 چشم انداز مطلوب تری دارند، پرتفوی ها را متعادل می کنند. این پژوهش با استفاده از تأثیر دائمی قیمت به عنوان تعدیل اطلاعات خصوصی پیرامون رویدادهای شرکتی، نشان می دهد که معاملات بلوکی شاخص قدرتمندی برای عدم تقارن اطلاعاتی است. اگر یک سهام بر اساس دلایل نقدشوندگی و نه انگیزه های اطلاعاتی معامله شود، تأثیر قیمتی معاملات بلوکی باید نسبتاً کوچک باشد. از این رو، هرچه معاملات آموزنده تر باشند، تأثیر قیمتی دائمی آن نیز باید بزرگتر باشد (Aktas et al, 2007). تأثیر قیمتی ناشی از معاملات بلوکی در ساعت ابتدایی معاملات قوی تر است، این امر فرضیه جمع آوری اطلاعات در طول ساعات غیر معاملاتی را تقویت می کند. علاوه بر این، اطلاعات خصوصی حتی با وجود افزایش فراوانی معاملات به تدریج در قیمت ها منعکس می شود. معامله گران آگاه، از برتری اطلاعاتی خود در طول روزهای معاملاتی استفاده می کنند و سهامی که شفافیت اطلاعاتی کمتری دارند، هنگام معامله بلوکی، اثرات انتشار اطلاعات قوی تری از خود نشان می دهند. در نتیجه، معاملات بلوکی آگاهانه نقش مهمی در تسهیل کشف قیمت ایفا می کنند (Suna & Ibikunle, 2016). در دوره پیش از اعلام رسمی معاملات بلوکی، مشاهده می شود که بازده غیرعادی مثبت (منفی) سهام با خرید (فروش) سهام توسط ذینفعان داخلی همبستگی دارد، با این حال، چنین واکنشی در معاملات شبه مطلعین مشاهده نمی شود و قیمت سهام، اطلاعات خصوصی بلندمدت مرتبط با ساختار حاکمیت شرکتی را منعکس می کند (Lee & Jun, 2017).

معاملات بلوکی به عنوان حامل قوی اطلاعات خاص شرکت عمل کرده و باعث کاهش همزمانی قیمت می شوند. 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 می دهند. این اثر در نیم ساعت اول روز معاملاتی اوج می یابد. از منظر پیامدها، نظارت بر معاملات بلوکی برای بازارسازان جهت مبارزه با معاملات داخلی و تشخیص عدم تقارن اطلاعاتی برای سرمایه گذاران ریسک گریز جهت مدیریت ریسک ضروری است (Pan & Zhu, 2015). باتوجه 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 را 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 می کنند که معاملات بلوکی، به ویژه خریدهای بلوکی، دارای یک اثر معنادار بر بازده سهام هستند. از منظر تئوری، این معاملات می توانند 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 می شود. در صورتی که معاملات بلوکی بر پایه اطلاعات خصوصی انجام شوند، این امر می تواند 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 می شود. با عنایت به مزیت اطلاعاتی ذاتی سرمایه گذاران نهادی، این استدلال مطرح می شود که معاملات بلوکی انجام شده توسط آن ها 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 روش های پژوهش Frino (2007) باز آزمایی کردند. یافته ها نشان می دهد که یک تأثیر قیمت نامتقارن برای خریدهای بلوکی و فروش های بلوکی وجود دارد. با این وجود اثر قیمت یک معامله بلوکی انعطاف پذیری بالا در بازار را نشان می دهد. 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 فروش های بلوکی، با تغییر اندازه و حجم معامله، اثر قیمت به طور معنی داری تغییر نمی کند. بر همین اساس در مطابقت با فرضیه اطلاعات و کارائی بازار، فرضیه اول پژوهش به صورت زیر ارائه شده است:

۱- بین معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد

معاملات بلوکی، عدم تقارن اطلاعاتی و پوشش رسانه ای

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 به طور قابل توجهی افزایش داده است، که به طور 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 به عنوان یکی از سازوکارهای بیرونی حاکمیت شرکتی از طرق زیر می‌تواند بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر بگذارد، ابتدا این که پوشش رسانه‌ای با انتشار اطلاعات از طریق خبرها، گزارش تحلیل گران سبب می‌شود تا مشارکت کنندگان 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 تا به عنوان ابزاری برای مشروعیت شرکت تلقی گردند، علاوه بر این مطابقت با تئوری علامت دهی زمانی که محیط اطلاعاتی با عدم اطمینان و ابهام روبرو است، رسانه‌ها می‌تواند به عنوان یک ابزار مهم و جایگزینی برای افشای اطلاعات تلقی شده و سرمایه‌های بلااستفاده در بازار را به جریان بیاندازد. پوشش رسانه‌ای می‌تواند به عنوان 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، به ویژه در شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی ضعیف‌تر، به عنوان 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. به عبارتی دیگر رسانه‌ها با ایفای نقش مجرای اطلاعات، تضمین می‌کنند که معاملات بلوکی مهم صرفاً رویدادهای خصوصی نیستند، بلکه تحلیل شده 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. به طور 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 افشا شده توسط شرکت بهبود بخشند. در واقع رسانه می‌تواند نقش اقتصادی ارائه‌کننده اطلاعات را به وسیله 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 به عنوان معامله‌گران آگاه تلقی می‌شوند، با تجمع بهتر و ادغام سریع‌تر اطلاعات در قیمت مرتبط هستند. در نتیجه، اگر سهامداران بلوکی آگاه معامله کنند، معاملات آنها ممکن است منجر به تجمع بهتر اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار ثانویه شود (O'Neill & Swisher, 2003).

در پژوهشی Pan & Zhu (2015) با هدف این که 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 قوی تری بر همزمانی دارد. برای نهادهای نظارتی بازار، نظارت بر معاملات بلوکی می‌تواند شناسایی و جلوگیری از معاملات داخلی را بهبود بخشد. برای سرمایه‌گذاران فردی، به ویژه 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 به عنوان 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 مولفه اصلی، گشتاورهای تعمیم یافته 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 نرم افزار 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 افشا شده باشد. در این پژوهش، برای تخمین مدل‌ها از روش گشتاورهای تعمیم یافته در نرم افزار استتا استفاده می شود:

برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها به روش GMM لازم است ابتدا متغیرهای ابزاری به کاررفته در مدل مشخص شوند. سازگاری تخمین زننده گشتاورهای تعمیم یافته به معتر بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد. این اعتبار می تواند به وسیله آزمون (Arellano & Bond (1991)، آزمون شود. در این آزمون محدودیت‌هایی از پیش تعیین شده است که معتبر بودن ابزارها را آزمون می کند. محدودیت این آزمون بدین گونه تعیین شده که برای تعیین هر نوع همبستگی بین ابزارها و خطاها بکار برده می شود. 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 می کند. 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 همان طور که گفته شد، این روش با توجه به کاربردها در مقالات بسیاری از جمله (Horvath et al., (2014، Arellano & Bond (1991 و... مورد استفاده قرار گرفته است. به طور 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 نمی باشد، اما به منظور تخمین مدل به وسیله ی این روش الزام است ابتدا متغیرهای ابزاری به کار رفته در مدل مشخص شوند. سازگاری تخمین زننده GMM به معتبر بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد که می تواند دو آزمون تصریح شده توسط (Arellano & Bond (1991 آزمون شود. اولی آزمون سارگان از محدودیت های از پیش تعیین شدهایی است که معتبر بودن ابزارها را آزمون می کند. دومین آماره m_2 می باشد که وجود همبستگی سریالی مرتبه ی دوم را در جملات خطای تفاضلی مرتبه ی اول آزمون می کند. عدم رد فرضیه صفر هر دو آزمون شواهدی را دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها فراهم می کند. 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 اندازه گیری شامل دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی، نسبت معاملات بلوکی استفاده شده است. لذا فرضیه‌های اصلی در

قالب سه فرضیه فرعی که با شاخص های متفاوت اندازه گیری 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.

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

عدم تقارن اطلاعاتی (spread): برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران، از مدلی که Venkatesh & Chiang (1986) برای تعیین دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کرده اند، استفاده شده است. از این مدل در پژوهش های متعددی استفاده شده است، برای مثال در ایران حسین فخاری و یاسر رضائی (۱۳۹۷)، محمد حسین ستایش و همکاران (۱۳۹۴) و ... از معیار عدم تقارن اطلاعاتی برای سنجش محیط اطلاعاتی شرکت ها استفاده نموده اند. از آنجایی که سطح عدم تقارن اطلاعاتی به طور مستقیم قابل مشاهده نیست از این رو پژوهشگران از برخی متغیرهای شاخص برای سنجش آن استفاده کرده اند.

$$\text{spread}_{i,t} = \frac{(\text{Pask}_t - \text{Pbid}_t)}{(\text{Pask}_t + \text{Pbid}_t)}$$

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 اندازه گیری اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت بهترین عرضه و بهترین تقاضا به صورت روزانه با استفاده از میانگین، به سالانه تبدیل شده است.

معاملات بلوکی (Blocktrade): در این پژوهش براساس (Meng et al, 2020) اندازه گیری معاملات بلوکی به ۳ صورت انجام می شود:

(۱) دفعات معاملات بلوکی (BlockNumber): عبارت است از تعداد معاملات انجام شده شرکت i در سال t می باشد،

(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 می تواند برای خرید دارایی های بیشتری تحمل کند، می باشد که از نسبت ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری دارایی بدست می آید. از نظر تئوریک انتظار می رود که بین اهرم مالی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی داری وجود داشته باشد. افزایش بدهی سبب می شود که مدیران مالی و شرکت ها تصمیمات بهتری را در سرمایه گذاری اتخاذ کنند و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه گذاران کاهش می یابد (شمس و همکاران، ۱۳۹۶). بین عدم تقارن اطلاعاتی و اهرم مالی رابطه معنی داری وجود ندارد به عبارتی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تامین مالی از طریق بدهی افزایش می یابد (کردستانی و فدایی، ۱۳۹۱). اهرم مالی به پیروی از (Korkeamaki, et al (2017 به صورت زیر محاسبه می شود:

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

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 به طور 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 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.

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

مشابه با پژوهش Li et al., (2019) پوشش رسانه ای (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 جمع آوری 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 بطور متوسط شرکت‌های نمونه در طول دوره ۱۷/۴۷۹ بار معامله بلوکی انجام داده‌اند. از بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی ۰/۴۷۲ بوده است که بیانگر این است که به طور متوسط ۴۷٪ دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده‌اند. همچنین میانگین پوشش رسانه‌ای مدیرعامل به عنوان متغیر تعدیل‌گر مقدار ۰/۵۰ بوده که بیانگر این موضوع است که به طور متوسط ۴ گزارش خبری توسط یک

مدیرعامل طی سال وجود دارد. سایر پارامترهای توصیفی نیز در جدول زیر قابل ملاحظه می باشد.

جدول ۱: آمار توصیفی پژوهش

متغیر	میانگین	حداکثر	حداقل	نحراف معیار	چولگی	کشیدگی
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 غیرمانا در مدل‌های رگرسیونی باعث می شود که آزمون‌های تی استیودنت و فیشرا اعتبار لازم را نداشته باشد (مشکی و همکاران، ۱۳۹۷). به منظور بررسی مانایی متغیرها

از آزمون لوین لین چو استفاده شده است. براساس نتایج گزارش شده در جدول بالا فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد و نامانایی متغیرها در سطح معناداری ۱ درصد رد می شود. در نتیجه در دوره ی مورد مطالعه این پژوهش، همه ی متغیرها در سطح مانا می باشند.

جدول ۲: آزمون مانایی داده ها

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

آزمون درونزایی متغیرها

یکی از پیش فرض های استفاده از روش GMM، درونزا بودن متغیرهای توضیحی می باشد. یک متغیر درون زاست اگر با اجزای اخلاص همبستگی معناداری داشته باشد. بنابراین وقتی یک یا چند تا از متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون درون زا باشند، می توان از روش GMM استفاده کرد. اگر احتمال معنی داری متغیر کمتر از ۵ درصد باشد آن متغیر درون زا بوده و اگر احتمال معنی داری متغیر بالای ۵ درصد باشد آن متغیر برونزا می باشد.

جدول ۳: آزمون درونزایی و برونزایی

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

آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول

در جدول ۴ نتایج آزمون فرضیه اول به روش GMM ارائه شده است. که متشکل از ضرایب متغیرها، احتمال معنی‌داری و آماره آزمون والد می باشد. به منظور آزمون اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی، از سه مولفه 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				
متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	احتمال
عدم تقارن اطلاعاتی (۱-)	۰/۲۸۷	۰/۰۰۵	۵۴/۹۰	۰/۰۰۰
دفعات معاملات بلوکی	۰/۰۰۶۹	۰/۰۰۰۱۰	۶/۴۲	۰/۰۰۰
شاخص معاملات بلوکی	۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۳	۱/۴۱	۰/۱۶۰
نسبت معاملات بلوکی	۰/۴۴۶	۰/۰۲۸	۱۵/۸۱	۰/۰۰۰

۰/۰۰۰	۴۲/۹۶	۰/۰۰۰۷	۰/۰۳۴	نرخ رشد فروش
۰/۰۰۰	-۵۰/۵۴	۰/۰۱۱	-۰/۵۸۰	اهرم مالی
۰/۰۰۰	-۱۲۵/۶۳	۰/۰۲۰	-۲/۵۴۸	نرخ رشد اقتصادی
۰/۰۰۰	سطح معناداری آزمون والد	۱۳۵۳۹۱	$Waldchi^2$	آزمون

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 می یابد، به طور مثال با افزایش یک واحد در شاخص معاملات بلوکی به میزان ۴۴ درصد به عدم تقارن اطلاعاتی افزوده می شود. شاخص معاملات بلوکی رابطه معنی داری با عدم تقارن اطلاعاتی ندارد. نرخ رشد فروش رابطه مثبت و معنی دار با عدم تقارن اطلاعاتی دارد. هم چنین 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.

هم چنین سایر نتایج نشان می دهد که p-value آزمون والد برابر با ۰/۰۰۰ است. از آن جایی که این مقدار p کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر آزمون Wald رد می شود. این بدان معناست که همه متغیرهای پیش بینی 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 می باشد که نشان دهنده معتبر بودن ابزارها و عدم وجود همبستگی میان آن ها و جملات خطا است. آزمون سارگان برای مدل اول به قرار زیر می باشد:

جدول ۵: نتایج آزمون سارگان

احتمال	آماره J	فرضیه
۰/۳۲۴	۷۹/۲۲	اول

(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)

همانگونه 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 رسانه‌ای در اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی، از سه مولفه 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 رسانه‌ای

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
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 به عنوان متغیر تعدیل‌گر در رابطه بین ساز و کارهای معاملات بلوکی و عدم تقارن اطلاعاتی به طور منفی و معنی‌دار اثر می‌گذارد و نشان دهنده نقش تعدیلی پوشش رسانه‌ای در اثر معاملات بلوکی بر عدم تقارن اطلاعاتی است. به عبارتی 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 معنی‌دار شده‌اند که نشان می‌دهد متغیر تعدیلگر سبب بهبود رابطه بین این دو متغیر شده است. نرخ رشد فروش با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معنی‌دار دارد. اهرم مالی رابطه منفی و معنی‌دار با عدم تقارن اطلاعاتی دارد و نرخ رشد اقتصادی رابطه منفی و معنی‌دار با عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

هم‌چنین سایر نتایج نشان می‌دهد که p-value آزمون والد برابر با ۰/۰۰۰ است. از آن جایی 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) 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 $84/01$ با احتمال $0/412$ می باشد که نشان دهنده معتبر بودن ابزارها و عدم وجود همبستگی میان آنها و جملات خطا است. آزمون سارگان برای مدل اول به قرار زیر می باشد:

جدول ۸: نتایج آزمون سارگان

فرضیه	آماره J	احتمال
دوم	$84/01$	$0/412$

جدول ۹: نتایج آزمون آرلانو – باند

	آماره m	احتمال
AR(1)	$-7/001$	$0/000$
AR(2)	$-0/681$	$0/280$

همانگونه که مشاهده می شود برآوردگر AR(1) در سطح خطا 99% 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.

نتیجه گیری

معاملات بلوکی با انتشار اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام و بهبود کارایی بازار، به ویژه در شرکت هایی با محیط اطلاعاتی ضعیف تر، می تواند 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 تعدیل کنندگی 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 گنجانیدن 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 (Winnnow, 2023).

نتایج این پژوهش نشان داد که با وقوع معاملات بلوکی، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد. 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 به عنوان یک بازار نوظهور دارای ساختاری از نهادهای ضعیف است. چرا که با افزایش معاملات بلوکی عدم تقارن افزایش یافته است. این نتایج همسو با نتایج (Pan, & Zhu, 2015) می‌باشد.

هم چنین یافته ها نشان داد رسانه های خبری با ایفای نقش اساسی در بازار سرمایه، ناگزیر بر محیط اطلاعاتی تأثیر گذاشتند (Gorman et al., 2021). در این فرضیه پوشش رسانه ای یک اثر منفی و معنادار در رابطه بین معاملات بلوکی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد. بدین معنی که افشای به موقع اطلاعات مربوط به هدف و زمان انجام معاملات بلوکی برای عموم توسط رسانه های شرکت، می تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد تا از این طریق معاملات گران آگاه نتوانند با استفاده از اطلاعات خصوصی اینگونه معاملات را در جهت منافع خود انجام دهند. این یافته ها نشان می دهد که بطور کلی رسانه ها به عنوان واسطه های اطلاعاتی اصلی در بازار سرمایه عمل کرده اند و توانستند به طور موثر عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند. این یافته ها دلیل عدم وجود پژوهشی مشابه از دانش افزایی برخوردار می باشد.

به طور کلی، انتظار می رود این پژوهش با اتکا بر تحلیل های 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 یافته ها می تواند به عنوان منبعی برای سرمایه گذاران و تحلیلگران مالی جهت اتخاذ تصمیمات مبتنی بر شواهد مورد استفاده قرار گیرد. علاوه بر این، با تمرکز بر نقش پوشش رسانه ای به عنوان متغیر تعدیل کننده، پژوهش حاضر به تشریح چگونگی تأثیر اطلاعات عمومی بر رفتار بازار و واکنش سرمایه گذاران به معاملات بلوکی پرداخته است. از منظر نظری، انتظار می رود این مطالعه به توسعه چارچوب های نظری موجود در حوزه مالی شرکتی و رفتار سرمایه گذار کمک کرده و مسیری برای خلق مدل های تحلیلی نوین در بازارهای مالی فراهم آورد. در نهایت، یافته های این تحقیق می تواند به عنوان مبانی مستند برای سیاست گذاران و نهادهای نظارتی در راستای تدوین مقررات و راهبردهای مدیریتی کارآمدتر در بازارهای سرمایه مورد بهره برداری قرار گیرد. با توجه به تمام موارد مطرح در این پژوهش پیشنهاد می شود که:

(۱) تأثیر معاملات بلوکی بر شاخص سازی در دوره های 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 کوتاه مدت 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 مد نظر قرار گیرد. همچنین، با توجه به اعمال شرایط خاصی جهت غربالگری و انتخاب نمونه معاملات در این پژوهش، لازم است در تعمیم یافته‌ها به سایر شرکت‌ها نهایت احتیاط صورت پذیرد.

تعارض منافع

نویسندگان هیچ گونه 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>

فخاری، حسین و رضایی پیتھنوئی، یاسر. (۱۳۹۶). ارائه مدلی برای سنجش محیط اطلاعاتی شرکت. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۹(۳۳)، ۱۲۱-۱۴۷.
<http://qfaj.mobarakkeh.iau.ir/article-fa.html۱-۱۰۵۲>

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 موثر بر عملکرد شرکت‌های بورسی با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) و حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS). مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۱)، ۹۱-۱۱۹.
<https://doi.org/10.22099/jaa.2011.3390>

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., Jarnećić, 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>

Gemmell, 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.intaccaudtax.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. (In Persian).

Fakhari, H., Faghieh, M., & Imani, K. (2021). CEO media exposure and stock price synchronicity: Simultaneous equations system. *Journal of Accounting Advances*, 13(2), 197–226. (In Persian). <https://doi.org/10.22099/jaa.2022.42640.2212>

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. (In Persian). <https://doi.org/10.22099/jaa.2011.3390>