



مقاله پژوهشی

نقش تعدیل کنندگی پوشش رسانه‌ای در اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام<sup>۱</sup>

مهراب نصیری<sup>۲</sup>، حسین فخاری<sup>۳</sup>، اسفندیار ملکیان<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۹/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۳/۱۷

چکیده

معاملات بلوکی به دلیل داشتن اطلاعات خاص شرکتی به عنوان ابزاری جهت قیمت‌گذاری صحیح سهام مورد استفاده سرمایه‌گذاران بازار سرمایه قرار می‌گیرد. همچنین رسانه‌ها با انتشار اخبار خاص شرکت‌ها می‌توانند منافع مدیران و سهامداران را به یکدیگر نزدیک کرده و از این طریق منجر به کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی، و افزایش آگاهی بخشی قیمت سهام و کاهش همزمانی قیمت سهام شوند. بر همین اساس، هدف پژوهش حاضر بررسی نقش تعدیل‌گر پوشش رسانه‌ای در اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام است. جامعه آماری این پژوهش متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۱ است که به روش حذف سیستماتیک داده‌های تعداد ۱۰۰ شرکت شامل ۱۱۲۳۷ معامله بلوکی جهت بررسی و تجزیه و تحلیل انتخاب شده‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها به روش GMM نشان داد دفعات، شاخص و نسبت معاملات بلوکی اثر مثبت بر همزمانی قیمت سهام دارد و پوشش رسانه‌ای به عنوان متغیر تعدیلگر در اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام اثر منفی دارد. این یافته‌ها تأکیدی بر ناکارایی و عدم شفافیت اطلاعات در بازار سهام ایران بوده که از ترکیب به موقع اطلاعات خاص شرکت‌ها در قیمت سهام جلوگیری می‌کند.

**واژگان کلیدی:** معاملات بلوکی، همزمانی قیمت سهام، پوشش رسانه‌ای، عدم‌تقارن اطلاعاتی.  
**طبقه‌بندی موضوعی:** F19, G12, L82.

۱. doi مقاله: 10.22051/jfm.2024.47397.2929

۲. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده اداری و علوم اقتصادی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران.  
Email: Mehrab\_nasiry@yahoo.com

۳. استاد، گروه حسابداری، دانشکده اداری و علوم اقتصادی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. نویسنده مسئول.  
Email: h.fakhari@umz.ac.ir

۴. استاد، گروه حسابداری، دانشکده اداری و علوم اقتصادی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران.  
Email: e.malekian@umz.ac.ir

## مقدمه

بازار سرمایه به عنوان ابزاری برای تخصیص بهینه منابع، تشویق پس اندازها و استفاده کارا از سرمایه، نقش مهمی را در اقتصاد ایفا می کند. همچنین معاملات این بازارها به سه گروه؛ خرد، بلوکی و عمده قابل تقسیم است. در بین این معاملات، معاملات بلوکی سهام، از جمله معاملاتی هستند که به دلیل حجم زیاد و تأثیر بیشتر آنان بر مولفه های بازار سهام، مورد توجه بیشتر سهامداران می باشند (بیان و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). این معاملات نشانه های مهمی برای سهامداران در بازار سرمایه به همراه دارند و بطور مستقیم بر ارزش گذاری سرمایه سهام شرکت اثر می گذارند. این معاملات خارج از تابلوی اصلی معاملات بوده و شامل حجم زیادی از خرید و فروش سهام شرکت می باشند که به صورت قیمت توافقی انجام می پذیرند (کیتا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). در حالی که پژوهش های انجام شده در خصوص پیامدهای معاملات بلوکی عمدتاً بر تأثیر معاملات بلوکی بر قیمت سهام تمرکز دارند (چن<sup>۳</sup> و چن، ۲۰۰۵؛ هاتن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳؛ آگاروالا و پاندی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰) ولی تأثیر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام بخشی از پیامدهای معاملات بلوکی سهام است که به عنوان خلاء پژوهشی قابل طرح است. به طور کلی، همزمانی قیمت سهام، درجه ای از اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام شرکت منعکس است. همزمانی کمتر قیمت سهام با انعکاس اطلاعات خاص شرکت، منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و در نهایت، موجب کاهش ریسک انتخاب سهام می شود و افزایش نقدشوندگی سهام را به همراه دارد (چان و حمید<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳). اگرچه پژوهش های قبلی در کشورهای توسعه یافته نشان می دهند که عوامل شرکتی مانند ساختارهای حاکمیت شرکتی، شفافیت صورت های مالی و معاملات داخلی (برای مثال؛ فریرا و لوکس<sup>۷</sup>، ۲۰۰۷؛ هات و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۰۹) بر همزمانی قیمت سهام اثر دارند؛ اما در بازارهای نوظهور معمولاً به دلیل اجرای ناقص مقررات افشاء و ساختار مالکیت شرکت و کاهش نقش اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام، همزمانی بالاتری وجود دارند (گال و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰). همچنین آگاروالا و پاندی (۲۰۱۰) معتقدند که انجام معاملات بلوکی در بازار بیانگر وجود اطلاعات خصوصی است و به تجدید نظر سهامداران در خصوص قیمت اینگونه معاملات با توجه به ماهیت آن منجر می شود. از سوی دیگر؛ اجرای برخی معاملات بلوکی خارج از بازار برای کارایی اطلاعات مفید می باشد (لیو<sup>۱۰</sup>، ۲۰۲۰). لذا انتظار داریم معاملات بلوکی بتواند به دو دلیل ترکیب اطلاعات خاص شرکت را در قیمت سهام تسهیل کند. اولاً، ارتباطات و مذاکرات مستقیم و مؤثر از طریق بستر معاملاتی بین خریداران و فروشندگان ممکن است هزینه کسب اطلاعات را کاهش داده و جریان اطلاعات خاص

1. Bian et al
2. Kita
3. Chen
4. Hutton, Alzahrani & Gregoriou
5. Agarwalla & Pandey
6. Chan, & Hameed
7. Ferreira & Laux
8. Hutton, Marcus & Tehranian
9. Gul, Kim & Qiu
10. Liu



شرکت را در بازار بهبود بخشد. ثانیاً، از آنجایی که قوانین معاملات بلوکی ایجاب می‌کند که جزئیات این معاملات پس از پایان بازار افشاء شود؛ لذا، همه فعالان بازار می‌توانند موقعیت‌ها و فعالیت‌های معاملاتی خود را بر اساس بهره‌مندی از این اطلاعاتی تعدیل کنند، و سبب شوند تا اطلاعات بیشتری در قیمت سهام پدیدار شود.

علاوه بر اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام، مطالعات پیشین نشان می‌دهند که پوشش رسانه‌ای مدیرعامل بر جنبه‌های مختلفی مانند؛ اعتبار و شهرت مدیران افشای، مسئولیت اجتماعی، ریسک دعاوی حقوقی، تقلب مالی، بازده بهبود حاکمیت شرکتی، ارزش شرکت، حجم معاملات سهام، کارایی سرمایه‌گذاری و قدرت مدیران و همچنین آگاهی بخشی قیمت سهام اثر بگذارند. (فخاری و همکاران، ۱۴۰۰). فخاری و همکاران معتقدند رسانه به عنوان یکی از عوامل کلیدی در تهیه و انتشار اطلاعات برای طیف وسیعی از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی مفید است. چرا که انتظار می‌رود رسانه‌ها بتوانند به عنوان ابزاری برای کاهش هزینه دستیابی به اطلاعات در حوزه اقتصادی و مالی عمل کرده و همچنین به عنوان مبنایی جهت ارائه اطلاعات برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران محسوب شوند (فخاری و همکاران، ۱۴۰۰). لذا پوشش رسانه‌ای مدیر عامل می‌تواند ادغام اطلاعات خاص شرکت را در قیمت سهام افزایش دهد و در نتیجه همزمانی قیمت سهام را کاهش دهد (لی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹)؛ چرا که اولاً رسانه‌ها می‌توانند با تولید اطلاعات جدید و یا انتشار اطلاعات خاص شرکت میان سرمایه‌گذاران، به کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی کمک کنند (بوشی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰)، و دوم اینکه، رسانه‌ها می‌توانند با بهبود حاکمیت شرکتی سبب حمایت بیشتر از سرمایه‌گذاران شوند (ولچکووا و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲). و حمایت از سهامداران و استفاده سرمایه‌گذاران از فرصت‌های آربیتراژ، منجر به انعکاس اطلاعات خاص شرکت در سهام شرکت شده و در نهایت، همزمانی قیمت سهام کاهش یابد (مورک<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۰). از سوی دیگر، برخی از پژوهشگران پیشین معتقدند اگر رویدادهای خاص شرکت که توسط رسانه‌ها منتشر می‌شود به طبقه وسیع‌تری از سرمایه‌گذاران نرسد، یا حتی بطور تحریف‌شده‌ای گزارش شود در آن صورت پوشش رسانه‌ای ممکن است به افزایش همزمانی قیمت سهام منجر شود، یا حتی تاثیری بر آن نداشته باشد (برای مثال؛ آهرن و سوسیورا<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴). پس رسانه‌ها محیط‌های اطلاعاتی شرکت‌ها را بهبود نمی‌بخشند یا نظارت خارجی موثری را ارائه نمی‌دهند. در نتیجه، در چنین محیط‌هایی، پوشش رسانه‌ای مانع از ادغام اطلاعات خاص شرکت در قیمت‌های سهام می‌شود (دانگ<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). از این رو، بر اساس پژوهش‌های پیشین یکی از عوامل تاثیرگذار در بررسی اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام؛ پوشش رسانه‌ای است. منگ

1. Li, Qiao & Zhao
2. Bushee, Core, Guay & Hamm
3. Volchkova, Dyck & Zingales
4. Morck
5. Ahern & Sosyura
6. Dong

معتقد است تأثیر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام هنگامی تقویت می‌شود که شرکت‌ها از پوشش رسانه‌ای ضعیفی برخوردار باشند (منگ<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). بر همین اساس با توجه به ادبیات پژوهشی متعدد پیشین و خلاء تحقیقاتی موجود، هدف اصلی این پژوهش بررسی اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام به عنوان یکی از پیامدهای معاملات بلوکی در محیط‌های اطلاعاتی شرکت‌ها با پوشش رسانه‌ای مختلف می‌باشد. این پژوهش نخست، با تحلیل دقیق اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام، 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 بپردازد. 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. همچنین، انتظار می‌رود با ارائه شواهد تجربی در زمینه تأثیرات همزمانی و پوشش رسانه‌ای، این پژوهش بتواند به سیاست‌گذاران و نهادهای نظارتی در تدوین قوانین و مقررات مناسب‌تر برای مدیریت بازارها یاری رساند. علاوه بر این اگرچه بسیاری از پژوهش‌های پیشین ممکن است به طور جداگانه به تأثیر معاملات بلوکی یا پوشش رسانه‌ای پرداخته باشند. این پژوهش با ترکیب این دو عامل، یک دیدگاه جامع‌تر و چندبعدی از تأثیرات آن‌ها بر بازار ارائه می‌دهد و با استفاده از داده‌های جدید یا روش‌های تحلیلی نوین می‌تواند به منجر به بروزرسانی اطلاعات موجود و ارائه نتایج دقیق‌تر شود. در نهایت، 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. در ادامه، ساختار پژوهش به صورت زیر دنبال می‌شود: در ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح شده و پس از آن، روش پژوهش و یافته‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها ارائه شده است و در نهایت، با بحث و نتیجه‌گیری خاتمه می‌یابد.

### مبانی نظری پژوهش

امروزه با توسعه بازارهای اوراق بهادار، معاملات بلوکی به طور فزاینده‌ای رایج و فراگیر شده‌اند و بخش قابل توجهی از حجم کل معاملات سهام در بازارهای سراسر جهان را تشکیل می‌دهند. به طور کلی معاملات بلوکی سهام براساس قیمت معاملات به سه گروه جداگانه تقسیم‌بندی می‌شوند: معامله بلوکی صرف که به معاملاتی، با قیمت معاملاتی بالاتر از قیمت پایانی دیروز گفته می‌شود، و معامله بلوکی با تخفیف که به معاملاتی با قیمتی پایین‌تر از قیمت پایانی دیروز معامله می‌شوند، و معاملات با صرف صفر که به معاملات بلوکی گفته می‌شود که برابر با قیمت پایانی دیروز معامله شود (کورک<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). اصولاً معاملات بلوکی بخاطر دو ویژگی مهم منحصر به فرد هستند. اولاً، معاملات بلوکی دلال یا بازارساز ندارند که به عنوان واسطه عمل کنند. ثانیاً، هر روز پس از پایان بازار، تمام معاملات بلوکی در وب سایت بورس منتشر می‌شوند.

مرور ادبیات نشان می‌دهد که به طور کلی اغلب پژوهش‌های مرتبط با نحوه ورود اطلاعات خاص شرکتی در قیمت سهام از طریق معاملات بلوکی، عمدتاً بر تغییرات معاملاتی پیرامون رویداد خاص شرکتی<sup>۱</sup> به منظور کنترل تاثیر اطلاعات خاص شرکتی متمرکز هستند (ایبیکونل<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). همچنین پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که معاملات بلوکی بر ساختار مالکیت تأثیر می‌گذارد و بر حق رأی و جریان‌های نقدی اثرگذار است. علاوه بر این اکثر پژوهشگران از این واقعیت حمایت می‌کنند که معاملات بزرگ از طریق نحوه خریدار یا فروشنده بودن افراد در معاملات بلوکی پدیدار می‌شوند به طوری که خریداران سهام در معاملات صرف و فروشندگان در معاملات تخفیفی ورود می‌کنند که در نهایت معاملات بلوکی با صرف و تخفیف می‌توانند بر بازده دارایی‌ها اثر بگذارند (کراوس و استول<sup>۳</sup>، ۱۹۷۲؛ کیم و مدهاوان<sup>۴</sup>، ۱۹۹۶). همچنین زمانی که معاملات بلوکی اطلاعات جدیدی را منتقل می‌کنند، تغییرات در انتظارات سرمایه‌گذاران پدیدار می‌شود. زیرا معاملات بلوکی شامل اطلاعات خاص شرکت‌ها هستند که موجب جذب سرمایه‌گذاران می‌شود و آنان را مشتاق به خرید آن سهم می‌کند که در نهایت قیمت سهام را بهبود می‌بخشد (منگ و همکاران، ۲۰۲۰). همچنین مرور ادبیات نشان می‌دهد که هنگام معامله با حجم زیاد در بازارهای مالی، دو اصطلاح نقش مهمی ایفا می‌کنند؛ تاثیر قیمت و تضاد نمایندگی (بالدوف<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۴).

مطابق با تئوری اطلاعات معاملات بلوکی حاوی اطلاعات خصوصی نامتقارن است و می‌تواند سبب تغییر قیمت سهام شود (سون آ و ایبیکونل<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷). تغییرات به وجود آمده در قیمت سهام هر شرکت متأثر از دو ریسک می‌باشد. ریسک سیستماتیک که به بازار و صنعت مربوط می‌شود و ریسک غیرسیستماتیک که به شرکت و عوامل درونی آن مرتبط می‌باشد. پژوهش‌ها نشان می‌دهند که افزایش در ارائه اطلاعات خاص موجب عدم تقارن قیمت سهام با قیمت بازار و صنعت می‌شود اما هر قدر ارائه اطلاعات خاص شرکت کاهش یابد، قیمت سهام شرکت با قیمت آن در بازار و صنعت تقارن (هم‌راستا) خواهد داشت. همچنین، همزمانی قیمت سهام ابزاری جهت پیش‌بینی حرکت قیمت سهام می‌باشد و منعکس‌کننده میزان اطلاعات خاص شرکت در بازار است (رول<sup>۷</sup>، ۱۹۸۸). به این معنا که همزمانی قیمت بالا منعکس‌کننده کم بودن میزان اطلاعات خاص در قیمت و بازده سهام شرکت و آگاهی بخشی قیمت سهام است.

علاوه بر این تئوری‌ها، پژوهش‌های پیشین شواهدی را نشان می‌دهند که همزمانی قیمت سهام منجر به بهبود حاکمیت شرکتی، افزایش حضور سرمایه‌گذاران خارجی و افزایش کیفیت حسابرسی می‌شود (گال و همکاران، ۲۰۱۰). همزمانی قیمت پایین‌تر نشان‌دهنده عدم وابستگی شرکت به تغییرات بازار است؛ زیرا

1. Event study
2. Ibikunle
3. Kraus & Stoll
4. Keim & Madhavan
5. Baldauf
6. Sun a & Ibikunle
7. Roll

مشارکت کنندگان بازار در تصمیم گیری‌های مالی بیشتر بر اطلاعات خاص شرکت در مقایسه با تغییرات بازار توجه می‌کنند (چان و حمید، ۲۰۰۶).

پژوهشگران پیشین معتقدند که شرکت‌هایی با همزمانی قیمت سهام پایین تر، کارایی سرمایه‌گذاری بالاتری دارند، چون همزمانی پایین نشان دهنده وجود اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام است و مدیران بر اساس اطلاعات خاص سرمایه‌گذاری می‌کنند (دورنو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۳). همینطور لی و همکاران (۲۰۱۴) در نتایج بدست آمده از تحقیقات خود نشان دادند که تغییرات بازده خاص شرکت در شرکت‌هایی با محیط های اطلاعاتی ضعیف تر بیشتر است که با تاخیر تعدیل قیمت بیشتر، معاملات داخلی بیشتر و سطح بالاتر عدم‌تقارن اطلاعاتی، مشخص می‌شوند. البته پژوهشگران در این تحقیقات از ابزارهای مختلفی جهت شناسایی تغییرات بازده دارایی‌های شرکت و نقش تبیین کننده اطلاعات در سطح بازار و صنعت جهت شناسایی این تغییرات استفاده کرده‌اند که یکی از آن مدل‌ها مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بوده است (رول، ۱۹۸۸). از سوی دیگر، پن و ژو<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) فرض می‌کنند که همزمانی اندک قیمت سهام نشان دهنده قیمت‌های سهام مطلوب‌تر است و اگر معاملات بلوکی صرفاً به معاملات نوبز (معاملات بدون اطلاعات) منجر شوند، نتایج آنها مشمول اندک بودن قیمت‌های سهام نامطلوب می‌باشد، زیرا خریداران در این شرایط بدون در دست داشتن اطلاعات کافی اقدام به خرید یا حتی فروش سهام خود می‌کنند. هم چنین معاملات بلوکی که بر روی پلت فرم معاملات آغاز شده و به طور مستقیم بین خریداران و فروشندگان معامله می‌شود، محتوای اطلاعاتی غنی دارند. طراحی مکانیزم‌های معاملاتی (مانند پلت‌فرم‌های معاملات بلوکی) برای تحرک فعالیت‌های معاملات بلوکی ممکن است همزمانی و در نتیجه کارایی بازار را تحت تأثیر قرار دهد (گال و همکاران، ۲۰۱۰). منگ و همکاران (۲۰۲۰) طی دوره ۲۰۱۴-۲۰۰۸، در بازار سهام چین دریافتند که معاملات بلوکی به طور قابل توجهی همزمانی قیمت سهام را کاهش می‌دهد همچنین معاملات بلوکی، استفاده اطلاعات خاص شرکت را در قیمت سهام بهبود می‌بخشد و این ارتباط منفی بین معاملات بلوکی و همزمانی قیمت سهام ممکن است تحت تأثیر محیط‌های اطلاعاتی شرکت‌ها متفاوت باشد. بر همین اساس، در مطابقت با فرضیه اطلاعات و کارایی بازار، فرضیه اول پژوهش به صورت زیر ارائه شده است:

#### ۱- معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام اثر منفی دارد.

همچنین مرور ادبیات پیشین نشان می‌دهد که رسانه‌ها در شرکت‌ها نقش مهمی در تولید، پردازش و انتشار اطلاعات دارند. به گونه‌ای که، رسانه‌ها در تولید اطلاعات از طریق تأیید، قابلیت مقایسه و ارزیابی قابلیت اتکاء منابع خبری و همچنین یکپارچه سازی اطلاعات استخراج شده از منابع مختلف نقش فعالی دارند. با توجه به نقش مستمر و مهم رسانه‌ها انتظار می‌رود که آنان بتوانند با تولید و انتشار اطلاعات کیفی برای استفاده کنندگان، محیط های اطلاعاتی شرکت را بهبود بخشیده و سبب کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی

1. Durnev

2. Pan & Xhu

و در نتیجه، کاهش ریسک اطلاعات شوند. همچنین، پوشش رسانه‌ای در بخش تجاری نیز می‌تواند سازوکاری موثری در انتشار اطلاعات مربوط به وضعیت اقتصادی، صنایع و بنگاه‌های تجاری داشته باشد. لیو<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) معتقد است پوشش رسانه‌ای، امروزه به یکی از سازوکارهای بیرونی حاکمیت شرکتی تبدیل شده است و در 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 بیندازد. علاوه بر این، 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. همچنین، پوشش صحیح رسانه‌ای می‌تواند موجب افزایش اعتبار شرکت شده و از این طریق ارزش شرکت را در بازار سرمایه افزایش دهد (نگاوین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). پوشش رسانه‌ای بیشتر انگیزه مدیران را برای اجتناب از اخبار منفی آتی افزایش می‌دهد. در نتیجه، تداوم عملکرد مالی ضعیف و تضعیف واکنش‌های قیمت به اخبار منفی سود را کاهش می‌دهد. همچنین، رسانه‌ها نه تنها بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بلکه بر رفتار مدیران نیز تأثیر می‌گذارند. برای مثال، تصمیمات مدیران برای پیگیری خریدها ممکن است تحت تأثیر سطح توجه رسانه‌ها به معاملات پیشنهادی قرار گیرد (میانویو و همکاران، ۲۰۲۴). شرکت‌هایی که بیشتر مورد توجه از رسانه‌های خبری قرار می‌گیرند، احتمالاً اطلاعات باکیفیت‌تر و قابل‌اعتمادتری در دسترس عموم قرار می‌دهند (دانگ و همکاران، ۲۰۲۰). تأثیر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام ممکن است در شرکت‌هایی با محیط‌های اطلاعاتی مختلف متفاوت باشد. از طریق جمع‌آوری، تجمیع و انتشار اطلاعات خصوصی درباره شرکت‌ها، فعالیت‌های رسانه‌ها می‌توانند به گنجاندن اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام کمک کنند. در غیر این صورت، ممکن است مشارکت اصلی در ارزش اطلاعات خاص شرکت از معاملات بلوکی کاهش یابد و منجر به کاهش اثرات بر همزمانی قیمت‌ها شود. در نهایت، رسانه‌ها به عنوان واسطه‌های اطلاعاتی اصلی در بازار سرمایه عمل می‌کنند و می‌توانند به طور موثر عدم‌تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند (چن و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵؛ تداک<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰). بر همین اساس رسانه‌ها می‌توانند با بهبود محیط اطلاعاتی بر آگاهی بخشی قیمت سهام اثر بگذارند و اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام را تعدیل کنند. از این رو، فرضیه دوم پژوهش حاضر بر اساس تئوری علامت‌دهی عبارت است از:

۲- پوشش رسانه‌ای نقش تعدیل‌کنندگی در اثر منفی معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام دارد.

### پیشینه پژوهش

علی‌رغم وجود پژوهش‌های متعدد در سایر کشورها، در ایران پژوهش خیلی کمی در خصوص این معاملات انجام شده است. در ادامه به مرور این پژوهش‌ها در خارج و داخل پرداخته می‌شود. بنسبانهال

1. Liu
2. Nguyen
3. Chen, Harford and Lin
4. Tetlock

(۲۰۲۳) به بررسی تأثیر معاملات بلوکی بر عملکرد بازار سهام مراکش پرداخته است. او معتقد است ادبیات اقتصادی دو نوع اثر موقت و دائمی را شناسایی می‌کند. در واقع، تأثیر بازار بلوکی بر نقدشوندگی، عرضه، تقاضا و محتوای اطلاعاتی این معاملات مربوط به سرمایه‌گذاران بزرگ و نهادی می‌باشد. در این مطالعه از روش اقتصادسنجی ARDL در داده‌های بازار سهام برای اندازه‌گیری اثرات بلوکی استفاده شده است. یافته‌های تجربی تأثیر دائمی بر هیچ یک از شاخص‌های بازار مالی مراکش را تأیید نمی‌کند. به عبارت دیگر، اثر نقدشوندگی ضعیف و محدود بوده، در حالی که اثر اطلاعاتی تقریباً صفر و ناچیز می‌باشد. دانگ و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به اثر پوشش رسانه‌ای بر همزمانی قیمت سهام و اینکه آیا این اثر در زیرساخت‌های سازمانی مختلف متفاوت است، پرداخته‌اند. یافته‌های آنها نشان داد، اول اینکه، پوشش رسانه‌ای با همزمانی قیمت سهام یک رابطه منفی دارد و نشان می‌دهد که رسانه‌ها می‌توانند ترکیب اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام تسهیل می‌کنند. دوم، راهبری شرکتی و محیط‌های اطلاعاتی آن نقش تعدیل‌کننده را در ارتباط بین رسانه‌ها و همزمانی قیمت سهام ایفا می‌کنند. سوم، اثر کاهش همزمانی پوشش رسانه‌ای در کشورهایی با زیرساخت‌های نهادی ضعیف، قوی‌تر است. به طور کلی، پوشش رسانه‌ای یک عامل مهم تعیین‌کننده همزمانی قیمت سهام است. کورک (۲۰۱۴) محتوای اطلاعاتی معاملات بلوکی را در بورس اوراق بهادار ورشو را با استفاده از دو رویکرد رگرسیون خطی ساده و رگرسیون چند متغیره برای مدل‌سازی بازده سهام، بررسی کرده است. نتایج پژوهش وی نشان داد معاملات بلوک سهام دارای سیگنال مهمی برای سرمایه‌گذاران فعال در بورس هستند و بازده غیرعادی مثبت (منفی) قابل توجهی به دنبال اجرای معامله بلوک سهام وجود دارد که قیمت آن بالاتر (کمتر) از قیمت پایانی دو روز قبل از اجرای معامله است.

در بازار سرمایه عربستان، الزهرانی<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۳) تأثیر قیمت معاملات بلوکی را با استفاده از روش‌های پژوهش فرینو<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) باز آزمایی 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 عدم‌تقارن 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. در پژوهشی به تأثیر توانایی مدیران بر همزمانی قیمت سهام بین سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۲۱ در شرکت‌های بورس چین بررسی شده است که نتایج نشان می‌دهد هرچه توانایی مدیر بالاتر باشد، اطلاعات بیشتری از طریق مدیریت شرکت به خارج منتقل می‌شود، قیمت سهام شرکت بیشتر حاوی اطلاعات خاص شرکت است و در نتیجه، همزمانی قیمت سهام کمتر می‌شود. در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس با مالکیت نهادی بالا، توانایی مدیر می‌تواند همزمانی قیمت سهام را کاهش دهد (گان و هیو<sup>۳</sup>، ۲۰۲۳).

1. Alzahrani
2. Frino
3. Gan & Hu





بیان (۲۰۱۲) در پژوهشی، به بررسی واکنش بازار سهام نسبت به معاملات بلوکی پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد اکثر این معاملات با قیمت‌های معمول در بازار عادی یا کمتر از آن معامله می‌شوند. روند معاملات نشان می‌دهد که معاملات بلوکی با فروشنده آغاز می‌شود. انجام معاملات بلوکی در شرکت‌های بزرگ از تخفیف قیمتی کمتری برخوردار می‌باشد. در کل، واکنش بازار سرمایه نسبت به معاملات بلوکی منفی است. معمولاً فروش‌های بلوکی سهام، توسط سهامداران نهادی و بزرگ شرکت می‌باشند و نسبت به سایر سهامداران از اخبار و اطلاعات بهتری در مورد شرکت برخوردارند. فروش بلوکی این سهامداران ممکن است نشان دهد که آنها دارای اطلاعات منفی هستند که در تلاش هستند تا سهام خود را در هر قیمتی بفروشند یا فروشنده‌گانی در بازار وجود دارند به به دنبال کاهش دارایی‌های سهام خود می‌باشند و ممکن است در آینده مقدار بیشتری سهام خود در بازار به صورت بلوکی بفروشند. همچنین، آگاروالا و پانندی (۲۰۱۰) تأثیر دائمی (اثر اطلاعاتی) و موقت (اثر نقدشوندگی) معاملات بلوکی انجام شده در بورس ملی هند را تجزیه و تحلیل کرده است. او نشان داد که در بازار سرمایه هند معاملات بلوکی با استفاده از معیارهای متعدد بر اساس ارزش معاملات و حجم معاملات شناسایی می‌شوند. به طور کلی، تأثیر دائمی قیمت برای خرید بلوکی بیشتر از فروش بلوکی است که نشان می‌دهد خرید بلوکی اطلاعات بیشتری نسبت به فروش بلوکی دارد، که ممکن است ناشی از نیاز نقدینگی باشد. برخلاف سایر بازارها، مشاهده شد که تأثیر موقتی بیشتر از تأثیر دائمی در صورت خرید بلوکی وجود دارد. علاوه بر این، ورود معاملات بلوکی متعدد، اعتماد بازار به اطلاعات را افزایش می‌دهد. تأثیر دائمی قیمت برای روزهایی که بیش از یک معامله بلوکی با ماهیت مشابه وجود دارد بیشتر از روزهایی است که فقط یک معامله بلوکی وجود دارد. همچنین قیمت‌ها ۸ دقیقه قبل از خرید بلوکی شروع به افزایش می‌کنند، در حالی که در خصوص فروش بلوکی اینطور نیست، یعنی زمانی که معامله بلوکی برای خرید است، برخی اطلاعات در مورد خرید بلوک قریب‌الوقوع توسط بازار در نظر گرفته می‌شود. علاوه بر این، در مورد فروش بلوکی، قیمت‌ها به سرعت بر می‌گردند و تأثیر دائمی بسیار کمی بر قیمت دارند. هوانگ<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر پوشش رسانه‌ای بر نقدشوندگی سهام در بازار سهام چین پرداخته‌اند. بررسی‌ها نشان می‌دهند پوشش رسانه‌ای تأثیر مثبت قابل توجهی بر نقدشوندگی سهام دارد. پوشش رسانه‌ای نقدشوندگی سهام را با بهبود محیط اطلاعاتی و کاهش انتخاب نامطلوب سرمایه‌گذاران بهبود می‌بخشد. تأثیر مثبت پوشش رسانه‌ای بر نقدشوندگی سهام برای شرکت‌ها در یک محیط اطلاعاتی شفاف تر ضعیف می‌شود. ارتباط مثبت در شرکت‌هایی که به خبرهای اولیه دسترسی بیشتری دارند، مشهودتر است.

در پژوهش‌های داخلی نیز، بحرینی و همکاران (۱۴۰۳) به طراحی مدلی جهت پیش‌بینی ارزش‌گذاری معاملات بلوکی با تاکید بر شبکه عصبی مصنوعی GRU در صنایع پرداختند. مدیران صنایع با آگاهی از چگونگی تأثیر این مدل بر ارزش‌گذاری معاملات بلوکی می‌توانند با کنترل روند تغییرات قیمت سهام بلوکی، ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت و در نهایت ریسک تأمین مالی را برای شرکت پایین آورند. در سطح تفکیکی صنایع، نتایج تأثیر شاخص‌های مالی بر ارزش‌گذاری معاملات بلوکی در هر صنعت با صنایع دیگر

متفاوت است که بیانگر استقلال صنایع از یکدیگر است. در مدل ارائه شده با اندازه‌گیری ارزش‌گذاری معاملات بلوکی به مدیران صنایع در بورس و استفاده‌کنندگان صاحبان سهام و سهامداران معاملات بلوکی در ارزیابی بهتر قیمت‌گذاری کمک می‌کند. برزگر و فقیه (۱۴۰۲) نقش تعدیل‌گر پوشش رساناهای مدیرعامل بر رابطه بین خوانایی گزارشگری مالی و همزمانی قیمت سهام را بررسی کردند. یافته‌ها نشان داد که خوانایی گزارشگری مالی منجر به کاهش هم‌زمانی قیمت سهام شده و این رابطه در شرکت‌هایی که پوشش رساناهای مدیرعامل بیشتر است، بارزتر بوده و آن را تقویت کرده است. همچنین، سیدنژاد فهیم و اقدامی (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی اثر پوشش رساناهای بر همزمانی قیمت سهام با در نظر گرفتن اثر تعاملی حاکمیت شرکتی و شفافیت اطلاعاتی پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد پوشش رساناهای اثر منفی و معنی‌داری بر همزمانی قیمت سهام ندارد. همچنین فخاری و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی پوشش رساناهای مدیرعامل و همزمانی قیمت سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان پرداختند. یافته‌ها براساس روش گشتاورهای تعمیم یافته نشان می‌دهد که پوشش رساناهای مدیرعامل بر همزمانی قیمت سهام یک تاثیر منفی دارد. همچنین با استفاده روش رگرسیون به ظاهر نامرتبط (SUR) بین پوشش رساناهای مدیرعامل و همزمانی قیمت سهام یک رابطه متقابل وجود دارد. این نتایج تأکید مجدد بر نقش اطلاعاتی پوشش رسانه‌ها به عنوان یک منبع مخابره اطلاعات شرکتی به بازار و کاهش نقش ریسک‌های غیرسیستماتیک در رفتار قیمتی سهام شرکت‌ها می‌باشد. مهربان پور و همکاران (۱۳۹۹) به تحلیل نقش معاملات بلوکی در ایجاد بازده غیرعادی و تاثیر بر نوسانات غیرسیستماتیک در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد انجام معاملات بلوکی، یک نشانه مهم برای سرمایه‌گذارانی است که در بازار سهام فعالیت می‌کنند. شواهد نشان می‌دهد که بعد از انجام معاملات بلوکی صرف و کنترلی، یک بازده غیرعادی انباشته مثبت و معنی‌داری مشاهده می‌شود. در کل این بازده‌ها حاکی از این است سهامداران نسبت به انجام معاملات بلوکی سهام واکنش‌های غیرعادی نشان می‌دهند. همچنین، سایر نتایج حاکی از آن است بعد از انجام معاملات بلوکی سهام نوسانات غیرسیستماتیک کاهش می‌یابد. در نهایت، احمدپور و نصیری (۱۳۹۵) به بررسی عوامل مؤثر بر تأثیر قیمتی معاملات بلوکی در بازار سهام ایران پرداختند. یافته‌ها با استفاده از رگرسیون مقطعی نشان داد گردش مالی معاملات، اختلاف قیمت پیشنهادی و بازده بازار با تأثیر قیمتی دائمی، موقتی و کل رابطه معنی‌داری دارند. همچنین، اندازه این معاملات با تأثیر قیمتی کل و دائمی و نوسانات قیمت سهام با تأثیر قیمتی موقتی و کل و بازده تجمعی با تأثیر قیمتی موقتی، رابطه معنی‌داری دارند.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر ماهیت و اهداف کاربردی می‌باشد و جهت بررسی روابط بین متغیرها از روش آماری مدل چند متغیره رگرسیونی با استفاده از نرم‌افزار Eviews 10 استفاده شده است. همچنین، داده‌های شرکت‌های منتخب با مراجعه به وبسایت‌ها و صورت‌های مالی حسابرسی شده و یادداشت‌های توضیحی آنان و با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده است.

### جامعه و شرکت‌های منتخب

جامعه آماری پژوهش حاضر متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۹ ساله (۱۳۹۳ الی ۱۴۰۱) است که حداقل یک بار معاملات بلوکی انجام داده باشند. بنابراین پس از غربال‌گری به روش سیستماتیک ۱۰۰ شرکت انتخاب شده که به طور کلی ۱۱۲۳۷ مورد معامله بلوکی انجام داده‌اند. مراحل غربال‌گری به شرح زیر بوده است:

- ۱- در دوره زمانی پژوهش حداقل یک بار معامله بلوکی انجام داده باشند. لذا برخی از شرکت‌ها در بعضی سال‌ها دارای معاملات بلوکی نبوده‌اند.
- ۲- جهت همسانی شرکت‌های منتخب، پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفندماه باشد.
- ۳- شرکت‌ها در دوره موردنظر، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- ۴- شرکت‌ها در دوره موردنظر، توقف فعالیت نداشته باشند.
- ۵- تمامی اطلاعات مربوط به اجزای محاسبه متغیرهای معادلات در دسترس و افشاء شده باشد.

### معرفی مدل پژوهش

با عنایت به اینکه همزمانی قیمت سهام سال قبل، اثری مستقیم بر همزمانی قیمت سهام سال جاری دارد و هنگام استفاده از داده‌های ترکیبی، زمانی که متغیر وابسته به صورت وقفه در طرف راست معادله ظاهر می‌شود، دیگر برآوردهای OLS کارا نیستند، از این رو در این پژوهش از الگوهای پویا و روش گشتاور تعمیم‌یافته برای بررسی فرضیه‌ها استفاده شده است. در روش گشتاورهای تعمیم‌یافته برای رفع همبستگی متغیر وابسته با وقفه و جملات خطا، وقفه متغیرها به عنوان ابزار در تخمین زن دو مرحله‌ای به کار می‌رود. روش گشتاورهای تعمیم‌یافته قبل از تخمین مدل، مشکل خودهمبستگی را برطرف می‌کند و با فرض رفع خودهمبستگی انجام می‌شوند. با الهام از مبانی نظری و ادبیات تجربی ارائه شده، آزمون فرضیه‌ها در چارچوب روش گشتاور تعمیم‌یافته مطابق روابط زیر طبقه‌بندی شده است:

#### فرضیه اول: معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام اثر دارد.

برای معاملات بلوکی از سه شاخص اندازه‌گیری شامل دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی، نسبت معاملات بلوکی استفاده شده است. لذا فرضیه‌های اصلی تبدیل به سه فرضیه فرعی می‌شود:

- ✓ دفعات معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام اثر دارد.
- ✓ شاخص معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام اثر دارد.
- ✓ نسبت معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام اثر دارد.

$$\text{Synch}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Synch}_{i,t-1} + \beta_2 \text{BlockNuber}_{i,t} + \beta_3 \text{BlockIndicator}_{i,t} \\ + \beta_4 \text{BlockRetio}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{M/B}_{i,t} + \beta_7 \text{Sigma}_{i,t} \\ + \beta_8 \text{OCF}_{i,t} + \beta_9 \text{Qtobin}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

فرضیه دوم: پوشش رسانه‌ای نقش تعدیل کنندگی در اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام دارد.

- ✓ پوشش رسانه‌ای نقش تعدیل کنندگی در اثر دفعات معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام دارد.
- ✓ پوشش رسانه‌ای نقش تعدیل کنندگی در اثر شاخص معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام دارد.
- ✓ پوشش رسانه‌ای نقش تعدیل کنندگی در اثر نسبت معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام دارد.

$$\begin{aligned} \text{Synch}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Synch}_{i,t-1} + \beta_2 \text{BlockNuber}_{i,t} + \beta_3 \text{BlockIndicator}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{BlockRetio}_{i,t} + \beta_5 \text{Media}_{i,t} + \beta_6 \text{BlockNuber}_{i,t} \text{Media}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{BlockNuber}_{i,t} \text{Media}_{i,t} + \beta_8 \text{BlockNuber}_{i,t} \text{Media}_{i,t} \\ & + \beta_9 \text{ROA}_{i,t} + \beta_{10} \text{M/B}_{i,t} + \beta_{11} \text{Sigma}_{i,t} + \beta_{12} \text{OCF}_{i,t} \\ & + \beta_{13} \text{Qtobin}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

#### متغیر وابسته

Synch (همزمانی قیمت سهام):  $R^2$  یک معیار رایج برای همزمانی قیمت سهام در ادبیات قبلی است، به عنوان مثال، رول (۱۹۸۸) یا مورک و یونگ (۲۰۰۰) و جین و مایرز<sup>۱</sup> (۲۰۰۶). در این پژوهش همزمانی قیمت سهام با پیروی از آن و ژانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۳)،  $R^2$  از معادله زیر به دست آمده است:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 r_{M,t} + \beta_2 r_{ind,t} + \epsilon_{it}$$

پس از محاسبه  $R^2$  همزمانی قیمت سهام به صورت محاسبه شده است:

$$\text{Synch}_{i,t} = \text{Ln} \left( \frac{R_i^2}{1 - R_i^2} \right)$$

#### متغیرهای مستقل

Blocktrade (معاملات بلوکی): در این پژوهش براساس منگ و همکاران (۲۰۲۰) اندازه‌گیری

معاملات بلوکی به ۳ صورت انجام می‌شود:

BlockNumber عبارت است از دفعات معاملات بلوکی انجام شده شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد،

BlockIndicator: اگر شرکت  $i$  در سال  $t$  معامله بلوکی انجام داده باشد ۱، در غیر این صورت صفر

Block Ratio: نسبت ارزش معاملات بلوکی شرکت به ارزش بازار شرکت  $i$  در سال  $t$



### متغیرهای کنترلی

- ROA (بازده دارایی): نسبت سود خالص شرکت به مجموع دارایی‌ها.
- M/B (دفتری به بازار): نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.
- OCF (جریان وجوه نقد حاصل از عملیات تقسیم بر کل دارایی‌ها)
- Sigma (انحراف معیار بازده هفتگی شرکت)
- Qtobin (حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها)

### متغیر تعدیل‌گر

مشابه با پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۹) پوشش رسانه‌ای (Media) مدیرعامل برابر است با تعداد اخباری که درباره مدیرعامل یا مصاحبه وی منتشر شده است. تعداد اخباری که درباره مدیرعامل یا مصاحبه وی منتشر شده است، در این پژوهش عبارت است از خبرهای منتشر شده از طریق مصاحبه‌های تلویزیونی یا اینترنتی، روزنامه‌ها (دنیای اقتصاد و دنیای بورس)، پایگاه‌های خبری، خبرگزاری‌ها و سایر رسانه‌ها از قبیل کانال‌های مطرح بورسی گردآوری 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). تأثیر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام ممکن است در شرکت‌هایی با محیط‌های اطلاعاتی مختلف متفاوت باشد (منگ و همکاران، ۲۰۱۰). رسانه‌ها و تحلیلگران به عنوان واسطه‌های اصلی اطلاعات در بازار سرمایه عمل می‌کنند و می‌توانند به طور موثر عدم‌تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند (چن و همکاران، ۲۰۱۵؛ تدلاک، ۲۰۱۰). پژوهشگران دانشگاهی در خصوص ارتباط بین همزمانی قیمت سهام و اطلاع‌رسانی قیمت سهام اتفاق نظر ندارند. برخی از مطالعات (مانند چن و چن، ۲۰۱۴ و کلی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴) نشان می‌دهد که کاهش همزمانی ممکن است صرفاً به دلیل افزایش نویز باشد. فاما<sup>۲</sup> (۱۹۶۵) استدلال می‌کند که وقتی معاملات نویز رخ می‌دهد، قیمت سهام به طور قابل توجهی تحت تأثیر قرار نمی‌گیرد زیرا معامله‌گران آگاه به سرعت برای بهره‌برداری و حذف هرگونه انحراف از ارزش‌های اقتصادی بنیادی واکنش نشان می‌دهند. حتی اگر معاملات نویز منجر به انحراف قیمت سهام از ارزش‌های ذاتی آنها شود، انتظار می‌رود چنین انحرافی موقتی باشد تا دائمی.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

میانگین به عنوان اصلی‌ترین شاخص مرکزی است که نشان می‌دهد نقطه مرکز و تعادل ثقل توزیع می‌باشد و یک شاخص مناسب برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. یافته‌های توصیفی در جدول زیر

1. Kelly  
2. Fama

نتایج نشان می‌دهد میانگین همزمانی قیمت سهام ۰/۶۴۹- می‌باشد. علامت منفی این متغیر نشان می‌دهد که به طور متوسط، ریسک سیستماتیک کمتر از ریسک غیرسیستماتیک بر حسب مدل بازار است. به عبارت دیگر، همبستگی تغییرات بازده سهام شرکت‌های مورد مطالعه با تغییرات بازده بازار و صنعت کمتر بوده و عوامل غیرسیستماتیک بخش مهمی از تغییرات بازده شرکت‌ها را توضیح می‌دهند. همچنین، میانگین دفعات معاملات بلوکی ۱۲/۴۸۵ می‌باشد این بدین معناست که بطور متوسط شرکت‌های نمونه در طول دوره ۱۲/۴۸۵ بار معامله بلوکی انجام داده‌اند. از بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی ۰/۴۸۰ بوده است که بیانگر این است که به طور متوسط ۴۸٪ دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده‌اند. چولگی و کشیدگی داده‌ها دو آزمون آماری برای ارزیابی میزان پراکندگی فراوانی داده‌ها بوده است و برای بررسی نرمال بودن توزیع استفاده می‌شوند. کشیدگی بازده دارایی‌ها ۴/۱۱۶ می‌باشد و نشان می‌دهد توزیع این متغیر از توزیع نرمال بالاتر قرار دارد.

**جدول ۱. آمار توصیفی پژوهش**

متغیر	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
همزمانی قیمت سهام	۹۰۰	-۰/۶۴۹	۲/۵۶۸	-۱۰/۴۴	-۰/۸۴۰	۳/۳۹۵
دفعات معاملات بلوکی	۱۲/۴۸۵	۱۹۳	۰/۰۰۰	۲۶/۷۸۱	۳/۶۳۹	۱۸/۶۱۱
شاخص معاملات بلوکی	۰/۶۱۴	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۸۶	-۰/۴۷۰	۱/۲۲۱
نسبت معاملات بلوکی	۰/۰۱۹	۱/۴۹۷	۰/۰۰۰	۰/۰۶۳	۱۵/۱۱۷	۳۲۷/۳۷
پوشش رسانه‌ای مدیرعامل	۰/۵۵۹	۱/۷۷۰	۰/۰۰۰	۰/۳۰۴	۴/۴۷۹	۲۸/۹۳
بازده دارایی‌ها	۰/۲۷۸	۲۷/۱۸	-۰/۵۶۲	۰/۴۴۹	۰/۵۵۲	۴/۱۱۶
نسبت بازار به دفتری	۶/۱۰۶	۷۴/۰۰	۰/۰۰۰۹	۸/۱۴۵	۱/۴۵۹	۵/۵۲۶
انحراف معیار بازده	۰/۹۱۸	۱۳/۱۱	-۴/۱۳۹	۲/۰۵۱	۰/۱۴۶	۲/۸۳۱
جریان‌های نقدی عملیاتی	۰/۲۶۲	۶۰/۳۰۴	-۰/۲۴۱	۲/۳۲۷	۲۱/۳۳۷	۵۱۳/۰۷
کیوتوبین	۵/۱۶۳	۵۸۳/۱۹	۰/۰۰۹	۲۳/۲۱۵	۱۹/۱۷۶	۴۴۳/۵۳

منبع: یافته‌های پژوهش

### آزمون‌های پیش فرض مدل‌های رگرسیونی

#### آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

به منظور اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنی‌دار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای پژوهش گردید، وجود متغیرهای غیرمانا 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 چات، استفاده شده است. فرضیه‌های آماری ریشه‌یابی واحد به شرح زیر می‌باشد:



جدول ۲. آزمون مانایی داده‌ها

آزمون لوین لین چات		متغیر
احتمال	آماره	
۰/۰۰۰	-۱۶/۷۸	همزمانی قیمت سهام
۰/۰۰۰	-۱۳/۸۶	دفعات معاملات بلوکی
۰/۰۰۰	-۱۲/۶۰	شاخص معاملات بلوکی
۰/۰۰۰	-۲۳/۲۸	نسبت معاملات بلوکی
۰/۰۰۹	-۲/۳۵	پوشش رسانهای مدیرعامل
۰/۰۰۰	-۳/۲۰	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰	-۹/۱۶	نسبت بازار به دفتری
۰/۰۰۰	-۱۸/۹۷	انحراف معیار بازده
۰/۰۰۰	-۱۰/۰۸	کیوتوبین
۰/۰۰۰	-۹/۵۴	جریان‌های نقدی عملیاتی

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون مانایی نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش در سطح ۵ درصد مانا بوده و در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها پذیرفته نمی‌شود. بنابراین، می‌توان ادعا کرد که استفاده از متغیرهای فوق، منجر به نتایج ساختگی نمی‌شود.

#### آزمون همخطی

برای بررسی هم‌خطی میان متغیرها از آزمون عامل تورم واریانس (VIF) جدول‌های ۳ و ۴ استفاده شده است. با توجه به اینکه آماره آزمون مذکور در همه فرضیه‌ها کوچکتر از ۱۰ بوده، بنابراین همخطی شدید میان متغیرها وجود ندارد.

#### آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای تخمین مدل به این روش لازم است ابتدا متغیرهای ابزاری به کاررفته در مدل مشخص شده‌اند. سازگاری تخمین‌زننده گشتاورهای تعمیم یافته به معنی بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد. این اعتبار می‌تواند به وسیله آزمون آرالنو و باند (۱۹۹۱)، آزمون شود. در این آزمون محدودیت‌هایی از پیش تعیین شده است که معنی 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 معنی 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 همان طور که گفته شد، این روش با توجه به کاربردش در پژوهش‌های بسیاری

از جمله هورات و همکاران (۲۰۱۴)، آرانو و بوند (۱۹۹۱) و ... مورد استفاده قرار گرفته است. به طور کلی، روش GMM نسبت به سایر روشها دارای مزایایی نظیر؛ 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 پانل های کوتاه است.

### فرضیه اول

در جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه اول به روش GMM ارائه شده است. که متشکل از ضرایب متغیرها و احتمال معنی داری ضرایب آنان، آماره دوربین واتسون، ضریب تعیین مدل و آماره سارگان می باشد. به منظور آزمون اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام، از سه مولفه معاملات بلوکی یعنی؛ دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی استفاده شده است.

**جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول به روش GMM**

متغیرهای پژوهش	اثر دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام			
	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
همزمانی قیمت سهام (-۱)	۰/۱۶۳	۰/۰۴۵	۳۵/۷۰	۰/۰۰۰
دفعات معاملات بلوکی	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۱۱/۴۴	۰/۰۰۶
شاخص معاملات بلوکی	۰/۱۷۸	۰/۰۱۴	۱۲/۲۳	۰/۰۰۰
نسبت معاملات بلوکی	۱/۴۴۶	۰/۱۱۵	۱۲/۵۷	۰/۰۰۰
نسبت کیوتوبین	۰/۰۰۹	۰/۰۰۱	۴۹/۲۹	۰/۰۰۰
بازده دارایی ها	-۰/۱۴۲	۰/۰۰۷	-۱۸/۴۱	۰/۰۰۰
نسبت بازار به دفتری	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۰	-۵۲/۸۹	۰/۰۰۰
جریان های نقدی عملیاتی	۰/۰۵۵	۰/۰۲۵	۲۱/۷۰	۰/۰۰۰
انحراف معیار بازده	۰/۱۰۸	۰/۰۰۲	۴۶/۳۳	۰/۰۰۲
آماره های آزمون مدل				
عدم رد $H_0$ $prob > 0.05$	آزمون سارگان			
	۰/۸۴۵	۹۶/۸۴		
عدم رد $H_0$	آزمون همبستگی سریالی			
	۰/۲۷۸	-۱/۰۸۴		

منبع: یافته های پژوهش

در این روش هر سه معیار معاملات بلوکی یعنی دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی اثر مثبت و معنی دار بر همزمانی قیمت سهام دارد. به عبارت دیگر، با افزایش معاملات بلوکی همزمانی قیمت سهام نیز افزایش می یابد، به طور مثال با افزایش یک واحد در شاخص معاملات بلوکی به میزان ۵۱ درصد به همزمانی قیمت سهام افزوده می شود. 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. با توجه به اینکه احتمال پذیرش فرضیه صفر (P-value) به ترتیب در آزمون سارگان و همبستگی سریالی برابر با ۰/۸۴۵ و ۰/۲۷۸ می باشد، در نتیجه در سطح ۵ درصد معنی دار



نبوده و از آنجایی که عدم رد فرض  $H_0$  شواهدی دال بر مناسب بودن ابزارها فراهم می‌آورد، در نتیجه، نشان‌دهنده تصریح درست مدل اقتصادسنجی دارد و بیانگر عدم وجود همبستگی بین متغیرهای ابزاری و جمله اخلاص مدل اصلی است. این موضوع از صحت و اعتبار متغیرهای ابزاری مدل حکایت دارد.

#### آزمون فرضیه دوم

تأثیر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام در شرکت‌هایی با محیط‌های اطلاعاتی مختلف، ممکن است متفاوت باشد. از طریق جمع‌آوری، تجمیع و انتشار اطلاعات خصوصی درباره شرکت‌ها، فعالیت‌های رسانه‌ها می‌تواند به گنجاندن اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام کمک کنند. بدین ترتیب، در فرضیه دوم پوشش رسانه‌ای به عنوان یک متغیر تعدیل‌گر به مدل قبلی اضافه شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

اثر دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام نقش تعدیل‌کنندگی پوشش رسانه‌ای مدیرعامل					متغیرهای پژوهش
VIF	احتمال	آماره $t$	انحراف معیار	ضرایب	
۰/۴۸۴	۰/۰۰۰	۷/۶۴	۰/۰۰۹	۰/۷۲۶	همزمانی قیمت سهام (۱)
۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	۵/۴۳	۰/۰۰۱	۰/۰۰۷	دفعات معاملات بلوکی
۰/۴۰۳	۰/۰۰۰	۳/۵۰	۰/۰۵۸	۰/۳۰۰	شاخص معاملات بلوکی
۰/۱۸۱	۰/۰۰۰	۱۳/۷۸	۱/۲۲۰	۱/۶۸۱	نسبت معاملات بلوکی
۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	۷/۵۷	۰/۷۸۱	۰/۵۹۱	پوشش رسانه‌ای مدیرعامل
-۰/۷۹۱	۰/۰۰۰	-۳/۷۰	۰/۰۱۷	-۰/۰۰۶	پوشش رسانه‌ای* دفعات بلوکی
-۰/۵۴۴	۰/۰۳۴	-۲/۱۱	۰/۱۰۸	-۰/۲۳۰	پوشش رسانه‌ای* شاخص بلوکی
-۰/۴۰۷	۰/۰۰۰	-۴/۹۸	۰/۱۸۱	-۰/۹۰۱	پوشش رسانه‌ای*نسبت بلوکی
-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۱۵/۰۴	۰/۰۰۰۹	۰/۱۳۷	نسبت کیوتوبین
-۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	-۳/۷۲	۰/۰۲۷	-۰/۱۰۲	بازده دارایی‌ها
-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۱۴/۳۸	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۰۴	نسبت بازار به دفتری
۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	۲/۹۹	۰/۰۰۶	۰/۰۲۹	جریان های نقدی عملیاتی
۰/۱۰۵	۰/۰۰۰	۲۸/۱۱	۰/۰۰۵	۰/۱۴۶	انحراف معیار بازده
آماره های آزمون مدل					
$prob > 0.05$	۰/۸۸۹	-۹۵/۹۴	آزمون سارگان		
عدم رد $H_0$	۰/۲۰۹	-۰/۲۵۴	آزمون همبستگی سریالی		

منبع: یافته‌های پژوهش

یافته‌ها در سطح خطای ۵٪ نشان می‌دهد که پوشش رسانه‌ای به عنوان متغیر تعدیل‌گر در رابطه بین مکانیزم‌های معاملات بلوکی و همزمانی قیمت سهام به طور منفی و معنی‌دار اثر می‌گذارد و نشان دهنده نقش تعدیلی پوشش رسانه‌ای در اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام است. به عبارت دیگر، در فرضیه اول ضرایب رابطه بین معاملات بلوکی و همزمانی قیمت سهام 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. 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. با توجه به اینکه احتمال پذیرش فرضیه صفر (P-value) به ترتیب در آزمون سارگان و همبستگی سریالی برابر با  $0/889$  و  $0/309$  می‌باشد، در نتیجه در سطح ۵ درصد معنی‌دار نبوده و از آنجایی که عدم رد فرض  $H_0$  شواهدی دال بر مناسب بودن ابزارها فراهم می‌آورد. در نتیجه نشان‌دهنده تصریح درست مدل اقتصادسنجی دارد و بیانگر عدم وجود همبستگی بین متغیرهای ابزاری و جمله اخلاص مدل اصلی است. این موضوع از صحت و اعتبار متغیرهای ابزاری مدل حکایت دارد.

### بحث و نتیجه‌گیری

در بازارهای نوظهور و کمتر توسعه یافته مانند بازار سرمایه ایران، عواملی مانند عدم اجرای صحیح قوانین و مقررات، شفافیت ناکافی و ضعف در ساختار حاکمیتی شرکت‌ها، مانع از ترکیب اطلاعات خاص شرکت‌ها در قیمت سهام می‌شود. از آنجا که قوانین و مقررات در اکثر بازارهای نوظهور ضعیف هستند، این فرصت خوبی برای افراد داخلی شرکت‌ها فراهم می‌کند تا براساس تولید و افشای اطلاعات جدید در شرکت، قدرت بیشتری در پیش‌بینی آینده شرکت داشته و براساس اطلاعات خاص نسبت به خرید یا فروش سهام شرکت اقدام کنند. با این حال، هدف پژوهش حاضر بررسی نقش پوشش رسانایی به عنوان متغیر تعدیل‌گر در اثر معاملات بلوکی بر میزان همزمانی قیمت سهام در بازار سرمایه ایران بوده است. جهت دستیابی به این هدف، براساس پژوهش‌های پیشین (رول، ۱۹۸۸؛ دورنف و همکاران، ۲۰۰۳)، از همزمانی قیمت سهام به عنوان نماینده‌ای برای محاسبه بازده بازار و صنعت تغییرات سهام شرکت و همچنین، از دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی به عنوان مولفه‌های معاملات بلوکی استفاده شده است.

بیشتر ادبیات در مورد نقش اطلاعاتی معاملات بلوکی بر قیمت سهام و بازده تمرکز دارد، تأثیر معاملات بلوکی بر قیمت سهام شامل یک اثر اطلاعاتی و اثر غیر اطلاعاتی است. با توجه به مزیت اطلاعاتی سرمایه‌گذاران نهادی، معاملات بلوکی آنها حاوی اطلاعات خصوصی بیشتری است و می‌تواند همزمانی بازده سهام را کاهش دهد. معاملات بلوکی می‌توانند اطلاعات خاص شرکت را در قیمت سهام بگنجانند و همزمانی بازده سهام را کاهش دهند (پان و ژو، ۲۰۱۵). معاملات بلوکی آغاز شده بر روی پلتفرم معاملات بلوکی در بازار سهام چین، اطلاعات خاص شرکت را به قیمت سهام وارد می‌کند و در نتیجه تحرکات همزمان قیمت سهام را کاهش می‌دهد (منگ و همکاران، ۲۰۲۰). این پژوهش همزمانی قیمت سهام را به عنوان معیار اطلاعاتی خاص شرکت انتخاب می‌کند و عمدتاً بر روی اثر اطلاعاتی معاملات بلوکی تمرکز دارد. جهت دستیابی به این هدف، براساس پژوهش‌های پیشین (رول، ۱۹۸۸؛ دورنف و همکاران، ۲۰۰۳)، از همزمانی قیمت سهام به عنوان نماینده‌ای برای محاسبه بازده بازار و صنعت تغییرات سهام شرکت و همچنین، از دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی به عنوان مولفه‌های معاملات بلوکی استفاده شده است. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد هر سه معیار دفعات معاملات بلوکی و شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی اثر مثبت و معنی‌دار بر همزمانی قیمت سهام دارد. به عبارتی با



توجه به شرایط مذکور و حاکم بر بازار سهام ایران، یافته‌های پژوهش نشان داد که انجام معاملات بلوکی نسبت به کاهش همزمانی قیمت سهام کمکی نمی‌کند. این نتایج برخلاف پژوهش منگ و همکاران (۲۰۲۰) در بازار سهام چین می‌باشد. آن‌ها معتقدند معاملات بلوکی نقش مهمی در تأثیرگذاری بر ادغام اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام دارند. اگرچه تحقیقات آنان ارتباط نزدیکی با تحقیقاتی نظیر؛ پیوتروسکی و رولستون (۲۰۰۴)، براکمن و یان (۲۰۰۹)، فن، هو و جیانگ (۲۰۱۲)، و پن و ژو (۲۰۱۵) داشته است. این موضوع نشان دهنده این است که بازار سهام چین یک بازار کارا و کاملاً شفاف بوده و اطلاعات به موقع در قیمت سهام ترکیب می‌شوند. اما بازار سهام ایران به دلیل ناکارایی، تمرکز مالکیت بالا و شفافیت ناکافی در ارائه اطلاعات شرکت‌ها، عدم ارائه به موقع اخبار خوب و بد به بازار و عدم اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات موجود بازار، اطلاعات خاص شرکت‌ها به درستی در قیمت سهام منعکس نمی‌شود، در نتیجه انجام معاملات بلوکی سبب افزایش همزمانی قیمت سهام می‌شود.

همچنین، فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که پوشش رسانه‌ای تأثیر منفی و معنی‌داری بر رابطه بین معاملات بلوکی و همزمانی قیمت سهام دارد. برخی از پژوهشگران پیشین معتقدند اگر رویدادهای خاص شرکت که توسط رسانه‌ها منتشر می‌شود به طبقه وسیع‌تری از سرمایه‌گذاران نرسد، یا حتی بطور تحریف‌شده‌ای گزارش شود در آن صورت پوشش رسانه‌ای ممکن است به افزایش همزمانی قیمت سهام منجر شود، یا حتی تأثیری بر آن نداشته باشد (برای مثال؛ آهن و سوسیورا، ۲۰۱۴). منگ معتقد است تأثیر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام هنگامی تقویت می‌شود که شرکت‌ها از پوشش رسانه‌ای ضعیفی برخوردار باشند (منگ و همکاران، ۲۰۲۰). فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که پوشش رسانه‌ای تأثیر منفی و معنی‌داری بر رابطه بین معاملات بلوکی و همزمانی قیمت سهام دارد. تأثیر منفی پوشش رسانه‌ای به عنوان متغیر تعدیل‌گر نشان می‌دهد که افزایش پوشش رسانه‌ای ممکن است موجب کاهش همزمانی قیمت‌ها در پاسخ به معاملات بلوکی شود. این بدان معنی است که رسانه‌ها می‌توانند به عنوان عاملی در کاهش اثرات منفی ناشی از معاملات بلوکی عمل کنند و به شفافیت بازار کمک کنند. با توجه به پژوهش سید نژاد فهیم و اقدامی (۱۴۰۱)، پوشش رسانه‌ای نمی‌تواند اطلاعات خاص شرکت را به شکل مناسب به بازار منتقل نماید. به عبارتی اطلاعات مخابره شده از سوی شرکت‌ها دستکاری شده است و یا حداقل باور عموم بر این است که این اطلاعات مناسب و کافی نمی‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که اگر رویدادهای خاص شرکت که توسط رسانه‌ها منتشر می‌شوند به طبقه وسیع‌تری از سهامداران نرسد، یا حتی بدتر از آن، رسانه‌ها اخبار مغرضانه و تحریف‌شده‌ای را گزارش کنند، در این شرایط رسانه‌ها محیط‌های اطلاعاتی شرکت‌ها را بهبود نمی‌بخشند یا نظارت خارجی موثری را ارائه نمی‌دهند. در نتیجه، در چنین محیط‌هایی، پوشش رسانه‌ای بیشتر ممکن است مانع از گنجاندن اطلاعات خاص شرکت در قیمت‌های سهام شود و در نتیجه منجر به همزمانی بالاتر قیمت سهام شود (لام دنگ، ۲۰۲۰). بطور کلی نتیجه می‌شود اگر رسانه‌ها به معاملات بلوکی توجه کنند یا آن‌ها را پوشش دهند، این موضوع می‌تواند موجب کاهش همزمانی قیمت‌ها شود. به طور کلی، این یافته‌ها نشان‌دهنده این است که پوشش مناسب رخدادهای داخل شرکت توسط رسانه‌ها می‌تواند به عنوان یک عامل تأثیرگذار در این رابطه عمل کنند.

به دلیل عدم شفافیت، تمرکز مالکیت بالا، عدم ارائه به موقع اخبار و اطلاعات مربوط به شرکت‌ها و اطلاع‌رسانی اندک مدیران پیشنهاد می‌شود تا سازمان بورس اوراق بهادار از طریق برقرار کردن سیاست‌های کنترلی و نظم بخشیدن به نحوه و زمان‌بندی ارائه اطلاعات به طور کامل نسبت به برخی از اطلاعات خاص شرکت‌ها آگاه‌تر باشند و با انتشار به موقع آن منجر به افزایش کارایی بازار سرمایه شوند زیرا، سرمایه‌گذاران بسیاری از طرح‌های حمایت‌کننده استقبال کرده و میزان سرمایه‌گذاری خود در بورس را افزایش می‌دهند که این موضوع می‌تواند مزایای بسیاری برای اقتصاد کشور فراهم کند. همچنین، توصیه می‌شود تا سرمایه‌گذاران نسبت به پرتفوی و نحوه اعمال ریسک دقت بیشتری کرده زیرا برخی از اطلاعات شرکت‌ها در بازار همانند معاملات بلوکی می‌توانند منجر به افزایش قیمت سهم شده و در نتیجه در صورت آگاهی از چنین معاملاتی، آنان بتوانند سود بیشتری را از بازار سرمایه کسب کنند. لذا با توجه به نتایج به دست آمده پیشنهاد می‌شود که نقش اخبار مرتبط با صنعت، تقسیم سود، تغییرات در مدیریت، زمان معامله و نقش معامله‌گران آگاه در اثر معاملات بلوکی بر همزمانی قیمت سهام در پژوهش‌های آتی مورد بررسی قرار گیرد. در پژوهش حاضر جهت بررسی موضوع از شرایط خاصی جهت منظور کردن شرکت‌ها برای بررسی استفاده شده است. لذا در تعمیم نتایج به سایر شرکت‌ها باید جانب احتیاط به عمل آید. این یافته‌ها می‌تواند درک جدیدی از پیامد معاملات بلوکی در بازار سرمایه نوظهور ایران به پژوهش‌گران و سیاست‌گذاران ارائه دهد و امکان بررسی سایر پیامدها مثل عدم تقارن اطلاعاتی یا هزینه سرمایه شرکت‌ها برای ذی‌نفعان فراهم آورد.

### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.



## References

- Agarwalla, k; & Pandey, A. (2010). Price Impact of Block Trades and Price Behavior Surrounding Block Trades in Indian Capital Market. *Working Paper*.
- Ahern, K; & Sosyura, D. (2014). Who Writes the News? Corporate Press Releases during Merger Negotiations. *Journal of Finance*, 69(1), 241-291.
- Ahmadpour, A; & Nasiry, M. (2016). Surveying Price impact of block trades in the Iran stock market. *Financial Research Journal*, 18(1), 23-38. (In Persian).
- 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.
- Alzahrani, A. A; Gregoriou, A; & Hudson, R. (2013). Price Impact of Block Trades in the Saudi Stock Market. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 23, 322-341.
- 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: 277-297.
- Bahraini, A; AkbarianFard, M; & Khushnoud, M. (2024). Designing a Model for Predicting Valuation of Block Trade Transactions with a Focus on GRU Artificial Neural Network in the Industry. *Journal of Financial management strategy*, 12(2), 249-274. (In Persian).
- Barzegar, Gh; & Faghih; M. (2023). Financial Report Readability and Stock Price Synchronicity: The Moderator Role of CEO Media Exposure. *Empirical studies in financial accounting*, 20(78), 117-153. (In Persian).
- Bian, j; Wang, J; & Zhang, G. (2012). Chinese block transactions and the market reaction. *China Economic Review*, 23, 181-189.
- Baldaufm, M; Frei, Ch; & Mollner, J. (2024). Block trade contracting. *Journal of Financial Economics*, 160, October 2024, 103901.
- Brockman. P; Chung. D; & Yan, X. (2009). Block Ownership, Trading Activity, and Market Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44 (6), 1403–1426.
- Bushee. B; Core. J; Guay. W; & Hamm. S. (2010). The Role of the Business Press as an Information Intermediary. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48(1), 1-19
- Camilleri, S. J; & Green, C. J. (2014). Stock market predictability: Non-synchronous trading or inefficient markets? Evidence from the national stock exchange of India. *Studies in Economics and Finance*, 31 (4), 354 - 370.
- Chan, K; Hameed, A; & Kang, W. (2013). Stock price synchronicity and liquidity. *Journal of Financial Markets*, 16, 414-438
- Chen, j; & Chen, d. (2005). The Effect of block trades on share price: Australian Evidence. *The International Journal of Finance*, 17(4), 3788-3805.
- Chen, T; Harford, J; & Lin. C. (2015). Do analysts matter for governance? Evidence from natural experiments. *Journal of Financial Economics*, 115, 383–410.
- Dang, T; Dang, M; Hoang, L; & Nguyen, L. (2020). Media coverage and stock price synchronicity. *International Review of Financial Analysis*, Volume 67, January 2020.

Durnev, A; Morck, B; Yeunge, P. Z. (2003). Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing? *Journal of Accounting Research*, 41(5), 797-836.

Ekanayake, E. M; Mukherjee, A; & Veeramacheni, B. (2010). Trade blocks and the gravity model: A study of economic integration among Asian developing countries. *Journal of Economic Integration*, 25(4), 627-643.

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.

Fama, F.E. (1965). The behavior of stock-market prices. *Journal of Business*, 38, 34-105.

Fan, L; Hu, B; & Jiang, C. (2012). Pricing and information content of block trades on the Shanghai Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal*, 20, 378-397.

Ferreira, M; & Laux, P. A. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *Journal of Finance*, 62, 951-989.

Frino, A; Jarnecic, E; & Lepone, A. (2007). The determinants of the price impact of block trades: further evidence. *Abacus*, 43 (1), 94-106.

Hajebrahimi, M; ShafieBafty, H; & ShafieBafty, A. (2023). Investigating the Effect of Investor Heterogeneity on the Concurrence of Stock Prices and Stock Returns. *Journal of Financial management strategy*, 11(3), 219-236. (In Persian).

Huang, C; Huang, H; & ChengHo, K. (2024). Media coverage and stock liquidity: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*. 89(1), 665-682

Hutton, A.P; Marcus, A.J; & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports,  $R^2$ , and crash risk. *Journal of financial Economics*, 94, 67-86.

Gan, X; Hu, P. (2023). Managerial ability and stock price synchronicity. *Finance Research Letters*, 56, 104124.

Gassen, J; Skaife, H; & Veenman, D. (2017). Illiquidity and the measurement of stock price synchronicity. *Contemporary Accounting Research*, 37(1), 419-456.

Gul, F. A; Kim, J; & Qiu, A.A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China. *Journal of Financial Economics*, 95, 425-442.

Ibikunle, G; Gregoriou, A; & Pandit, N. R. (2016). Price impact of block trades: the curious case of downstairs trading in the EU emissions futures market. *The European Journal of Finance, Taylor & Francis*, 22(2), 120-142.

Jin, L; & Myers, S.C, (2006), R2 around the World: New Theory and New Tests, *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292.

Keim, D; & Madhavan, A. (1996). The upstairs market for large-block transactions: Analysis and measurement of price effects. *Review of Financial Studies*, 9, 1-36.

Kelly, P. J. (2014). Information Efficiency and Firm-Specific Return Variation. *Quarterly Journal of Finance*, 04, 1450018.

Kita, K; 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*. 19(2), 237-272

Kraus, A; & Stoll, H. R. (1972). Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange. *Journal of Finance*. 27, 569-588.



Kurek, B. (2014). The Information Content of Equity Block Trades on the Warsaw Stock Exchange: Conventional and Bootstrap Approaches. *Forecasting Financial Markets*, 33(6), 433-454.

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.

Liu, J. (2020). *The Impacts of Dark Trading and Block Trading on Firm Valuation and Default Risk*. Doctoral dissertation, Victoria, Australia.

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.

Mehrabanpour, M; Tehrani, R; & Jamshidi, H. (2019). Analyzing the Role of Block Trade in Generating Abnormal Returns and Impact in Idiosyncratic Volatility in Tehran Stock Exchange. *Journal of asset management and financing*, 8, 1-22. (In Persian).

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.

Morck, R; Yeung, B; Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?. *Journal of Financial Economics*, 58, 215-260.

Nahhal, B. (2023). Effect of Block Trading on the Moroccan Stock Exchange. *African Development Finance Journal*, 5, 33-52.

Nezhadfahim, S; Eghdami, E. (2022). Investigating the Effect of Media Coverage on Stock Price Synchronization Considering the Moderating Role of Corporate Governance and Information Transparency. *Journal of applied research in financial reporting*, 11(2), 363-386. (In Persian).

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.

Pan, N; & Zhu, H. (2015). Block trading, information asymmetry, and the informativeness of trading: Evidence from Chinese security markets. *China Financial Review*, 5, 215-235.

Polat, A. (2018). Banking Sector Stock Price Synchronicity and Relationships between Returns of Stock Market Index in Turkey: Borsa Istanbul Evidence. *SSRG International Journal of Economics Management Studies*, 5 (12), 38, 42.

Piotroski, D; & Roulstone, B.T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The Account Review*, 79, 1119-1151.

Roll, R, (1988).  $R^2$ . *Journal of Finance*, Vol. 43(3), 541-566.

Sehgal, S; Gupta, P; & Deisting, F. (2017). Assessing time-varying stock market integration in Economic and Monetary Union for normal and crisis periods. *The European Journal of Finance*, 23(11), 1025-1058.

Shekarkhah, J; Asiaie, M; & Mahmoud, M. (2023). The Relationship between Economic Uncertainty and Synchronization of Stock Returns in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Securities Exchange*, 16, 225-252. (In Persian).

Sun a, 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.

Tetlock, P.C. (2010). Does public financial news resolve asymmetric information? *Review of Financial Studies*, 23, 3520-3557.

Volchkova, N; & Dyck, A; & Zingales, L. (2010). The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia. *The Journal of Finance*, 63(3), 1093-1135.

Yu, M; Kyung, H; Tsang, A. (2024). Media coverage and price reactions to earnings news. *China Journal of Accounting Research*, 17(1), 100379.

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.