



## Investigating the Effect of Block Trading Mechanisms on Stock Liquidity in the Listed Companies on the Tehran Stock Exchange

Mehrab Nasiri\*  
Hossein Fakhari\*\*  
Esfandiyar Malekian \*\*\*

### Abstract

**Introduction:** Block trades, as a significant event in the capital market due to the large volume of transferred shares and their potential to influence price and liquidity, are consistently under the scrutiny of financial analysts. These transactions can bring implications for market efficiency and information transparency through the transfer of information and changes in corporate ownership structures. 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 investigates the effect of block trades on stock liquidity, emphasizing the mediating role of media coverage in the Tehran Stock Exchange (TSE).

**Method:** In terms of objective, the present research is categorized as applied, as the resulting findings can serve as a basis for decision-making by managers, policymakers, and capital market investors. In terms of data type and execution process, this research adopts a quantitative approach with an ex-post-facto nature. The data comprises information on all companies listed on the TSE from 2014 to 2022 (1393 to 1401 solar calendar) that have executed at least one block trade. After applying a systematic exclusion method, 100 companies with a total of 11,237 block trades were selected as the final sample. Data analysis was performed using descriptive and inferential statistics, employing the Generalized Method of Moments (GMM). The utilized tools include Rahavard Novin and Excel software

Received; 24 August 2025

Accepted; 3 December 2025

\* Ph.D. of accounting, Department of Accounting, Faculty of Economic Sciences, Mazandaran University, Babolsar, Iran

\*\*Professor, Department of Accounting, Faculty of Economic Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran (Corresponding Author). Email: h.fakhari@umz.ac.ir

\*\*\* Professor, Department of Accounting, Faculty of Economic Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran

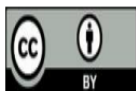
for data extraction and variable calculation, and Stata for hypothesis testing and results analysis.

**Results and Discussion:** This study examined the effect of block trades on stock liquidity in the TSE, considering the moderating role of media coverage. The main findings indicate that block trades have a positive and significant impact on the long-term stock liquidity, contributing to increased market efficiency. This is facilitated by the exit of large volumes of shares without causing a price shock. Furthermore, media coverage plays a positive and significant moderating role in this relationship. This means that active media coverage strengthens the positive effect of block trades on liquidity by reducing information asymmetry. The final conclusion rests on the principle that information disclosure mechanisms, such as media coverage, play a vital role in optimizing the benefits of block trades for the Iranian capital market.

**Conclusion** Generally, regarding the level and trend of block trades in Iran, it can be stated that the Iranian stock market, unlike other markets, faces challenges due to issues such as inefficiency, high ownership concentration, and a lack of transparency in information disclosure. The untimely announcement of positive and negative news, coupled with investors' mistrust in existing information, prevents the informational content of block trades from being properly reflected in stock prices. This situation leads to increased access to private information for informed investors, consequently intensifying information asymmetry between informed and uninformed investors. Moreover, the complementarity between the regular and block markets helps reduce stock liquidity shocks and, in turn, lowers the risk associated with these stocks. Companies with active block markets possess higher liquidity and experience a greater trading volume compared to the regular market. Improved liquidity following block trades aids in enhancing market efficiency. In the second part of the research, the conclusion suggests that media coverage has a positive effect on the relationship between block trades and stock liquidity. Companies with active media coverage that disclose the information and objectives of block trades in a timely manner are able to attract new buyers, thereby influencing stock liquidity<sup>1</sup>.

**Keywords:** Block trading, stock liquidity, media coverage, Stock valuation and Iranian stock market

**How to Cite:** Nasiry, M. , Fakhari, H. and Malekian Kalehbasti, E. (2025). *Investigating the Effect of Block Trading Mechanisms on Stock Liquidity in the Listed Companies on the Tehran Stock Exchange. Financial Management Perspective, 15(3), 101-120. doi: 10.48308/jfmp.2025.241679.1532 (In Persian).*



**Copyright:** © 2025 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

چشم انداز مدیریت مالی، ۱۴۰۴، دوره ۱۵، شماره ۳، صص ۱۰۱-۱۲۰، DOI: [10.48308/jfmp.2025.241679.1532](https://doi.org/10.48308/jfmp.2025.241679.1532)

نوع مقاله: پژوهشی

## بررسی اثر سازوکارهای معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهتاب نصیری\*

حسین فخاری\*\*

اسفندیار ملکیان\*\*\*

### چکیده

**هدف:** معاملات بلوکی به‌عنوان یکی از رویدادهای مهم بازار سرمایه، به سبب حجم بالای سهام منتقل شده و توان بالقوه در تأثیرگذاری بر قیمت و نقدشوندگی، همواره مورد توجه تحلیل‌گران مالی قرار دارند. این معاملات می‌توانند با انتقال اطلاعات و تغییر در ساختار مالکیت شرکت‌ها، پیامدهایی برای کارایی بازار و شفافیت اطلاعاتی به همراه داشته باشند. از سوی دیگر، پوشش رسانه‌ای با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران، نقشی تعدیل‌کننده در این فرایند ایفا می‌کند. بر این اساس، پژوهش حاضر به بررسی اثر معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام با تأکید بر نقش میانجی پوشش رسانه‌ای در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

**روش:** از منظر هدف، پژوهش حاضر در زمره مطالعات کاربردی قرار می‌گیرد، زیرا نتایج حاصل می‌تواند مبنایی برای تصمیم‌گیری مدیران، سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران بازار سرمایه باشد. از نظر نوع داده و فرآیند اجرا، این تحقیق دارای رویکرد کمی و ماهیت پس‌رویدادی است. داده‌های پژوهش شامل اطلاعات کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ است که حداقل یک معامله بلوکی انجام داده‌اند. پس از اعمال روش حذف

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۶/۰۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۱۲

\* دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

\*\* استاد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران (نویسنده مسئول) E-Mail: h.fakhari@umz.ac.ir

\*\*\* استاد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

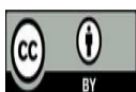
سیستماتیک، ۱۰۰ شرکت با مجموع ۱۱۳۳۷ معامله بلوکی به‌عنوان نمونه نهایی انتخاب شدند. تحلیل داده‌ها با استفاده از آمار توصیفی و استنباطی و به‌کارگیری روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) انجام گرفته است. ابزارهای مورد استفاده شامل نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و اکسل برای استخراج و محاسبه متغیرها و Stata برای آزمون فرضیه‌ها و تحلیل نتایج است.

**یافته‌ها:** این پژوهش اثر معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام در بورس تهران را با نقش تعدیل‌گر پوشش رسانه‌ای بررسی کرد. یافته‌های اصلی نشان می‌دهد که معاملات بلوکی تأثیر مثبت و معناداری بر نقدشوندگی بلندمدت سهام دارند و به افزایش کارایی بازار کمک می‌کنند؛ این امر با خروج حجم‌های بزرگ سهام بدون ایجاد شوک قیمتی ممکن می‌شود. همچنین، پوشش رسانه‌ای نقش تعدیل‌کننده مثبت و معناداری در این رابطه ایفا می‌کند. این بدان معناست که پوشش خبری فعال، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، اثر مثبت معاملات بلوکی بر نقدشوندگی را تقویت می‌نماید. نتیجه‌گیری نهایی بر این اصل استوار است که سازوکارهای شفاف‌سازی اطلاعاتی، مانند پوشش رسانه‌ای، نقش حیاتی در بهینه‌سازی مزایای معاملات بلوکی برای بازار سرمایه ایران دارند.

**نتیجه‌گیری:** در ارتباط با سطح معاملات بلوکی در ایران و روندهای آن، به‌طور کلی می‌توان بیان کرد که بازار سهام ایران، برخلاف سایر کشورها، به دلیل مشکلاتی نظیر ناکارایی، تمرکز بالای مالکیت، و کمبود شفافیت در ارائه اطلاعات، با چالش‌هایی مواجه است. عدم اعلام به‌موقع اخبار مثبت و منفی و عدم اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات موجود، باعث می‌شود که محتوای اطلاعاتی معاملات بلوکی به‌خوبی در قیمت سهام منعکس نشود. این وضعیت موجب افزایش دسترسی به اطلاعات خصوصی برای سرمایه‌گذاران آگاه می‌شود و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه شدت می‌گیرد. همچنین، هم‌افزایی بازارهای عادی و بلوکی به کاهش شوک‌های نقدشوندگی و کاهش ریسک این سهام کمک می‌کند. شرکت‌هایی که دارای بازار بلوکی فعالی هستند، نقدشوندگی بالاتری دارند و حجم معاملات آن‌ها در مقایسه با بازار عادی بیشتر است. بهبود نقدشوندگی پس از معاملات بلوکی به افزایش کارایی بازار کمک می‌کند. در بخش دوم پژوهش، نتیجه‌گیری حاکی از آن است که پوشش رسانه‌ای تأثیر مثبتی بر رابطه میان معاملات بلوکی و نقدشوندگی سهام دارد. شرکت‌هایی که پوشش رسانه‌ای فعالی دارند و به‌موقع اطلاعات و اهداف معاملات بلوکی را افشا می‌کنند، قادرند خریداران جدیدی را جذب کنند و به این ترتیب، نقدشوندگی سهام را تحت تأثیر قرار دهند<sup>۱</sup>.

**کلیدواژه‌ها:** معاملات بلوکی؛ نقدشوندگی سهام؛ پوشش رسانه‌ای؛ ارزش‌گذاری سهام؛ بازار سهام ایران

**استناد دهی:** نصیری، مهرباب، فخاری، حسین و ملکیان کله‌بستی، اسفندیار. (۱۴۰۴). بررسی اثر سازوکارهای معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم‌انداز مدیریت مالی، ۱۵(۳)، ۱۰۱-۱۲۰.



## ۱. مقدمه

معاملات بلوکی، معاملاتی هستند که به دلیل حجم زیاد و تأثیر زیاد آنها بر بازار سهام، توجه سهامداران را به خود جلب می‌کنند [۱۰]. معاملات بلوکی نشانه‌های مهمی برای سهامداران در بازار سرمایه به همراه دارند و بطور مستقیم با ارزش‌گذاری سهام شرکت در ارتباط هستند. این معاملات خارج از تابلوی اصلی معاملات عادی انجام می‌گیرند و شامل معامله حجم زیادی از سهام شرکت بوده که به صورت قیمت توافقی انجام می‌پذیرند [۲۲]. به‌گونه‌ای که این معاملات سبب دو اصطکاک مهم تأثیر قیمتی و تضاد نمایندگی در بازار می‌شوند [۷]. پیامدهای قیمتی معاملات بلوکی بر نقدشوندگی بازار سهام کانون توجه تحقیقات مالی بوده است. نقدشوندگی بازار به عنوان توانایی بازار برای جذب حجم بالایی از معاملات در کوتاه‌ترین زمان ممکن و بدون ایجاد تغییرات قیمتی معنادار تعریف می‌شود؛ از این رو، تأثیر معاملات بلوکی بر این متغیر، یکی از پیامدهای کلیدی مورد واکاوی توسط پژوهشگران بازار سرمایه است. اهمیت این مطالعه با توجه به نقش فزاینده سرمایه‌گذاران نهادی، که غالباً طرفدار معاملات بلوکی هستند، در بازار سرمایه ایران، دوچندان می‌شود. ادبیات نظری بیانگر آن است که پیامد نقدشوندگی به انگیزه اصلی معامله بستگی دارد: اگر انگیزه معامله مبتنی بر اطلاعات خصوصی باشد، انتظار می‌رود شاهد تغییرات دائمی در اختلاف قیمت پیشنهادی پیش و پس از معامله باشیم. در مقابل، اگر انگیزه صرفاً رفع نیاز نقدشوندگی باشد، تغییرات در اسپرد قیمت موقتی خواهد بود. به‌علاوه، شواهد نشان می‌دهد که پیش از اجرای معاملات بلوکی، اگر نقدشوندگی بازار عادی پایین باشد، اعلام چنین معاملاتی می‌تواند محرکی برای افزایش معاملات در بازار ثانویه و بهبود نقدشوندگی باشد. با این حال، نفوذ اطلاعات ناشی از معاملات بلوکی خارج از بورس به بازار عادی می‌تواند منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، گسترش اختلاف قیمت پیشنهادی شود [۲۳].

با توجه به این سازوکار اثرگذاری و رشد پایدار فعالیت سهامداران نهادی در ایران، انتظار می‌رود معاملات بلوکی سبب تغییراتی در نقدشوندگی و نوسانات قیمتی سهم شوند. در نتیجه، مطالعه‌ای که اثر کمی این معاملات بزرگ را بر نقدشوندگی اندازه‌گیری کند، می‌تواند شواهد تجربی مستقیمی برای استنتاج در مورد سطح کارایی بازار فراهم آورد؛ از سوی دیگر، در اقتصادهای نوظهور، نقش واسطه‌ای رسانه‌ها در بازار سرمایه و تأثیر آنها بر نقدشوندگی سهام مورد تأکید است [۱۲]. پوشش رسانه‌ای با جلب توجه سرمایه‌گذاران و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت و فعالان بازار (و نیز در میان سرمایه‌گذاران)، محیط اطلاعاتی را شفاف‌تر کرده و انتخاب‌های نامطلوب سرمایه‌گذاران را محدود می‌سازد، که این امر به بهبود نقدشوندگی می‌انجامد [۴۰، ۱۹]. این فرآیند از طریق کشف و انتشار اطلاعات جدید درباره شرکت‌ها صورت می‌گیرد؛ لذا شرکت‌هایی که پوشش رسانه‌ای بیشتری دارند، انتظار می‌رود سهام نقدشونده‌تری داشته باشند. با این وجود، این امکان وجود دارد که پوشش رسانه‌ای در بهبود محیط اطلاعاتی شرکت بی‌اثر بوده و تأثیر معناداری بر نقدشوندگی نداشته باشد [۲۰].

با این حال، از آنجایی که گزارش‌های رسانه‌ای و پوشش تحلیل‌گران محیط اطلاعاتی را از طریق تولید، تجمیع و انتشار اطلاعات خاص شرکت بهبود می‌بخشند، نقش معاملات بلوکی در تثبیت اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام، به ویژه زمانی که سازوکارهای جایگزین تولید اطلاعات ضعیف عمل می‌کنند، اهمیت می‌یابد [۱۲]. بازار سرمایه ایران با توجه به ویژگی‌های ساختاری و نهادی خود، شباهت‌های فراوانی به بازارهای نوظهور دارد؛ بازارهایی که در آن‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی پایین‌تر از بازارهای توسعه‌یافته است [۱۲]. معاملات بلوکی، به عنوان ابزاری برای انتقال حجم بالای سهام، از یک سو توسط سرمایه‌گذاران نهادی استفاده شده و از سوی دیگر، تأثیر بسزایی بر کشف قیمت و ساختار نقدشوندگی بازار عادی می‌گذارد [۲۳، ۹]. در حالی که ادبیات نظری بر نقش حیاتی شفافیت اطلاعاتی (که رسانه‌ها در تأمین آن نقش دارند) در بهبود نقدشوندگی تأکید می‌کنند [۱۹، ۴۰]، نقش دقیق معاملات بلوکی در تثبیت این اطلاعات در قیمت سهام در محیطی با منابع تولید اطلاعات جایگزین محدود، کمتر مورد بررسی قرار گرفته است [۱۲]. همچنین، با توجه به افزایش چشمگیر حجم معاملات بلوکی در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اخیر، و کمبود پژوهش‌های کمی متمرکز که اثر این معاملات بر نقدشوندگی را به طور خاص در ایران و با در نظر گرفتن نقش واسطه‌ای اطلاعات (رسانه‌ها) ارزیابی کرده باشند، یک شکاف تحقیقاتی آشکار احساس می‌شود.

لذا، مسئله اصلی این پژوهش عبارت است از: «معاملات بلوکی چه تأثیری بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار دارند و این تأثیر تا چه حد با سطح پوشش رسانه‌ای و عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط است؟» پاسخ به این مسئله، به سیاست‌گذاران کمک می‌کند تا درک بهتری از کارایی بازار در مواجهه با جریان‌های بزرگ سرمایه نهادی به دست آورند و در صورت لزوم، راهکارهایی برای مدیریت نقدشوندگی پس از اجرای معاملات بزرگ ارائه دهند.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

**معاملات بلوکی و نقدشوندگی سهام:** با گسترش بازارهای سرمایه در سطح جهان، معاملات بلوکی به شیوه‌ای رایج تبدیل شده و سهم قابل توجهی از حجم کل معاملات سهام را به خود اختصاص داده‌اند. این معاملات را می‌توان بر اساس رابطه قیمت معامله با قیمت پایانی روز قبل به سه دسته تقسیم کرد: معامله بلوکی با صرف (قیمت بالاتر از قیمت پایانی)، معامله بلوکی با تخفیف (قیمت پایین‌تر از قیمت پایانی)، و معامله بلوکی با صرف صفر (قیمت مساوی با قیمت پایانی) [۲۴]. نخستین تحقیقات پیرامون معاملات بلوکی توسط جمیل (۱۹۹۶) انجام شد که بر پیامدهای این معاملات و انطباق آن‌ها با تئوری‌های بازار متمرکز بود. بر اساس تئوری اطلاعات، این معاملات اغلب حامل اطلاعات خصوصی نامتقارن هستند که می‌تواند به تغییر قیمت سهام منجر شود [۳۷]. همچنین، زمانی که معاملات بلوکی حاوی اطلاعات جدیدی باشند، این امر موجب تغییر در انتظارات سرمایه‌گذاران خواهد شد [۲۹]. نقدشوندگی به عنوان یک اصل استراتژیک برای اجرای بهینه معاملات در نظر گرفته می‌شود. در این راستا، توسعه ابزارهای پیشرفته‌ای که بتوانند به طور مؤثر نقدشوندگی را از طریق معاملات بلوکی جذب کنند، می‌تواند تأثیر نوسانات قیمتی بر تجربه کلی معامله‌گران را به حداقل برساند. تحلیل‌های مقطعی ساده از روابط بین معاملات بلوکی و نقدشوندگی، ممکن است از درک اثرات پویا و متغیر این دو در طول زمان بازدارند. به عنوان مثال، حتی سهامی که دارای فعالیت بلوکی بالایی هستند، ممکن است در روزهایی که نقدشوندگی بازار اصلی پایین است، شاهد ترجیح سرمایه‌گذاران برای استفاده از بازار بلوکی باشند. این پدیده می‌تواند نمونه‌ای از اثر جایگزینی بین دو بازار باشد؛ به این معنی که سرمایه‌گذاران صرفاً به محلی روی می‌آورند که هزینه‌های معاملاتی آن‌ها کمتر باشد [۲۵]. علاوه بر این، معاملات بلوکی انجام شده توسط سهامداران بزرگ می‌تواند فراتر از صرفاً تبادل سهم باشد؛ این معاملات ممکن است از طریق تهدید بالقوه به فروش و تأثیر منفی بر قیمت، بر تصمیمات مدیریتی شرکت اعمال نفوذ کنند.

همچنین، ساختار مالکیت و محدودیت‌های اعمال شده بر سهام نیز در این میان حائز اهمیت است. حضور یک سهامدار عمده که پتانسیل معامله بر اساس اطلاعات خصوصی را دارد، می‌تواند در عمل به نظم‌بخشی به فرآیندهای مدیریتی و بهبود افشای اطلاعات کمک کرده و در نتیجه، نقدشوندگی سهام را ارتقا دهد [۱۳].

مدل‌های نظری ریزساختار بازار همچنین به محتوای اطلاعاتی بالقوه معاملات بلوکی برای توضیح حرکات قیمت‌ها و تغییرات در نقدشوندگی اشاره می‌کنند. از آنجایی که هدف معامله‌گران آگاه، به حداکثر رساندن سود مورد انتظارشان است، آن‌ها انگیزه دارند که برای کسب سود از اطلاعات خصوصی خود، معاملات بزرگی انجام دهند. در نتیجه، حجم معاملات باعث ایجاد مشکل انتخاب نامطلوب می‌شود که منجر به کاهش نقدشوندگی بازار می‌شود [۱۴]. پراکندگی جریان سفارش بین بازار معاملات بلوکی، تأثیر منفی بر نقدشوندگی در بازار اصلی ندارد. برعکس، سهامی که بازار بلوکی فعال دارند، حتی پس از کنترل عوامل تعیین‌کننده شناخته‌شده نقدشوندگی، نقدشوندگی بالاتری دارند. یافته‌های پژوهشگران نشان می‌دهد که یک بازار بلوکی فعال، سطح نقدشوندگی را افزایش می‌دهد. این بدان معناست که تکه‌تکه شدن جریان سفارش، بازار اصلی را با هدایت سفارش‌های ناآگاهانه به بازار بلوکی، از بین نمی‌برد. به‌طور کلی بازار بلوکی و اصلی به عنوان مکمل یکدیگر عمل می‌کنند و نمی‌توانند جایگزین یکدیگر باشند [۲۵]. مدل نظری سپی (۱۹۹۰) نشان می‌دهد که کارگزاران بلوکی می‌توانند بین معامله‌گران آگاه و ناآگاه تمایز قائل شوند. به عبارتی مطابق با دیدگاه او یک معامله‌گر بلوکی می‌تواند به عنوان یک معامله‌گر با انگیزه نقدشوندگی و نه با انگیزه اطلاعات، باشد [۳۴]. همچنین، گراسمن (۱۹۹۲) بیان می‌کند که سفارشات بلوکی راهی برای بهره‌برداری از نقدشوندگی ابراز نشده هستند. این بدان معناست که معاملات بلوکی باید ارزان‌تر از معاملات بزرگ بازار اصلی باشند. در حالی که این نظریه‌ها برای درک رفتار کارگزاران و معامله‌گران بلوکی مهم هستند، اما پاسخ قطعی را در خصوص چگونگی تأثیر بازار بلوکی بر نقدشوندگی بازار اصلی ارائه نمی‌کنند [۱۳].

گوتاردو و مورگیا<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) در مطالعه‌ای از بازار سهام ایتالیا، اثرات قیمتی معاملات بلوکی بزرگ را با استفاده از داده‌های معاملات به صورت روزانه در یک دوره نمونه ۵ ساله بررسی کردند. آن‌ها با استفاده از مطالعه‌ی رویدادی، دریافتند که معاملات بلوکی بزرگ در بورس ایتالیا هزینه‌های نقدشوندگی بالایی را متحمل می‌شوند [۱۷]. همچنین اندازه‌گیری اثر قیمتی معاملات بلوکی که توسط کیم و مدهاوان (۱۹۹۶) با استفاده از داده‌های منحصر به فرد برای ۵۶۲۵ معامله سهام در بازه ۱۹۸۵-۱۹۹۲ انجام شد. به ارائه مدلی از این معاملات در بازار توسعه یافته منجر شد آنها دریافتند که تحرکات قیمت قبل از تاریخ معامله به میزان قابل توجهی با اندازه معامله رابطه مثبتی دارد. علاوه بر این اثر قیمتی موقت یا اثر نقدشوندگی، تابعی از اندازه سفارش است که ممکن است ناشی از واسطه‌گری بازارهای توسعه یافته باشد. هم چنین اثرات قیمتی برای معاملات آغاز شده توسط خریدار و فروشنده نامتقارن می‌باشد. علاوه بر این نتایج مطالعه منگ و همکاران نشان می‌دهد که فعالیت‌های معاملات بلوکی در اقتصادهای نوظهور می‌تواند نقدشوندگی را افزایش دهد، که عامل مهمی در رشد و توسعه بازارهای سرمایه تلقی می‌شود [۲۹]. به طور کلی ادبیات نشان می‌دهد که معاملات بلوکی با استفاده از معیارهای مختلف براساس ارزش و حجم معامله شناسایی می‌شوند و می‌تواند تأثیر مهمی بر نقد شوندهای سهام داشته باشد.

<sup>۱</sup> . Gottardo & Murgia

**معاملات بلوکی، نقدشوندگی سهام و پوشش رسانه‌ای:** همچنین ارتباط رسانه‌ها و بازارهای مالی یک موضوع حیاتی اما بحث‌برانگیز است که توجه قابل توجهی از سوی دانشگاهیان و عموم مردم در سراسر جهان را به خود جلب کرده 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 می‌توانند به عنوان یک ابزار مهم و جایگزینی برای افشای اطلاعات تلقی شده و سرمایه‌های بلااستفاده در بازار را به جریان بیاورد. پوشش رسانه‌ای همچنین می‌تواند به عنوان محرکی تلقی شود که منجر به بالارفتن اعتباردهی و شفافیت 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 [۳۳].

بهبود محیط اطلاعاتی می‌تواند انگیزه معاملاتی سرمایه‌گذاران را افزایش دهد و در نتیجه نقدشوندگی سهام را افزایش دهد [۱۹]. به این معنا، رسانه‌های خبری با ایفای نقش اساسی در بازار سرمایه، ناگزیر بر محیط اطلاعاتی تأثیر می‌گذارند. با این حال، تحقیقات در مورد نقش پوشش رسانه‌ای به اجماع نرسیده است. رسانه‌های خبری می‌توانند مستقیماً محیط اطلاعاتی را بهبود بخشند [۱۲]. همچنین می‌توانند نقش نظارتی ایفا کنند که می‌تواند به طور غیرمستقیم منجر به بهبود محیط اطلاعاتی شوند [۳۹].

پوشش رسانه‌ای می‌تواند نقدشوندگی سهام را بهبود بخشد زیرا می‌تواند محیط اطلاعاتی را بهبود بخشد و انتخاب نامطلوب سرمایه‌گذاران را کاهش دهد. تأثیر مثبت پوشش رسانه‌ای بر نقدشوندگی سهام زمانی که سهام شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران جذاب‌تر می‌شوند، ضعیف می‌شود. این نتایج نشان می‌دهد که پوشش رسانه‌ای با کاهش انتخاب نامطلوب سرمایه‌گذاران به عنوان یک کانال، بر نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت می‌گذارد [۱۹]. از آنجایی که نقدشوندگی سهام تحت تأثیر انتخاب نامطلوب قرار می‌گیرد، شرکت‌هایی که پوشش رسانه‌ای بیشتری دارند، باید سهام نقدشونده‌تری داشته باشند. علاوه بر این، با انتشار اطلاعات خاص شرکت به طیف وسیع‌تری از سرمایه‌گذاران، رسانه‌ها باعث افزایش دیده شدن شرکت‌ها در بین فعالان بازار سهام می‌شوند، که در نتیجه منجر به افزایش فعالیت‌های معاملاتی شده و به بهبود نقدشوندگی سهام کمک می‌کند. با این حال، این امکان نیز وجود دارد که پوشش رسانه‌ای برای بهبود محیط اطلاعاتی شرکت بی‌اثر باشد و بنابراین، تأثیر معناداری بر نقدشوندگی سهام نداشته باشد [۲۰]. علاوه بر این، معاملات بلوکی می‌تواند به دو دلیل، گنجاندن اطلاعات خاص شرکت در قیمت‌های سهام را تسهیل کند. ارتباطات و مذاکرات مستقیم و مؤثر از طریق پلتفرم معاملاتی بین خریداران و فروشندگان ممکن است هزینه کسب اطلاعات را کاهش داده و جریان اطلاعات خاص شرکت را به بازار بهبود بخشد.



### ۳. توسعه مفهومی فرضیه‌ها

با توجه به اینکه معاملات بلوکی سهم قابل توجهی از حجم معاملات را تشکیل می‌دهند و اغلب حامل اطلاعات مهم هستند [۲۴، ۳۷]، در حالی که برخی تحقیقات بر اثر انتخاب نامطلوب و کاهش نقدشوندگی تأکید دارند [۱۴]، شواهد قوی‌تری وجود دارد که نشان می‌دهد بازار بلوکی به عنوان مکملی برای بازار اصلی عمل کرده و با افزایش کارایی در تبادل سفارش‌ها و حتی بهبود نظارت مدیریتی [۲۵، ۱۳]، سطح نقدشوندگی سهام را ارتقا می‌دهد؛ از این رو، این پژوهش بر اساس این استدلال که بازار بلوکی فعال منجر به افزایش نقدشوندگی بازار اصلی می‌شود، فرضیه خود را این‌گونه مطرح می‌کند:

**فرضیه اول:** معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام اثر مثبت و معنی‌داری دارد.

پوشش رسانه‌ای به عنوان یک سازوکار نظارتی بیرونی، با ایفای نقش علامت‌دهی در محیط‌های اطلاعاتی مبهم، می‌تواند اعتبار شرکت را افزایش داده و ارزش آن را بهبود بخشد [۳۳]. این امر با افزایش دیده شدن شرکت و بهبود دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات خاص شرکت، می‌تواند انگیزه معاملاتی را بالا برده و نقدشوندگی را افزایش دهد [۱۹، ۲۰]، عمدتاً از طریق کانال کاهش انتخاب نامطلوب. از طرفی، معاملات بلوکی خود به تسهیل جریان اطلاعات خاص شرکت به بازار کمک می‌کنند. با ترکیب این دو عامل، انتظار می‌رود که پوشش رسانه‌ای، به عنوان یک عامل تقویتی کننده شفافیت و کاهش ابهام، اثر مثبت ذاتی معاملات بلوکی بر نقدشوندگی را تشدید کند، زیرا هر دو سازوکار (رسانه و معاملات بلوکی) در جهت بهبود محیط اطلاعاتی عمل می‌کنند؛ لذا فرضیه دوم پژوهش بصورت زیر بیان می‌شود:

**فرضیه دوم:** پوشش رسانه‌ای در اثر مثبت معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام نقش تعدیل‌کننده (مثبت) دارد.

### ۴. روش‌شناسی پژوهش

از منظر هدف، پژوهش حاضر در زمره مطالعات کاربردی دسته‌بندی می‌شود، چرا که نتایج آن می‌تواند به عنوان راهنمایی برای تصمیم‌گیری ذی‌نفعان مختلف (از جمله مدیران و سرمایه‌گذاران) مورد استفاده قرار گیرد. از نظر فرآیند اجرا، این تحقیق ماهیتی کمی-پس‌رویدادی دارد. ساختار این فصل با بحث پیرامون مکانیسم‌های معاملات بلوکی و تأثیر آن بر نقدشوندگی سهام آغاز می‌شود و سپس به تشریح روش آزمون فرضیه‌ها می‌پردازد. تحلیل و تجزیه داده‌ها بر پایه آمار توصیفی و آمار استنباطی (با استفاده از گشتاورهای تعمیم‌یافته) استوار است. ابزارهای مورد استفاده در این پژوهش شامل نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و اکسل برای گردآوری و محاسبه متغیرها و نرم‌افزار استاتا برای آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل نهایی است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی نه ساله (از سال ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱) است که حداقل یک مورد معامله بلوکی را تجربه کرده باشند. پس از اعمال روش غربالگری سیستماتیک (حذف سیستماتیک)، نهایتاً ۱۰۰ شرکت انتخاب شدند که در مجموع ۱۱,۲۳۷ مورد معامله بلوکی را به خود اختصاص داده‌اند.

مراحل غربالگری به شرح زیر بوده است:

- ۱- در دوره زمانی پژوهش حداقل یک بار معامله بلوکی انجام داده باشند.
- ۲- شرکت‌ها در طول دوره منتخب، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- ۳- شرکت‌ها در طول این ۹ سال، 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 استاتا استفاده می‌شود. در توضیح روش آنالیز داده‌ها که روش گشتاورهای تعمیم یافته است لازم به توضیح است که روش گشتاورهای تعمیم یافته تخمین زننده قدرتمندی است که بر خلاف روش حداکثر راستنمایی، نیاز به اطلاعات دقیق توزیع جملات اخلال ندارد. روش مزبور که در داده‌های تلفیقی پویا بکار گرفته می‌شود، مبتنی بر این فرض است که جملات اخلال در معادلات با مجموعه متغیرهای ابزاری غیر همبسته می‌باشد. مدل‌های اثرات ثابت یا تصادفی به لحاظ آنکه ممکن است جمله خطا با متغیرهای تاخیری، همبستگی داشته باشد، می‌تواند منجر با ارائه برآوردکننده ناسازگار و یا تورش داری شود. هنگامی که در مدل داده‌های تلفیقی، متغیر وابسته به صورت وقفه در سمت راست مدل ظاهر می‌شود، دیگر برآوردهای OLS سازگار نخواهد بود [۸]. در چنین شرایطی لازم است از روش‌های برآورد دو مرحله‌ای (SLS2) یا روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده شود. برآورد (SLS2) ممکن است به دلیل مشکل در انتخاب ابزارها، منجر به محاسبه واریانس بزرگ برای ضرایب شده و در نهایت باعث شود که برآوردها از لحاظ آماری معنادار نباشد. برای حل این مشکل روش GMM توسط آرانو و باند<sup>۱</sup> (۱۹۹۱)، پیشنهاد شد.

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 نمی‌باشد، اما به منظور تخمین مدل به وسیله‌ی این روش الزام است ابتدا متغیرهای ابزاری به کار رفته در مدل مشخص شوند. سازگاری تخمین زننده GMM به معنای بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد که می‌تواند دو آزمون تصریح شده توسط آرانو و باند (۱۹۹۱)، آزمون شود. اولی آزمون سارگان از محدودیت‌های از پیش تعیین شده‌ای است که معتبر بودن ابزارها را آزمون می‌کند. دومین آماره  $m_2$  می‌باشد که وجود همبستگی سریالی مرتبه‌ی دوم را در جملات خطای تفاضلی مرتبه‌ی اول آزمون می‌کند. عدم رد فرضیه صفر هر دو آزمون شواهدی را دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها فراهم می‌کند. اگر همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد تخمین زننده GMM سازگار است [۸].

**متغیرهای ابزاری:** برای ارائه دیدگاهی ساده در خصوص رویکرد متغیرهای ابزاری، مدل زیر را در نظر بگیرید:

$$y = \alpha + \beta x + \sum_{k=1}^n \phi z + \varepsilon$$

که در آن  $y$  متغیر وابسته،  $x$  متغیر مستقل درونزا (متغیری که با جمله باقیمانده مدل، همبستگی معناداری دارد) و  $z$  متغیرهای مستقل (یا کنترلی) برونزا (متغیرهایی که همبستگی معناداری با جمله خطا ندارند) هستند. در این شرایط، فرض کلاسیک چهارم رگرسیون خطی (که بر عدم وجود همبستگی بین متغیرهای توضیحی و جمله خطای رگرسیون تأکید دارد) رد می‌گردد. در نتیجه نتایج به‌کارگیری رویکرد حداقل مربعات معمولی در برآورد مدل دارای تورش درون‌زایی است و از قابلیت اتکای چندانی برخوردار نیست. برای استحکام نتایج با توجه به نوظهور بودن و ناکارایی بازار سرمایه ایران (مانند نمازی و شوشتریان، ۱۳۷۴) و رفع مشکل درون‌زایی، می‌توان بر اساس تئوری‌های مالی و اقتصادی و نتایج پژوهش‌های پیشین، برخی متغیرها را که در تبیین  $x$  نقش دارند (و متغیرهای ابزاری یا ابزارها نامیده می‌شوند) انتخاب و از روش GMM استفاده کرد. برای استفاده از روش GMM انتخاب متغیرهای

<sup>۱</sup>. Arellano & Bond

ابزاری مناسب بسیار مهم است. اگرچه تعیین متغیرهای ابزاری کار دشواری است، اما در این پژوهش با مرور ادبیات نقدشوندگی سهم و معاملات بلوکی، عوامل تاثیرگذار بر آن مشخص شده‌اند.

فرضیه اول: معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام اثر مثبت و معنی‌داری دارد.

برای معاملات بلوکی از سه شاخص اندازه گیری شامل دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی، نسبت معاملات بلوکی استفاده شده است. لذا فرضیه‌های اصلی تبدیل به سه فرضیه فرعی می‌شود [۲۹]:

✓ دفعات معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام اثر مثبت و معنی‌داری دارد.

✓ شاخص معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام اثر مثبت و معنی‌داری دارد.

✓ نسبت معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام اثر مثبت و معنی‌داری دارد.

$$\begin{aligned} ILLIQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ILLIQ_{i,t-1} + \beta_2 BlockNuber_{i,t} + \beta_3 BlockIndicator_{i,t} \\ & + \beta_4 BlockRatio_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 DIV_{i,t} + \beta_7 Return_{i,t} \\ & + \beta_9 Interest_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

فرضیه دوم: پوشش رسانه‌ای در اثر مثبت معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام نقش تعدیل‌کنندگی دارد.

✓ پوشش رسانه‌ای نقش تعدیل‌کنندگی در اثر مثبت دفعات معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهم دارد.

✓ پوشش رسانه‌ای نقش تعدیل‌کنندگی در اثر مثبت شاخص معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهم دارد.

✓ پوشش رسانه‌ای نقش تعدیل‌کنندگی در اثر مثبت نسبت معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهم دارد.

$$\begin{aligned} ILLIQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ILLIQ_{i,t-1} + \beta_2 BlockNuber_{i,t} + \beta_3 BlockIndicator_{i,t} + \beta_4 BlockRatio_{i,t} \\ & + \beta_5 Media_{i,t} + \beta_6 BlockNuber_{i,t} Media_{i,t} + \beta_7 BlockIndicator_{i,t} Media_{i,t} \\ & + \beta_8 BlockRatio_{i,t} Media_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} DIV_{i,t} + \beta_{11} Return_{i,t} \\ & + \beta_{12} Interest_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

**متغیرهای وابسته: نقدشوندگی سهام (LIQ):** برای محاسبه نقدشوندگی سهام از معیارهای مختلفی استفاده می‌شود. در این پژوهش از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) استفاده شده است.

$$LIQ_{i,t} = (-1) \frac{1}{D_{j,t}} \sum_{d=1}^{D_{j,t}} \frac{|R_{j,d,t}|}{V_{j,d,t}}$$

در این معادله:

LIQ: معیار نقدشوندگی سهم

D: بیانگر تعداد روزهای معامله سهم شرکت

R: بیانگر بازده سهام شرکت

V: بیانگر حجم ریالی معاملات سهام شرکت

**متغیرهای مستقل: معاملات بلوکی (Blocktrade):** در این پژوهش براساس منگ و همکاران (۲۰۲۰) اندازه‌گیری معاملات بلوکی به ۳ صورت انجام می‌شود:

<sup>۱</sup>. Amihud

- (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  $t$ .

**متغیر تعدیل گر:** مشابه با پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۹) 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 مصاحبه های مدیرعامل که درباره شرکت منتشر شده است. در این پژوهش مصاحبه های تلویزیونی یا اینترنتی، روزنامه ها، پایگاه های خبری، خبرگزاری ها و سایر رسانه ها از قبیل کانال های بورسی معتبر جمع آوری شد. به گونه ای که از پایگاه های اطلاعاتی بورس نیوز، بورس ۲۴، تارنمای شرکت ها، روزنامه های دنیای اقتصاد و دنیای بورس استفاده شده است [۱۵]. رسانه ها و تحلیلگران به عنوان واسطه های اصلی اطلاعات در بازار سرمایه عمل می کنند و می توانند به طور موثر عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام را تحت تاثیر قرار دهند [۳۸].

**متغیرهای ابزاری:** مطابق با ادبیات متغیرهایی که می تواند با معاملات بلوکی همبستگی داشته باشند و به صورت غیر مستقیم متغیرهای وابسته را نیز تحت تاثیر قرار دهند، به شرح زیر هستند:

**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. شرکت هایی که دارای نقدشوندگی بیشتری هستند هزینه سهام پایین تری خواهند داشت و کمتر وام می گیرند. مطابق با این مفهوم، مطالعات تجربی نشان می دهند که شرکت هایی که نقدشوندگی سهام بالاتری دارند با اهرم کمتری همراه هستند [۶]. اهرم مالی به پیروی از (کورکاماکا و همکاران، ۲۰۱۷) به صورت زیر محاسبه می شود:

$$\text{LEV} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی}}{\text{ارزش دفتری دارایی}}$$

**Return (میانگین بازده هفتگی سهام شرکت):** میانگین بازده هفتگی سهام از روابط چن و همکاران (۲۰۰۱) به صورت زیر محاسبه می شوند:

$$\text{Return} = \frac{\sum \text{RET}_{i,t}}{N}$$

**DIV (تقسیم سود):** نقدشوندگی بالاتر سهام ممکن است اثرات نامطلوب عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد داخلی و خارجی را کاهش دهد. چنین کاهش از عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سلب مالکیت سود انباشته را افزایش می دهد. در نتیجه، سود خالص پرداخت سود سهام با نقدشوندگی سهام افزایش می یابد. که نشان دهنده وجود رابطه مثبت بین نقدشوندگی سهام و پرداخت است. همچنین ممکن است نقدشوندگی سهام نه تنها بر سیاست تقسیم سود تاثیر

<sup>1</sup>. Korkeamaki, et al

<sup>2</sup>. Chen et al

بگذارد، بلکه تحت تأثیر آن نیز قرار گیرد. پرداخت سود سهام منجر به کاهش استفاده از تامین مالی داخلی می شود و در نتیجه منجر به کاهش هزینه های انتخاب نامطلوب می شود. بنابراین، رابطه بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود شرکت ممکن است دو طرفه باشد [۳۵]. در این پژوهش به پیروی از اگر شرکت در سال t سود تقسیم کرده باشد یک، در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می شود.

**Interest (نرخ بهره بین بانکی):** نرخ بهره به عنوان هزینه تأمین مالی برای شرکت ها عمل می کند و افزایش آن می تواند هزینه های وام گیری را بالا ببرد، که به نوبه خود ممکن است شرکت ها را به سمت انجام معاملات بلوکی سوق دهد تا از این طریق هزینه ها را کاهش دهند [۳۳]. در این پژوهش نرخ بهره به طور مستقیم از سایت بانک مرکزی استخراج شده است.

## ۵. تحلیل داده ها و یافته ها

آمار توصیفی در جدول ۱ نشان می دهد میانگین دفعات معاملات بلوکی ۱۲/۴۸۵ می باشد این بدین معنی است بطور متوسط شرکت های نمونه در طول دوره ۱۲/۴۸۵ بار معامله بلوکی انجام داده اند. از بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی ۰/۴۸۰ بوده است که بیانگر این است که به طور متوسط ۴۸٪ دارایی های شرکت های مورد بررسی از محل بدهی ها تأمین مالی شده اند. همچنین میانگین پوشش رسانه ای مدیرعامل به عنوان متغیر تعدیل گر مقدار ۰/۵۵ 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	سال/شرکت میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نقدشوندگی سهام	۹۰۰	-۰/۶۵۱	-۰/۰۰۰۰۰۲	۰/۰۲۶۳	-۱۸/۸۴۹	۴۲۷/۸۱
دفعات معاملات بلوکی	۹۰۰	۱۹۳	۰/۰۰۰	۲۶/۷۸۱	۳/۶۳۹	۱۸/۶۱۱
شاخص معاملات بلوکی	۹۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۸۶	-۰/۴۷۱	۱/۲۲۱
نسبت معاملات بلوکی	۹۰۰	۱/۴۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۶۲	۱۳/۴۲۴	۲۷۵/۲۶
پوشش رسانه ای مدیرعامل	۹۰۰	۱/۷۷۰	۰/۰۰۰	۰/۳۰۱	۱/۱۶۴	۳/۸۲۳
پوشش رسانه ای*دفعات بلوکی	۹۰۰	۲۴۸/۳۶	۰/۰۰۰	۱۹/۴۷	۵/۳۲۵	۴۳/۱۶۸
پوشش رسانه ای*شاخص بلوکی	۹۰۰	۳/۰۴۴	۰/۰۰۰	۰/۴۲۰	۱/۰۰۷	۳/۴۶۳
پوشش رسانه ای*نسبت بلوکی	۹۰۰	۱/۱۸۴	۰/۰۰۰	۰/۰۴۹	۱۷/۹۹۶	۴۳۰/۲۹
اهرم مالی	۹۰۰	۱/۵۰۵	۰/۰۰۹	۰/۲۵۹	۰/۴۰۷	۲/۹۶۴
میانگین بازده سهام	۹۰۰	۸/۳۵۰	-۲/۷۷۵	۱/۳۸۰	۱/۰۴۷	۵/۹۴۳
نرخ بهره بین بانکی	۹۰۰	-۰/۲۶۹	-۰/۱۸۳	۰/۰۲۸	۱/۲۳۶	۳/۰۹۲
تقسیم سود	۹۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۹۶	-۴/۶۹۴	۲۳/۰۴۱

**آزمون فرضیه های 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 مدل های رگرسیونی باعث می شود که آزمون های تی استیودنت و فیشر اعتبار لازم را نداشته باشد [۳۰]. به منظور بررسی مانایی متغیرها از آزمون لوین لین چو استفاده شده است. براساس نتایج گزارش شده در فرضیه صفر

مبنی بر وجود ریشه واحد و نامانایی متغیرها در سطح معنی‌داری ۱ درصد رد می‌شود. در نتیجه در دوره ی مورد مطالعه این پژوهش، همه‌ی متغیرها در سطح مانا می‌باشند.

یکی از مفروضات اساسی در به‌کارگیری مدل‌های تخمین مبتنی بر گشتاور تعمیم‌یافته (GMM)، بررسی برون‌زایی متغیرهای توضیحی است. یک متغیر توضیحی زمانی درون‌زا تلقی می‌شود که دارای همبستگی معنادار آماری با جمله خطا (اجزای اخلاص) مدل رگرسیون باشد. در نتیجه، در صورت وجود یک یا چند متغیر توضیحی درون‌زا، استفاده از روش GMM به عنوان یک برآوردگر سازگار توجیه می‌یابد. معیار استاندارد برای ارزیابی این وضعیت، بررسی مقدار احتمال (P-value) مربوط به آزمون‌های رسمی در چارچوب مدل است؛ متغیری که سطح معناداری آن کمتر از سطح آلفای ۰/۰۵ باشد، به عنوان متغیری درون‌زا طبقه‌بندی می‌گردد، در حالی که متغیرهایی با سطح معناداری بزرگ‌تر از ۰/۰۵، برون‌زا تلقی می‌شوند. بر اساس تحلیل صورت‌گرفته، متغیرهای به‌کارگرفته شده در این پژوهش، آزمون برون‌زایی را با موفقیت پشت سر گذاشته و فاقد مشکل درون‌زایی تشخیص داده شده‌اند.

**فرضیه اول:** در جدول ۲ نتایج آزمون فرضیه اول به روش GMM ارائه شده است که متشکل از ضرایب متغیرها، احتمال معناداری و آماره آزمون والد می‌باشد. به منظور آزمون اثر معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام، از سه مولفه معاملات بلوکی یعنی دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی استفاده شده است. در این روش هر سه معیار معاملات بلوکی یعنی دفعات معاملات بلوکی، شاخص معاملات بلوکی و نسبت معاملات بلوکی اثر مثبت و معنادار بر نقدشوندگی سهام دارد. به عبارت دیگر، با افزایش معاملات بلوکی نقدشوندگی سهام نیز افزایش می‌یابد، به طور مثال با افزایش یک واحد در نسبت معاملات بلوکی به میزان ۰/۵۷ درصد به نقدشوندگی سهام افزوده می‌شود. احتمال معنی‌داری آزمون والد از آن جایی که کمتر از ۵ درصد می‌باشد بنابراین فرضیه صفر آزمون Wald رد نمی‌شود.

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه اول به روش GMM

متغیر وابسته: نقدشوندگی سهام				
متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	احتمال
نقدشوندگی سهام (-۱)	-۰/۱۰۳۷	۰/۰۰۰۰۳۲	-۳۱۸۴/۲	۰/۰۰۰
دفعات معاملات بلوکی	۰/۰۰۰۰۱۴	۰/۰۰۰۰۰۱۲	۱۱/۲۵	۰/۰۰۰
شاخص معاملات بلوکی	۰/۰۰۰۰۶۱	۰/۰۰۰۰۰۱۰	۵۷/۰۳	۰/۰۰۰
نسبت معاملات بلوکی	۰/۰۰۰۰۵۷	۰/۰۰۰۰۰۵۱	۱۱/۱۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۰۰۰۰۳۰	۰/۰۰۰۰۰۲۸	-۱۰۵/۷۱	۰/۰۰۰
تقسیم سود	-۰/۰۰۰۰۹۸	۰/۰۰۰۰۰۵۰	-۱۹/۵۲	۰/۰۰۰
میانگین بازده	۰/۰۰۰۰۳۸	۰/۰۰۰۰۰۴۸	۸۲/۱۴	۰/۰۰۰
نرخ بهره	-۰/۰۰۰۰۱۵	۰/۰۰۰۰۰۷۹	-۱/۹۱	۰/۰۵۶
آزمون $Waldchi^2$	۰/۰۰۰۰۰۰۰۱	سطح معناداری $prob > chi^2$		۰/۰۰۰

در قسمت نهایی تحلیل مدل، اعتبار مدل با استفاده از دو آزمون کلیدی در روش GMM (روش گشتاورهای تعمیم یافته) سنجیده شد: آزمون سارگان و آزمون خودهمبستگی سریالی. آماره آزمون سارگان (که در جدول زیر آمده است)  $۸۳/۷۷$  و سطح احتمال آن  $۰/۱۳۲$  است. این مقدار تأیید می کند که متغیرهای ابزاری مورد استفاده، معتبر بوده و با جملات خطا همبستگی ندارند. جزئیات آزمون سارگان برای مدل اول به صورت زیر ارائه می شود:

جدول ۳. نتایج آزمون سارگان

فرضیه	آماره J	احتمال
اول	۷۷/۸۳	۰/۱۳۲

نتایج آزمون در سطح اطمینان ۹۹٪ نشان می دهد که برآوردگر  $AR(1)$  به طور معناداری تفاوت دارد، در حالی که برآوردگر  $AR(2)$  فاقد این معناداری است. این یافته دلالت بر آن دارد که جملات اختلال از مدل خودرگرسیو مرتبه اول  $AR(1)$  پیروی می کنند، اما نه از مرتبه دوم  $AR(2)$ . بنابراین، نویز یا جملات اختلال دارای توزیع یکنواخت و مستقل هستند.

جدول ۴. نتایج آزمون آرلانو - باند

احتمال	آماره m	
۰/۲۰۵	-۱/۲۶۷	AR(1)
۰/۱۸۳	۱/۴۱۲	AR(2)

**فرضیه دوم:** 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 ۵. نتایج آزمون فرضیه دوم به روش GMM

متغیر وابسته: نقدشوندگی سهام با متغیر تعدیل گر پوشش رسانه ای				
متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
نقدشوندگی سهام (-۱)	-۰/۲۵۰	۰/۰۰۱۰	-۲۳۳/۸	۰/۰۰۰
دفعات معاملات بلوکی	-۰/۰۰۰۳۳	۰/۰۰۰۰۰۱۳	-۲۴/۵۳	۰/۰۰۰
شاخص معاملات بلوکی	-۰/۰۱۴۵	۰/۰۰۰۷۲	-۲۰/۱۶	۰/۰۰۰
نسبت معاملات بلوکی	-۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۰۲۷	-۲۳/۹۷	۰/۰۰۰
پوشش رسانه ای مدیرعامل	-۰/۰۱۹۶	۰/۰۰۱۰	-۱۹/۵۰	۰/۰۰۰
پوشش رسانه ای* دفعات بلوکی	۰/۰۰۰۰۵۳	۰/۰۰۰۰۰۱۶	۳۲/۴۹	۰/۰۰۰
پوشش رسانه ای* شاخص بلوکی	۰/۰۱۴۹	۰/۰۰۰۸۳	۱۷/۸۸	۰/۰۰۰
پوشش رسانه ای*نسبت بلوکی	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۰۲۱	۷/۰۲	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۰۱۴	۱۳/۴۳	۰/۰۰۰
تقسیم سود	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۰۲۴	۶/۵۶	۰/۰۰۰
میانگین بازده سهام	۰/۰۰۰۲۰	۰/۰۰۰۰۰۶	۳۰/۷۱	۰/۰۰۰
نرخ بهره	-۰/۰۱۳۵	۰/۰۰۰۱۴	-۹/۵۵	۰/۰۰۰
آزمون $Waldchi^2$	۰/۰۰۰۰۰۰۴	سطح معناداری $prob > chi^2$		۰/۰۰۰

نتایج رگرسیون در سطح خطای ۵٪ نشان داده است که پوشش رسانه‌ای به عنوان متغیر تعدیل‌گر در اثر هر سه مکانیزم معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام به طور مثبت و معنادار اثر می‌گذارد و نشان دهنده نقش تعدیلی پوشش رسانه‌ای در اثر معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام است، همانطور که رابطه بین معاملات بلوکی و نقدشوندگی سهام در فرضیه اول مثبت بود و با ورود پوشش رسانه‌ای در این فرضیه، ضرایب هم‌چنان مثبت و معنی‌دار هستند که نشان می‌دهد متغیر تعدیلگر پوشش رسانه‌ای هیچ اثر منفی بر روی رابطه بین این دو متغیر ندارد. احتمال معنی‌داری آزمون والد از آن جایی که کمتر از ۵ درصد می‌باشد بنابراین فرضیه صفر آزمون Wald رد نمی‌شود.

در قسمت پایانی، اعتبار مدل با استفاده از دو آزمون کلیدی (آزمون سارگان و آزمون خودهمبستگی سریالی) در روش روش گشتاورهای تعمیم‌یافته سنجیده شد: آماره آزمون سارگان  $73/70$  و سطح احتمال آن  $0/862$  است. این مقدار تأیید می‌کند که متغیرهای ابزاری مورد استفاده، معتبر بوده و با جملات خطا همبستگی ندارند. جزئیات آزمون سارگان برای مدل اول به صورت زیر ارائه می‌شود:

جدول ۶. نتایج آزمون سارگان

فرضیه	آماره J	احتمال
دوم	۷۳/۷۰	۰/۸۶۲

نتایج آزمون در سطح اطمینان ۹۹٪ نشان می‌دهد که برآوردگر  $AR(1)$  به طور معناداری تفاوت دارد، در حالی که برآوردگر  $AR(2)$  فاقد این معناداری است. این یافته دلالت بر آن دارد که جملات اختلال از مدل خودرگرسیو مرتبه اول  $AR(1)$  پیروی می‌کنند، اما نه از مرتبه دوم  $AR(2)$ . بنابراین، نویز یا جملات اختلال دارای توزیع یکنواخت و مستقل هستند.

جدول ۷. نتایج آزمون آرلانو - باند

آماره m	احتمال
$-1/344$	$0/213$
$0/439$	$0/660$

## ۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این پژوهش به بررسی اثر سازوکارهای معاملات بلوکی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با تأکید بر نقش تعدیل‌گر پوشش رسانه‌ای، پرداخته است. یافته‌های مربوط به فرضیه اول نشان می‌دهد که معاملات بلوکی تأثیر مثبت و معناداری بر نقدشوندگی سهام دارند. در یک تحلیل جامع‌تر، این معاملات یک تأثیر معنادار و قابل اندازه‌گیری بر پارامترهای نقدشوندگی بازار اعمال می‌نمایند. این امر به‌ویژه در مورد سهامی با نقدشوندگی ذاتی کمتر، می‌تواند منجر به حرکات قیمتی چشمگیر شود. از سوی دیگر، ماهیت این معاملات (جابجایی حجم بالایی از سهام خارج از بازار عادی) می‌تواند در کوتاه‌مدت چالش‌هایی را برای نقدشوندگی ایجاد کند. با این حال، در سطح کلان، معاملات بلوکی برای تأمین نقدشوندگی و کارایی سرمایه‌گذاران نهادی حیاتی هستند؛ زیرا به آن‌ها این امکان را می‌دهند که موقعیت‌های سرمایه‌گذاری بزرگ را بدون تأثیر منفی محسوس بر سازوکار قیمت‌گذاری بازار عادی، مدیریت کنند و در نتیجه، به عمق و ثبات بلندمدت بازار کمک نمایند. نتیجه‌گیری نهایی



حاکمی از آن است که علی‌رغم تأثیر بالقوه کوتاه‌مدت بر تابلوی اصلی معاملات، حجم بالای معاملات بلوکی در نهایت به افزایش پایدار نقدشوندگی سهم منجر می‌شود. این یافته‌ها با نتایج حاصل از پژوهش‌های منگ و همکاران (۲۰۲۰) و بنودا و مزز (۲۰۰۳) همسویی دارد، اما با یافته‌های ایزولی و هارا (۱۹۸۷) در تعارض است. در بستر اقتصادهای نوظهور، فعالیت‌های معاملات بلوکی پتانسیل ارتقای سطح نقدشوندگی را داراست؛ عاملی که به طور مستقیم بر رشد و توسعه بازارهای سرمایه تأثیرگذار است [۲۹]. مدل‌های نظری بازار، محتوای اطلاعاتی بالقوه نهفته در معاملات بلوکی را به عنوان سازوکاری برای تبیین حرکت در قیمت‌ها (مزنه‌ها) و تغییرات ساختاری نقدشوندگی معرفی می‌کنند. با این حال، برخی مدل‌ها استدلال می‌کنند که اندازه معامله می‌تواند منجر به پدیده «انتخاب نامطلوب» شده و در نتیجه، نقدشوندگی بازار را تضعیف نماید [۱۴]. در مقابل، وجود سازوکار مکمل میان بازارهای عادی و بلوکی، موجب کاهش شوک‌های نقدشوندگی سهم شده و به تبع آن، ریسک مرتبط با این سهام را تنزل می‌بخشد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که معاملات بلوکی به جای کاهش، موجب افزایش نقدشوندگی سهم می‌شود؛ بهبود نقدشوندگی پس از این نوع معاملات، مؤید افزایش کارایی بازار خواهد بود [۱۰].

در بخش دوم این مطالعه، تأثیر تعدیل‌گر پوشش رسانه‌ای بر رابطه میان معاملات بلوکی و نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌ها حاکی از آن است که پوشش رسانه‌ای دارای یک اثر تعدیل‌کننده مثبت و معنادار بر رابطه میان معاملات بلوکی و نقدشوندگی سهام است؛ به عبارت دیگر، پوشش رسانه‌ای موجب تقویت اثر مثبت معاملات بلوکی بر نقدشوندگی می‌گردد. این امر بدین معناست که شرکت‌های بورسی با سطح پوشش رسانه‌ای فعال‌تر و افزایش به‌موقع اطلاعات و اهداف معاملات بلوکی، قادر به جذب سرمایه‌گذاران جدید بوده و در نتیجه، نقدشوندگی بالاتری را برای سهام خود به ارمغان می‌آورند. نتایج تکمیلی نشان داد که تأثیر مثبت پوشش رسانه‌ای بر نقدشوندگی در شرایطی که سهام شرکت‌ها به طور ذاتی برای سرمایه‌گذاران جذابیت بیشتری داشته باشند، تضعیف می‌گردد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که سازوکار اصلی تأثیرگذاری پوشش رسانه‌ای بر نقدشوندگی، از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به‌دنبال آن، کاهش انتخاب نامطلوب سرمایه‌گذاران است [۱۹]. لازم به ذکر است که این نتایج با یافته‌های پژوهش هوانگ و همکاران (۲۰۲۴) همسو می‌باشد.

این پژوهش با هدف ارائه یک تحلیل چندوجهی و عمیق از بازار سهام طراحی شده است. هسته اصلی پژوهش بر سنجش اثرات معاملات بلوکی بر نقدشوندگی بازار متمرکز است تا درک جامعی از نحوه شکل‌گیری واکنش‌های بازار به این رویدادهای بزرگ معاملاتی فراهم شود. علاوه بر این، این مطالعه به طور خاص نقش پوشش رسانه‌ای را به عنوان یک عامل تعدیل‌کننده بررسی می‌کند. این بخش به شناسایی این امر می‌پردازد که چگونه انتشار اطلاعات عمومی و پوشش خبری، شدت و جهت واکنش سرمایه‌گذاران به معاملات بلوکی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. نتایج مورد انتظار و کاربردها:

سرمایه‌گذاران و تحلیلگران: نتایج این پژوهش با ارائه شواهد تجربی، ابزارهای تحلیلی قوی‌تری در اختیار فعالان بازار قرار می‌دهد تا تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را با در نظر گرفتن همزمان حجم معاملات و جریان اطلاعات رسانه‌ای اتخاذ نمایند.

مبنای نظری: یافته‌ها می‌توانند به غنای نظریه‌های موجود در حوزه‌های مالی رفتاری و بازارهای سرمایه کمک کرده و چارچوب‌های نوینی برای مدل‌سازی رفتار بازار توسعه دهند.

سیاست‌گذاری نظارتی: این تحقیق با ارائه داده‌های مستند درباره تأثیرات معاملاتی و اطلاعاتی، می‌تواند به نهادهای نظارتی در طراحی مقرراتی کارآمدتر برای حفظ شفافیت و ثبات بازار یاری رساند.

در نهایت، این پژوهش با ایجاد ارتباط منسجم میان معاملات بزرگ، اطلاعات عمومی و عملکرد بازار، بستر لازم برای گفتمان‌های پژوهشی آتی را فراهم می‌آورد. با توجه به تمام موارد مطرح در این پژوهش پیشنهاد می‌شود که:

- ✓ تحلیل تأثیر شوک‌های ناشی از معاملات بلوکی بزرگ بر فرآیندهای شاخص‌سازی و ثبات قیمت در دوره‌های ریزش و رکود بازار سهام
  - ✓ بررسی همبستگی میان سطح شفافیت انتشار اطلاعات مربوط به معاملات بلوکی و کارایی بازار در جذب و انعکاس این اطلاعات
  - ✓ رابطه متقابل میان حجم و فرکانس معاملات بلوکی و شکل‌گیری نوسانات رفتاری (احساسی) در میان سایر سرمایه‌گذاران خرد بررسی گردد.
  - ✓ سنجش و مقایسه بازده غیرعادی انباشته شده ناشی از معاملات بلوکی در افق‌های زمانی کوتاه‌مدت (روزانه/هفتگی) و بلندمدت (فصلی/سالانه) بررسی گردد.
- با وجود نوآوری موضوع پژوهش، یافته‌های این مطالعه، به دلیل ماهیت تجربی و تمرکز بر بازارهای نوظهور، قابلیت تعمیم‌پذیری محدودتری دارند و عمدتاً به بازارهای مشابه از نظر ساختار و شرایط اقتصادی قابل بسط هستند. همچنین، ضروری است که هنگام تفسیر نتایج، متغیرهای کلان اقتصادی و سیاسی حاکم بر کشور مورد توجه قرار گیرند. علاوه، از آنجایی که در این پژوهش از معیارهای غربالگری و انتخاب نمونه معاملات خاصی استفاده شده است، تعمیم نتایج به سایر شرکت‌ها یا نمونه‌های معاملاتی دیگر مستلزم اعمال حداقل احتیاط است.

### تعارض منافع

برای ارائه مطالب و نگارش این مقاله هیچ‌گونه کمک مالی از هیچ فرد، نهاد و سازمانی دریافت نشده است و نتایج و دستاوردهای این مقاله به نفع یا ضرر سازمان یا فردی خاص نخواهد بود. حضور نویسندگان در این پژوهش به‌عنوان شاهدی بی‌طرف ولی متخصص بوده است و نویسندگان هیچ‌گونه تعارض منافی ندارند.

### Reference

1. Agarwalla, K., & Pandey, A. (2010). *Price impact of block trades and price behavior surrounding block trades in Indian capital market*. Working Paper.
2. Ahern, K., & Sosyura, D. (2014). Who writes the news? Corporate press releases during merger negotiations. *Journal of Finance*, 69(1), 241–291.
3. Ahmed, S., Kumar, S., Gupta, O., & Bamel, N. (2024). CEO media coverage and cash holdings. *International Review of Financial Analysis*, 91, 103041.
4. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31–56.
5. 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(1), 277–297.
6. 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.
7. Baldaufm, M., Frei, C., & Mollner, J. (2024). Block trade contracting. *Journal of Financial Economics*, 160, 103901.
8. Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons Ltd.
9. 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 Economic and Finance*, 1(2), 43–55.
10. Bian, J., Wang, J., & Zhang, G. (2012). Chinese block transactions and the market reaction. *China Economic Review*, 23, 181–189.
11. 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.

12. Dang, T., Dang, M., Hoang, L., & Nguyen, L. (2020). Media coverage and stock price synchronicity. *International Review of Financial Analysis*, 67.
13. Ding, M., & Suardi, S. (2019). *Tradable block ownership, liquidity and threat of exit*. (DOI: 10.2139/ssrn.3311077). (Original work published 2014).
14. Easley, D., & O'Hara, M. (1987). Prices, trade size and information in security markets. *Journal of Financial Economics*, 19, 69–90.
15. Fakhari, H., Faghih, M., & Imani, K. (2021). CEO media exposure and stock price synchronicity: Simultaneous equations system. *Journal of Accounting Advances*, 13(2), 197–226. (In Persian).
16. Fama, E. (1965). The behavior of stock-market prices. *Journal of Business*, 38(1), 34–105.
17. Gottardo, P., & Murgia, M. (2000). *The upstairs market for large-block trades: An empirical analysis of price effects on Italian shares*. City University.
18. Grossman, S. J. (1992). The informational role of upstairs and downstairs trading. *Journal of Business*, 65(4), 509–528.
19. Huang, C., Huang, H., & Chengho, K. (2024). Media coverage and stock liquidity: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 89, 665–682.
20. Huynh, H., & Dang, T. (2025). The liquidity effect of media coverage: International evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 93.
21. 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.
22. 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.
23. Kraus, A., & Stoll, H. R. (1972). Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange. *Journal of Finance*, 27(3), 569–588.
24. 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.
25. Lefebvre, J. (2010). *Block trades and market liquidity on Euronext Paris*. (Unpublished manuscript). EUROFIDAI - AFFI Finance Meeting, May 26, 2010.
26. 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.
27. Limem, M. (2020). Liquidity and volatility around large trades: Evidence from the Tunisian market. *Net Journal of Social Sciences*, 3(2), 50–63.
28. 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.
29. 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.
30. 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).
31. Nahhal, B. (2023). Effect of block trading on the Moroccan stock exchange. *African Development Finance Journal*, 5, 33–52.
32. Nasiry, M., Fakhari, H., & Malekian, E. (2025). The impact of synchronicity on block trading: Moderating role of media coverage. *Journal of Financial Manager Strategy*, 13(48), 117–140. (In Persian).
33. 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.
34. Seppi, D. J. (1990). Equilibrium block trading and asymmetric information: The Journal of Finance. *Journal of Finance*, 45(1), 73–94.
35. Sterenczak, S., & Kubiak, J. (2022). Dividend policy and stock liquidity: Lessons from Central and Eastern Europe. *Research in International Business and Finance*, 62, 101727.
36. Stoll, H. (1989). Inferring the components of the bid ask spread: Theory and empirical tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 115–134.
37. 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.

38. Tetlock, P. C. (2010). Does public financial news resolve asymmetric information? *Review of Financial Studies*, 23(9), 3520–3557.
39. Wang, Y. (2022). Volatility spillovers across NFTs news attention and financial markets. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102313.
40. Xia, J. (2024). Stealing the show: The negative effects of media coverage on peers' stock liquidity. *Finance Research Letters*, 59, 104691.
41. Yu, M., Kyung, H., & Tsang, A. (2024). Media coverage and price reactions to earnings news. *China Journal of Accounting Research*, 17(3), 100379.