

## فرا تحلیل (متا آنالیز) گرایش احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام

عبدالغفور محمدزاده<sup>۱</sup>/ فروغ حیرانی<sup>۲</sup>/ اکرم تفتیان<sup>۳</sup>

### چکیده

هدف از این پژوهش، اجرای فراتحلیل رابطه گرایش احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام می باشد. در فضای مطالعات علمی گرچه ممکن است انتظار بر این باشد که گرایش احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام تأثیر دارد ولی نتایج مطالعات با تناقضات و ناسازگاری هایی همراه می باشد. جهت یکپارچه سازی نتایج مطالعات مختلف در ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام، در این پژوهش از روش شناسی فراتحلیل (متا آنالیز) که در زمره روش های کمی آماری محسوب می شود استفاده خواهد شد. نتایج بررسی پژوهش های انجام شده پیرامون این رابطه، بیانگر آن است که این پژوهش های نامتجانس (ناهمگن) می باشند. مطالعات ثبت شده شامل پایان نامه های (کارشناسی ارشد و دکتری) و مقالات علمی معتبر داخلی و خارجی به عنوان جامعه آماری تحلیل انتخاب شدند. بدین منظور از میان ۱۳۴ مورد پژوهش، ۷۲ مورد شرایط بررسی برای فراتحلیل را داشتند و مناسب تشخیص داده شدند. یافته ها نشان داد که بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** گرایش احساسی سرمایه گذاران، بازده سهام، فراتحلیل (متا آنالیز)، اندازه اثر.

**طبقه بندی موضوعی:** G11, G40 علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

رتال جامع علوم انسانی

۱. دانشجوی دکتری حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

۲. استادیار حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، ، یزد، ایران (نویسنده مسئول) Heirany@iauyazd.ac.ir

۳. استادیار حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

## ۱- مقدمه

دانش مالی رفتاری یک پدیده علمی نوین در عرصه اقتصادی محسوب می‌شود، با بهره‌گیری از دانش روانشناسی به بررسی ابعاد رفتاری سرمایه‌گذاران پرداخته است. در کنار بروز برخی از رفتارهای قابل قبول، رفتارهایی نیز مشاهده شده است که می‌تواند تأثیر منفی بر بازار بورس بگذارد. شناخت این گونه رفتارها که به تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران معروف است می‌تواند به این گروه کمک شایانی نماید تا با کنترل آن، بازار سرمایه را از گزند مسائل احساسی نجات بخشیده و با اطمینان بیشتری به آن بپردازد. یقیناً "آگاهی بخشی از مسائل احساسی می‌تواند بازدهی و کیفیت کار آنان را افزایش داده و موجبات رونق بازار سرمایه را بوجود آورد (ابراهیمی سروعلیا، مرفوع و قمبرلو، ۱۳۹۵: ۱۳۲). درک بهتر این سوگیری‌ها می‌تواند عاملی مؤثر در ایجاد یک رابطه مطلوب بین مشاوران سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران باشد؛ زیرا مشاوران می‌توانند با علم به وجود سوگیری رفتاری در سرمایه‌گذاران و تأثیری که این سوگیری‌ها می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاری داشته باشند، رویه بهتر سرمایه‌گذاری را برای آنها تدوین نموده و تبعات منفی سوگیری‌های رفتاری را به حداقل برسانند (بدری و کوچکی، ۱۳۹۲: ۲).

نتایج پژوهش‌های متعددی نشان می‌دهد که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام مؤثر است و همچنین نتایج بعضی از مطالعات دیگر، حاکی از عدم تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام را می‌دهد به این ترتیب برای پاسخگویی به مساله وجود این تناقضات، در این پژوهش از روش‌شناسی فراتحلیل جهت یکپارچه‌سازی نتایج مطالعات مختلف و روابط بین متغیرها استفاده می‌شود. هدف، ارائه پاسخی به تناقضات و ناسازگاری‌های مطالعات مربوط به رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام می‌باشد. مهمترین نوآوری این پژوهش این است که از روش‌شناسی فراتحلیل استفاده می‌نماید. فراتحلیل، مجموعه روش‌های آماری است که برای حل تناقض حاصل از پژوهش‌های آزمایشی و همبستگی که به طور مستقل و در ارتباط با یک موضوع واحد انجام گرفته‌اند به کار می‌رود. فراتحلیل نتایج مطالعات مختلف را به مقیاس مشترک تبدیل می‌کند و با روش‌های آماری رابطه بین ویژگی‌های مطالعات و یافته‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد. این روش در حسابداری در دنیا روش نوینی تلقی می‌شود و در ایران نیز در حوزه حسابداری کمتر مورد استفاده قرار گرفته است (بذرافشان، حجازی، رحمانی و باستانی، ۱۳۹۴: ۱۰۳).

اهمیت چنین پژوهشی از آنجا ناشی می‌شود که احساسات سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار در جریان سرمایه و حرکت کلی بازار سرمایه است، و بررسی رابطه بین گرایش

احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام موجب افزایش آگاهی سرمایه گذاران و مدیران می شود تا با دانشی بیشتر از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری به عمل آورند. همچنین انجام چنین پژوهشی موجب افزایش اطمینان سرمایه گذاران نسبت به وجود تبعات منفی تصمیمات مبتنی بر احساسات و ترغیب هر چه بیشتر آن ها به اجتناب از بروز رفتارهای احساسی خواهد شد. در بخش دوم ادبیات مربوط به این مطالعه مورد بررسی قرار می گیرد. بخش سوم به تدوین سؤال پژوهش می پردازد. روش پژوهش در بخش چهار ارائه می شود. بخش پنجم به یافته های پژوهش می پردازد، نتایج و پیشنهادها در بخش نهایی ارائه می گردد.

## ۲- مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱-۱- تحلیل در حسابداری

پژوهش مروری، مطالعه جامع و تفسیر متن هایی است که موضوع خاصی را بررسی می کنند؛ از این رو هدف پژوهشگر در این نوع پژوهش، یافتن متن های مرتبط با موضوع پژوهش و جست و جو برای مرور آن است تا درک خود را از پژوهش ها و روش هایی که پیش از این در حوزه مدنظر به کار رفته اند، نشان دهد (Aveyard, 2010). پتی کرو و رابرت (Petticrew and Roberts, 2006) مطالعات مروری را در سه گروه طبقه بندی و تعریف کرده اند که در جدول (۱) مشاهده می شود:

جدول (۱): طبقه بندی مطالعات مروری

تعریف	انواع مطالعات مروری
فرآیند در کنار هم قراردادن و بررسی ناهمگنی موجود در یافته ها در مطالعات اولیه با استفاده از رویکرد توصیفی (به جای استفاده از روش های آماری).	مرور روایتی
نوعی مطالعه مروری که تمام مطالعات مربوط به یک موضوع مشخص را به صورت جامع شناسایی، ارزیابی و ترکیب کند. مرور سیستماتیک اغلب برای آزمون یک فرضیه مشخص یا مجموعه فرضیه های بهم مرتبط، استفاده می شود	مرور سیستماتیک
نوعی مطالعه مروری که از تکنیک های آماری مشخص برای تلفیق نتایج چندین پژوهش به منظور رسیدن به یک برآورد کمی مشخص استفاده می کند.	فرا تحلیل (متاآنالیز)

روش فرا تحلیل یک روش مروری کمی است که به منظور ترکیب نتایج مطالعات مستقل آزمایشی و همبستگی که دارای پژوهشی یکسان درباره یک موضوع واحد می باشد انجام و به یک برآورد و نتیجه واحد منجر می شود (هومن، ۱۳۹۰). روش فرا تحلیل کمک می کند تا جمع بندی اطلاعات مقالات مختلف و خلاصه نمودن آن ها بصورت عینی صورت پذیرند و نظرات شخصی تأثیر خاصی در این

فرآیند نداشته باشد. در حقیقت پایایی این نوع پژوهش‌ها از طریق تقابل یافته‌های پژوهشی و روایی آنها از طریق آزمون سازگاری آنها با واقعیت به دست می‌آید (مران جوری و رضوانی، ۱۳۹۷: ۱۳۰). اگر چه فراتحلیل به طور وسیع مورد پذیرش و استفاده در علوم اجتماعی و پزشکی قرار گرفته است، رشد سریع مطالعات به شیوه فراتحلیل گواهی بر این مدعاست، با وجود محبوبیت فراتحلیل از چند لحاظ (Buckly et al., 2013)، بطور وسیع در ادبیات حسابداری به کار نرفته است (Pomeroy and Thornton, 2008). با این حال این روش در موارد معدودی توسط پژوهشگران حسابداری در حوزه‌هایی که به بررسی جهت و شدت روابط بین متغیرهای گوناگون پرداخته و به نتایج متناقض دست یافته‌اند، بکار رفته است. در ادامه به نمونه‌ای از این پژوهش‌ها اشاره شده است. ارائه این بخش و معرفی چنین پژوهش‌هایی می‌تواند درک و شناخت مناسبی از موضوعات قابل بررسی توسط این روش‌شناسی، پیش روی مخاطبان قرار دهد.

سوئسی و خلیف (Souissi and Khelif, 2012)، رابطه بین افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه مالی را با استفاده از ۲۲ پژوهش به عنوان نمونه با تکنیک فراتحلیل مورد مطالعه قرار دادند. برای نمونه کلی فراتحلیلی، یک رابطه بی معنی بین هزینه سرمایه مالی و افشای داوطلبانه گزارش شد. در بررسی اثر تعدیل‌کننده محیط‌های افشای بالا (ایالات متحده، بریتانیا، استرالیا و کانادا) در مقابل محیط‌های با افشای پایین (اتریش، برزیل، چین، فرانسه، اسپانیا، سوئیس و سوئد)، رابطه برای محیط‌های افشای بالا بی معنی ماند اما برای محیط‌های با افشای پایین، بسیار منفی است. لین و هوانگ (Lin and Hwang, 2010)، به بررسی دقیق رابطه بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود پرداختند. محور بحث آن‌ها چهار مشخصه حسابرسی شامل تخصص حسابررس، دوره تصدی، اندازه و استقلال بودند. نتایج اولیه فراتحلیلی نشان می‌دهد که این مشخصات با مدیریت سود رابطه منفی دارند، در حالی که استقلال حسابرسی بنا به دستمزد حسابرسی، اثر معناداری بر روی مدیریت سود ندارد. بریرلی و کوتاون (Brierley and Cowton, 2000)، به بررسی مطالعاتی پرداختند که درگیری سازمانی-حرفه‌ای حسابداران در آن‌ها مورد بررسی قرار گرفت. آن‌ها رابطه مثبت (منفی) معناداری را بین درگیری سازمانی-حرفه‌ای حسابداران و هدف‌های کسب سود سازمانی نشان دادند. براساس بررسی‌های انجام شده، مطالعه فراتحلیلی اندکی در داخل کشور انجام گرفته است که در ادامه به آن‌ها اشاره می‌شود. بذرافشان و همکاران (۱۳۹۴)، با فراتحلیل ۳۰ مطالعه در خصوص استقلال کمیته حسابرسی و کیفیت گزارشگری مالی دریافتند، رابطه معناداری بین استقلال کمیته حسابرسی با مدیریت سود وجود ندارد در حالیکه در مقابل رابطه معناداری بین استقلال کمیته با کیفیت اقلام تعهدی، بازده

غیرعادی و تجدید ارائه و تقلب وجود دارد. عباس‌زاده، حصارزاده، جباری نوقابی و عارفی اصل (۱۳۹۴)، در پژوهشی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و مدیریت سود را بررسی کردند. نتایج فرا تحلیل ارتباط منفی بین استقلال هیئت مدیره و مدیریت سود را نشان داد و ارتباط منفی معناداری بین دو متغیر اندازه هیأت مدیره و مدیریت سود را گزارش کرد.

## ۲-۲- گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام

بر اساس فرضیه بازار کارا، قیمت سهام منعکس‌کننده تمامی اطلاعات شرکت است و انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران بطور منطقی رفتار نمایند؛ اما پژوهشگران به این فرضیه خدشه وارد نمودند و مدارکی پیدا کردند که نشان دهندهٔ نبود رفتار منطقی در مبحث سرمایه‌گذاری است (Frugier, 2016). سرمایه‌گذاران کاملاً "عقلانی نیستند و با لحاظ احساسات در فرآیند تصمیم‌گیری، تصمیمات نادرستی اتخاذ می‌نمایند. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران باعث انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی شده و منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌گردد. قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها، تصمیمات نامین مالی و به تبع آن تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (Chen, et al., 2013). روزانه تعداد زیادی اخبار خوب و بد اقتصادی و سیاسی در بازار سرمایه به سمع سرمایه‌گذاران می‌رسد که منجر به برانگیختگی سرمایه‌گذاران و به تبع آن منجر به تغییر قیمت سهام و بازدهی می‌شود که احساسات سرمایه‌گذاران نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند (ستایش و شمس‌الدینی، ۱۳۹۵:۱۰۶). لی (Lee, 2014) در پژوهش خود متوجه شد که اخبار خوب و بد، می‌تواند بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. ولی این تأثیرگذاری معمولاً در روزها و هفته‌های بعد اثر خود را بر بازده سهام نشان می‌دهد؛ بنابراین انتظار می‌رود که به دنبال برانگیخته شدن احساسات سرمایه‌گذاران، به ویژه زمانی که این احساسات زودگذر نباشد، قیمت سهام شرکت‌هایی که اخبار خوب یا بد مربوط به آن‌ها باعث تحریک احساسات سرمایه‌گذاران شده است، تغییر کند. تورش‌های احساسی، ریشه اصلی بروز تصمیمات مبتنی بر احساسات‌اند. هنگامی که سرمایه‌گذاران در فرآیند تصمیم‌گیری دچار احساسات (تصمیم‌گیری‌های خوش‌بینانه و یا بدبینانه) می‌شوند در طیف تصمیم‌گیری از عقلانیت فاصله گرفته و به سمت احساسات متمایل شده که نتیجه آن اتخاذ تصمیمات مبنی بر احساسات است (شعری آناقیز، حساس یگانه، سدیدی و نره ئی ۱۳۹۵:۶). در تعدادی از مطالعات پیشین رابطه مثبتی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام مستند شده است. چن و همکاران (Chen, et al, 2011)، نشان دادند گرایش احساسی ایجاد شده توسط رسانه‌های اجتماعی (از قبیل

وب سایت‌های رسمی و روزنامه‌ها)، با بازده‌های سهام فعلی و آتی ارتباط دارد. تأثیر رسانه غالباً برای آن گونه شرکت‌ها که سهامشان توسط سرمایه‌گذاران خرده نگهداری می‌شود، قوی‌تر است. نتایج پژوهش هوانگ و همکاران (Huang, et al, 2015)، نیز بیانگر این امر است که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بطور معناداری هم از نظر اقتصادی و هم از نظر آماری قابلیت پیش‌بینی‌کنندگی بازده آتی و بازده مقطعی آتی را دارد. هنگل براک و همکاران (Hengelbrock, et al, 2009)، نشان دادند که شاخص گرایش احساسی به طور منفی در ایالات متحده و به طور مثبت در آلمان با بازده‌های آتی مرتبط است. در مقابل تعدادی از پژوهشگران به شواهدی دال بر تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام دست نیافتند. به عنوان مثال پودل (Paudel, 2010)، هیچگونه ارتباط معناداری بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام مشاهده نکرد.

### ۳- سؤال پژوهش

همانگونه که در بخش قبل ارائه شد پیرامون رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام یافته‌های متناقضی وجود دارد. نتایج پژوهش‌های متعددی نشان می‌دهد که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام مؤثر است و هم چنین نتایج بعضی از مطالعات دیگر، حاکی از عدم تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام را می‌دهد به این ترتیب برای پاسخگویی به مسأله وجود این تناقضات، در این پژوهش از روش‌شناسی فراتحلیل جهت یکپارچه‌سازی نتایج مطالعات مختلف و روابط بین متغیرها استفاده می‌شود. در راستای دستیابی به اهداف پژوهش در این مقاله و با توجه به مبانی نظری، سؤال پژوهش بشرح زیر بیان می‌شود:

"آیا بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد؟"

### ۴- روش‌شناسی پژوهش

هدف اصلی این پژوهش، ترکیب و مقایسه یافته‌های پژوهش‌های انجام شده در زمینه گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام و نیز ارتباط بین مطالعات و به دست آوردن نتیجه‌ای منسجم از میان نتایج پراکنده مطالعات، با استفاده از روش‌های آماری است. این تکنیک برای خلاصه‌نمودن و یکپارچه‌سازی پژوهش‌های پیشین برای مقایسه نتایج از روش‌های کمی بهره می‌برد. تکنیک‌های آماری سنتی مانند آزمون‌های  $t$  و  $F$  برای چنین مقایسه‌ای مناسب نمی‌باشند، زیرا مقادیر آنها تابعی از حجم گروه نمونه است. اگر مطالعات دارای حجم نمونه نابرابر باشد تفاوت‌های یکسان بین شرایط کاربردی و کنترل

می تواند مشخصه های  $F$  و  $t$  متفاوتی را ایجاد نماید. اما فراتحلیل برآوردی به دست می دهد که تحت تأثیر حجم گروه های نمونه نخواهد بود. فراتحلیل اساساً از مراحل یک پژوهش علمی پیروی می کند و تقریباً همان مراحل پژوهش کمی را دارد با این تفاوت که در اینجا واحد نمونه برداری به جای فرد یا شرکت آزمودنی، یک مطالعه است و چون در واقع ترکیب داده های چند پژوهش برای تولید یک برآورد واحد است بنابراین از نظر آماری نوعی از روش های چند عاملی محسوب می شود. آماره هایی که عموماً در فراتحلیل استفاده می شود، شامل آماره های  $F$ ،  $Z$ ،  $P$ -Value،  $t$  می باشد. بنابراین می بایست این آماره ها به یک مقیاس مشترک که اندازه اثر (ESr) نام دارد تبدیل شوند. هدف استفاده از اندازه اثر، یک شکل کردن یافته های آماری گوناگون مطالعات در یک شاخص عددی و سنجه مشترک است تا امکان مقایسه و ترکیب نتایج آماری مطالعات فراهم شود (هومن، ۱۳۹۰).

#### ۴-۱- مراحل انجام فراتحلیل

**کام اول.** برای توجیه استفاده از تکنیک فراتحلیل، پژوهشگران باید وجود تعدادی از مطالعات تجربی که در مورد یک موضوع بررسی کردند را نشان دهند. به علاوه، این مطالعات باید شواهد مختلف در این مورد که هدف فراتحلیل، پیوند یافته های مطالعات مختلف و ارائه نتایج منطقی است را گزارش کند (Derfuss, 2009). بدین منظور در ابتدا کلیه مطالعات در دسترس انجام شده پیرامون رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام در پژوهش های خارجی و داخلی مورد بررسی قرار گرفت. به این ترتیب با مراجعه به سایت های پایگاه های علمی در دسترس شامل SID (پایگاه جهاد دانشگاهی)، Emerald، Ssrn، Wily، Science Direct، Irandoc، Magiran، جستجوی مقالات انجام شد. جستجوی مقالات با استفاده از کلید واژه های فارسی: گرایش احساسی سرمایه گذاران، تمایلات احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام انجام شد و در سایت های انگلیسی از معادل های لاتین آنها استفاده شد. جامعه آماری پژوهش حاضر، مقالات چاپ شده در مجلات معتبر فارسی و لاتین، پایان نامه های کارشناسی ارشد، دکتری و مقالات ارائه شده در کنفرانس های بودند. نمونه اولیه پژوهش، متشکل از ۱۳۴ مقاله بود. به منظور پالایش مقالات سه شاخص عمده مورد توجه قرار گرفت. (۱) مقالات باید در مجله های معتبر چاپ شده باشند (حذف ۲۸ مقاله)، (۲) مقالات باید اطلاعات لازم برای استخراج عملی اندازه اثر را ارائه کرده باشند (حذف ۲۲ مقاله)، (۳) مقالات متغیرهای فراتحلیل این پژوهش را در برداشته باشند (حذف ۱۲ مقاله). در مجموع ۷۲ پژوهش که ملاک های

ورود به فراتحلیل را دارا بودند، انتخاب و مورد بررسی قرار گرفتند. فهرست مقالات مذکور و جزئیات پیرامون آن در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول(۲): فهرست مقالات مورد استفاده برای انجام فراتحلیل

اندازه نمونه	نوع آماره	کشور انجام پژوهش	وضعیت انتشار*	نویسنده
۱۱۴۵	T	تایوان	A <sup>+</sup>	چان تسای (۲۰۱۷)
۹۱	T	کره جنوبی	A <sup>+</sup>	سون هو کیم و کیم (۲۰۱۴)
۴۰۰	T	فرانسه	B	فروجیر (۲۰۱۶)
۱۲۹	p-value	نیوزیلند	A <sup>+</sup>	بیالکوسکی، اعتیاری و ویزنویسکی (۲۰۱۲)
۲۸۷۹	p-value	اوکراین	A <sup>+</sup>	دانبولت، سیگانوس و واگناس-نانوس (۲۰۱۵)
۱۲۸۰	T	اسپانیا	A	کوریدور، فررر و سانتاماریا (۲۰۱۳)
۲۳۱۰	Z	چین	A <sup>+</sup>	یانگ و زو (۲۰۱۶)
۳۳۰	T	تونس	A	ایشیا (۲۰۱۶)
۸۵۵	T	ایالات متحده	A	لیستون، هورتا و هاگ (۲۰۱۴)
۲۷۵۴	p-value	تایوان	B	چیانگ، تسای و لی (۲۰۱۱)
۱۸۸۰	p-value	ایالات متحده	A <sup>+</sup>	جوزف، وینتوکی و ژانگ (۲۰۱۱)
۹۵۴	T	ایالات متحده	A <sup>+</sup>	استمبگ، یو و یوان (۲۰۱۴)
۶۹۵	T	کانادا	A <sup>+</sup>	کدیلی (۲۰۱۵)
۱۹۶۰	T	تایوان	A <sup>+</sup>	لو پنگ، چن و وی (۲۰۱۴)
۳۶۵۹	T	یونان	B	اسپیرو (۲۰۱۳)
۶۵۷	Z	چین	A <sup>+</sup>	نی، وانگ و زو (۲۰۱۵)
۹۶۵	T	ترکیه	A	یوگور و تاس (۲۰۱۳)
۲۵۴۱	p-value	ایالات متحده	B	شایم و رحمان (۲۰۱۵)
۱۷۵۴	T	تونس	B	آبس و عبدالمهی زوج (۲۰۱۵)
۱۳۶۸	T	ایالات متحده	A <sup>+</sup>	سان، نچند و شن (۲۰۱۶)
۱۵۴۰	p-value	تایوان	A <sup>+</sup>	چانگ، هانگ و یه (۲۰۱۲)
۱۸۵۰	p-value	آلمان	A <sup>+</sup>	کورانولا، دونادلی، کیزی و ریدل (۲۰۱۶)
۱۶۷۰	T	هند	B	کوماری و ماهاکود (۲۰۱۵)
۳۸۵۵	p-value	کره جنوبی	A <sup>+</sup>	ریو، کیم و یانگ (۲۰۱۶)
۱۹۳	T	چین	A <sup>+</sup>	ژانگ، شن و ژانگ (۲۰۱۷)
۱۹۶۰	Z	تایوان	A <sup>+</sup>	چن، چن و لی (۲۰۱۳)



نویسنده	وضعیت انتشار <sup>o</sup>	کشور انجام پژوهش	نوع آماره	اندازه نمونه
بوری (۲۰۱۶)	B	تونس	T	۱۱۶۷
بلسیلار، بوناتو، دمیرر و گپتا (۲۰۱۷)	A <sup>+</sup>	ترکیه	T	۱۶۹۶
هارپر (۲۰۱۷)	B	استرالیا	p-value	۴۰۰
اسمیتز (۲۰۰۹)	C	آلمان	p-value	۱۶۵۰
آدوم و کومار (۲۰۱۶)	C	ایالات متحده	T	۱۲۵۶
هوانگ، جیانگ، تو و ژو (۲۰۱۳)	C	سنگاپور	p-value	۳۸۵
چیت سازان و کیماسی (۱۳۹۴)	A	ایران	T	۴۶۰
سرلک، علیپور و وکیلی فرد (۱۳۹۱)	A	ایران	T	۱۱۵
حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲)	A	ایران	T	۷۰
اکس نی، وانگ و اکیسو (۲۰۱۶)	A <sup>+</sup>	چین	T	۱۱۵۰۰
استمیز، گلاسر و وبر (۲۰۰۹)	C	انگلیس	P-value	۱۰۷
کانیل، سار و تیمان (۲۰۰۴)	C	ایالات متحده	T	۱۹۲۰
فینتر ریونری (۲۰۱۰)	C	آلمان	P-value	۱۶۸
کومار، پیگ و اسپالت (۲۰۱۴)	B	فرانسه	T	۱۱۳۸
فریجنز، ورسکور و زونیکلس (۲۰۱۲)	C	هلند	T	۱۶۵۵
رنجان داش و ماهاکود (۲۰۱۳)	B	هند	P-value	۱۹۸۵
چن (۲۰۱۶)	A	هنگ کنگ	T	۲۰۰۵۱
جیانگ، لی، مارتین و زو (۲۰۱۷)	A	ایالات متحده	T	۸۴
ماز یاد التواجری (۲۰۱۷)	B	عربستان	P-value	۱۳۴۲
چما، مانو و سز لکسیک (۲۰۱۵)	A	چین	T	۲۴۳
جاو، جوی و میان (۲۰۱۹)	A <sup>+</sup>	استرالیا	Z	2417
پیتز و انری (۲۰۱۳)	A	انگلیس	T	۱۴۷۴
توماس رنالت (۲۰۱۷)	A <sup>+</sup>	فرانسه	T	۱۲۵۸
توماس لکس (۲۰۱۲)	A <sup>+</sup>	آلمان	P-value	۳۳۸
گو (۲۰۱۷)	A	چین	Z	۹۸۴
فتیتی و هدهری (۲۰۱۸)	A	تونس	Z	۱۴۷۹
کوماری (۲۰۱۹)	A	هند	P-value	۱۳۲۵
پیکیراکو، ساکس و تاشونیس (۲۰۱۸)	A	فرانسه	T	۱۳۱۷۷
سیک، کیم، کیم سیو (۲۰۱۵)	B	کره جنوبی	T	۱۳۷۳
میان و سانکارا گور سوامی (۲۰۱۲)	A	سنگاپور	P-value	۴۲۱

اندازه نمونه	نوع آماره	کشور انجام پژوهش	وضعیت انتشار <sup>۹</sup>	نویسنده
۸۷۴	P-value	چین	A <sup>+</sup>	فانگ، یو و هو آنگ (۲۰۱۸)
۵۴۶	T	ایالات متحده	B	بیگ (۲۰۱۵)
۱۳۸۰	T	چین	B	زو و یانگ (۲۰۱۹)
۵۹۰	P-value	ایالات متحده	A	میانگا، دارات و پارک (۲۰۱۸)
۹۵۴	P-value	چین	A	شن، یو و زاو (۲۰۱۷)
۱۱۹۳	Z	تایوان	A <sup>+</sup>	یانگ، جهانگ و چانگ (۲۰۱۶)
۱۸۳	T	ایالات متحده	A <sup>+</sup>	هی و کسی (۲۰۱۵)
۷۴۶	T	چین	A <sup>+</sup>	گو، سان و گیان (۲۰۱۶)
۶۹۷	P-value	ایالات متحده	A <sup>+</sup>	چارد، دسومسک و کوتوس (۲۰۱۶)
۲۶۷۷	T	چین	A	پنگ، چن وی (۲۰۱۴)
1750	T	آلمان	A	فیشر و استاتمن (۲۰۰۰)
۱۲۰	Z	ایالات متحده	A	اوپرا و براد (۲۰۱۴)
۵۱۶۵	T	تایوان	A	لی (۲۰۱۹)
578	T	پاکستان	A	رشید، فایزه و کریم (۲۰۱۸)
۱۹۸۶	T	چین	A	یانگ (۲۰۱۵)
۶۷۱	P-value	ایالات متحده	A <sup>+</sup>	سان، یوره، نیستین و چریک (۲۰۰۹)

\* وضعیت انتشار مجلات بصورت حروف A<sup>+</sup>, A, B, C نشان داده شده است که نمایانگر رتبه مجله بر اساس آخرین ارزیابی است.

**کام دوم.** در این مرحله آماره‌های همبستگی (P-value, Z, F, t و کای دو) مطالعات مختلف باید به اندازه اثر تبدیل گردند. در این راستا به پیروی از روش لیبسی و ویلسون (Wilson, 2010 & Lipsey) از مدل‌های زیر بهره خواهیم برد (انتظاری و مهری، ۱۳۹۲).

$$ES_r = \frac{t}{\sqrt{t^2 + df}} \quad \text{فرمول (۱)}$$

$$|ES_r| = \frac{\sqrt{f}}{\sqrt{F + n_1 + n_2 - 2}} \quad \text{فرمول (۲)}$$

$$ES_r = \frac{\sqrt{Z}}{\sqrt{N}} \quad \text{فرمول (۳)}$$

$$ES_r = \frac{\sqrt{\delta^2}}{\sqrt{N}} \quad \text{فرمول (۴)}$$

برای تبدیل آماره P-value به اندازه اثر، ابتدا این آماره را به t تبدیل نموده و سپس ترا با مدل

اول به اندازه اثر تبدیل می‌کنیم.

**گام سوم.** در مرحله بعد بایستی میانگین اندازه اثر محاسبه شود. محاسبه میانگین حسابی در صورتی امکانپذیر است که توزیع ضرایب همبستگی نرمال باشد اما معمولاً با توجه به عدم نرمال بودن اندازه اثرها، این ارقام طبق مدل زیر باید به  $Z$  فیشر تبدیل شوند.

$$ES_{Zr} = 0.5 + \text{Log}_e \left( \frac{1+ES}{1-ES} \right) \quad \text{فرمول (۵)}$$

سپس با استفاده از مدل زیر میانگین اندازه اثر محاسبه می شود.

$$\overline{ES}_{Zr} = \frac{\sum(W_{Zr} * ES_{Zr})}{\sum W_{Zr}} \quad \text{فرمول (۶)}$$

در این فرمول،  $w$  معکوس واریانس اندازه اثر است که برابر با  $\frac{1}{\sigma^2}$  می باشد. سپس برای تفسیر نتایج، میانگین اندازه اثر  $Z_r$  را با استفاده از مدل زیر به شکل اولیه برمی گردانیم.

$$\overline{ES}_r = \frac{e^{2ES_{Zr}} - 1}{e^{2ES_{Zr}} + 1} \quad \text{فرمول (۷)}$$

**گام چهارم.** سپس برای آزمون معناداری مقدار کلی اندازه اثر، این مقدار را با بهره گیری از مدل زیر در یک فاصله اطمینان برآورد می کنیم.

$$\left( \overline{ES}_{Zr} - z \sqrt{\frac{1}{\sum W}} \cdot \overline{ES}_{Zr} + z \sqrt{\frac{1}{\sum W}} \right) \quad \text{فرمول (۸)}$$

تا اینجا، فاصله اطمینان بدست آمده  $Z$  فیشر محاسبه می شود. باید با یک تبدیل، مقادیر متناظر با  $Z$  های را جایگزین نمود. اگر این فاصله شامل صفر نشود فرض صفر در خصوص رابطه بین متغیر مستقل و وابسته رد می شود.

**گام پنجم.** قبل از ترکیب اندازه اثرها باید مسئله تجانس یا همگنی اندازه اثرها توجه شود. به عبارت دیگر تجانس اندازه اثرها آزمون شود. در صورت متجانس بودن اندازه اثرها آنها با هم تلفیق می شوند. در غیر اینصورت مطالعات بر اساس متغیرهای کلیدی که احتمال می رود، واریانس اندازه اثرهای جمعیت ناشی از آنها باشد به زیرگروههایی تقسیم می گردد. (انتظاری و مهری، ۱۳۹۲).

برای بررسی متجانس بودن اندازه اثرها، آزمون  $Q$  مورد استفاده قرار می گیرد و از مدل زیر استفاده می شود.

$$Q = \sum(W_{Zr} ES_{Zr}^2) - \frac{(\sum W_{Zr} ES_{Zr})^2}{\sum W_{Zr}} \quad \text{فرمول (۹)}$$

اگر مقدار  $Q$  بدست آمده از مقدار بحرانی جدول کای دو کوچکتر باشد فرض متجانس بودن اندازه اثرها تایید می شود. بعد از اطمینان از متجانس بودن اندازه اثرها می توان مقدار کلی اندازه اثر

جامعه را برآورد نمود. اگر مقدار  $Q$  به دست آمده از مقدار بحرانی جدول کای دو بزرگتر باشد، فرض متجانس بودن اندازه اثرها رد می‌شود و باید از ترکیب اندازه اثرها پرهیز نمود و به کمک پژوهش‌ها و نظریه‌های پیشین دنبال تبیین و توضیح این عدم تجانس بود.

**گام ششم.** بعد از تقسیم بندی مطالعات، آماره های  $Q_B$  (آزمون تجانس بین گروهی) و  $Q_w$  (آزمون تجانس درون گروهی) محاسبه می‌شود. اگر مقدار  $Q_w$  معنادار نباشد بیانگر این امر است که مطالعات درون طبقات متجانس اند و پژوهشگر در شناسایی متغیرهای کلیدی خوب عمل نموده است و میانگین اندازه اثر محاسبه شده با استفاده از مدل شش برآوردی از اندازه اثر برای زیر گروه است.  $Q_B$  نیز یک آماره کمکی برای  $Q_w$  می‌باشد میزانی که اندازه اثرها در میان طبقات متفاوت را نشان می‌دهد.  $Q$  به تجانس کلی اندازه اثرها می‌پردازد که این تجانس کلی به دو تجانس درون مطالعات ( $Q_w$ ) و بین مطالعات ( $Q_B$ ) قابل تقسیم است.

$$Q_w = Q_{\text{GROUP-1}} + Q_{\text{GROUP-2}} + \dots$$

$$Q_B = Q - Q_w$$

## ۵ - نتایج پژوهش

محاسبات مربوط به میانگین اندازه اثر و انحراف معیار اندازه اثر در جدول (۳) ارائه شده است. در واقع با به دست آوردن اندازه اثر میزان تبیین متغیر مستقل در هر مطالعه مشخص می‌شود و به راحتی می‌توان مطالعات مختلف را مقایسه نمود. یافتن اندازه اثر واقعی هر یک از مطالعات و میانگین اندازه اثر و انحراف معیار اندازه اثرها و همچنین یافتن بیشترین اندازه اثر و کمترین اندازه اثر از اهداف دیگر این پژوهش می‌باشند. همانگونه که مشاهده می‌شود میانگین اندازه اثر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام ۰٫۱۵۷ می‌باشد و با توجه به کمتر بودن مقدار محاسبه نسبت به مقدار بحرانی، پاسخ به سؤال پژوهش مثبت می‌باشد. به عبارت دیگر رابطه معناداری بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام وجود دارد. همچنین می‌بایست قبل از ترکیب اندازه اثرها باید مساله تجانس اندازه اثرها آزمون شوند. در صورت متجانس بودن اندازه اثرها آنها با هم تلفیق می‌شوند. برای بررسی متجانس بودن اندازه اثرها، آزمون  $Q$  مورد استفاده قرار می‌گیرد و با توجه به اینکه مقدار  $Q$  (۴۵/۴۴۳۵) از مقدار بحرانی جدول کای دو کوچکتر می‌باشد فرض متجانس بودن اندازه اثرها تایید می‌شود.

جدول (۳): محاسبات

$w^*ES_{zr}^2$	$w^*ES_{-zr}$	$W^*ES$	W	ESzr	ES*	مقدار آماره	نویسنده
۰.۲۷۹.۰	۶۴۹۰.۵	۱۱۴۲	۰.۰۴۹.۰	۰.۱۱۴.۰	۰.۳۸۵۴	۷.۰	چان تسای (۲۰۱۷)
۸۳۲.۰	۵۵۶۷.۸	۸۸	۰.۰۹۷۲.۰	۲۲۰۲.۰	۲.۱۵۳۷	۰.۳۴.۰	سون هو کیم و کیم (۲۰۱۴)
۰.۷۰۳.۱	۶۱۳۲.۲۰	۳۹۷	۰.۵۱۹.۰	۱۱۹۰.۰	۲.۳۹۶۸	۰.۱۷.۰	فروچیر (۲۰۱۶)
۰.۰۱۴.۰	۴۲۴۱.۰	۱۲۶	۰.۰۳۴.۰	۰.۰۷۷.۰	۰.۰۸۸۰	۰.۰۹۳	بیالکوسکی، اعتباری و ویزنویسکی (۲۰۱۲)
۰.۴۱۷.۲	۶۲۸۸.۷۶	۲۸۷۶	۰.۲۶۶.۰	۰.۶۱۳.۰	۳.۲۹۳۹	۰.۰۰۱	دانبولت، سیگانوس و اگناس-نانوس ۲۰۱۵
۰.۷۴۲.۰	۷۳۷۱.۹	۱۲۷۷	۰.۰۷۶.۰	۰.۱۷۶.۰	۰.۶۲۸۲	۰.۰۵۳	کوریدور، فررر و سانتاماریا (۲۰۱۳)
۱۴۵۲.۰	۲۹۹۷-۱۸	۲۳۰۷	۰.۰۷۹-۰	۰.۱۸۳-۰	-۰.۸۷۷۹	۰.۰۰۱	یانگ و زو (۲۰۱۶)
۲۸۱۸.۰	۵۹۹۶.۹	۳۲۷	۰.۲۹۴.۰	۰.۶۷۵.۰	۱.۲۲۸۹	۲۲.۰	ایشیا (۲۰۱۶)
۳۲۳۱.۰	۵۹۲۲.۱۶	۸۵۲	۰.۱۹۵.۰	۰.۴۴۸.۰	۱.۳۱۱۶	۰.۱۹	لیستون، هورتا و هاگ (۲۰۱۴)
۸۸۷۷.۰	۴۱۶۵.۴۹	۲۷۵۱	۰.۱۸۰.۰	۰.۴۱۳.۰	۲.۱۷۱۲	۰.۰۰۳	چیانگ، تسای و لی (۲۰۱۱)
۰.۱۹۹.۱	۷۵۲۹.۴۳	۱۸۷۷	۰.۲۳۳.۰	۰.۵۳۶.۰	۲.۳۲۸۳	۰.۲۰	جوزف، وینتوکی و ژانگ (۲۰۱۱)
۹۳۳۱.۰	۷۸۹۶.۲۹	۹۵۱	۰.۳۱۳.۰	۰.۷۲۰.۰	۲.۲۲۹۷	۰.۰۰۲۶	استمبگ، یو و یوان (۲۰۱۴)
۰.۴۰۲.۲	۵۷۴۴.۳۷	۶۹۲	۰.۵۴۳.۰	۱۲۴۴.۰	۳.۳۰۴۶	۰.۰۰۰۱	کدیلی (۲۰۱۵)
۷۹۴۸.۰	۴۳۹۲.۳۹	۱۹۵۷	۰.۰۲۰۲	۰.۴۶۴.۰	۲.۰۵۵۱	۰.۰۰۴	لو پنگ، چن و وی (۲۰۱۴)
۹۶۰۵.۰	۲۵۷۹.۵۹	۳۶۵۶	۰.۱۶۲.۰	۰.۳۷۳.۰	۲.۲۵۸۱	۰.۰۰۲۴	اسپیرو (۲۰۱۳)
۰.۷۰۵.۰	۷۸۹۹-۶	۶۵۴	۰.۱۰۴-۰	۰.۲۳۹-۰	-۰.۶۱۲۸	۰.۰۰۱۴	نی، وانگ و زو (۲۰۱۵)
۸۶۵۸.۰	۸۵۹۶.۲۸	۹۶۲	۰.۳۰۰.۰	۰.۶۹۰.۰	۲.۱۴۷۵	۰.۰۰۳۲	یوگور و تاس (۲۰۱۳)
۲۲۹۳.۰	۱۲۳۱.۲۴	۲۵۳۸	۰.۰۹۵.۰	۰.۲۱۹.۰	۱.۱۰۳۳	۰.۰۰۲۷	شایم و رحمان (۲۰۱۵)
۰.۳۰۹۴	۲۷۴۹.۲۳	۱۷۵۱	۰.۱۳۳.۰	۰.۳۰۶.۰	۱.۲۸۲۰	۰.۰۰۲	آبس و عبدالهی زوج (۲۰۱۵)
۲۲۹۱.۰	۶۸۴۲.۱۷	۱۳۶۵	۰.۱۳۰.۰	۰.۲۹۸.۰	۱.۱۰۳۵	۲۷.۰	سان، نجنند و شن (۲۰۱۶)
۴۸۱۱.۰	۱۹۳۱.۲۷	۱۵۳۷	۰.۱۷۷.۰	۰.۴۰۷.۰	۱.۵۹۹۱	۱۱.۰	چانگ، هانگ و یه (۲۰۱۲)
۰.۴۱۴.۲	۴۰۴۸.۶۱	۱۸۴۷	۰.۳۳۲.۰	۰.۷۶۴.۰	۲۹۵۸.۳	۰.۰۰۱۰	کوراتولا، دونادلی، کیزی، ریدل (۲۰۱۶)
۰.۴۱۴.۲	۳۳۴۹.۵۸	۱۶۶۷	۰.۳۵۰.۰	۰.۸۰۴.۰	۲۹۶۴.۳	۰.۰۰۱۰	کوماری و ماهاکود (۲۰۱۵)
۰.۴۱۸.۲	۶۸۵۸.۸۸	۳۸۵۲	۰.۲۳۰.۰	۰.۵۳۰.۰	۲۹۳۱.۳	۰.۰۰۱۰	ریو، کیم و یانگ (۲۰۱۶)
۰.۱۲۵.۱	۸۶۹۸.۱۳	۱۹۰	۰.۷۳۰.۰	۱۶۶۵.۰	۳۴۶۱.۲	۰.۰۰۲۰	ژانگ، شن و ژانگ (۲۰۱۷)
۹۵۸۶.۰	۳۱۲۷-۴۳	۱۹۵۷	۰.۲۲۱-۰	۰.۵۰۹-۰	۲۵۷۱-۲	۰.۰۰۳۲.۰	چن، چن و لی (۲۰۱۳)
۹۶۶۲.۰	۱۸۷۳.۳۳	۱۱۶۴	۰.۲۸۵.۰	۰.۶۵۶.۰	۲۴۴۳.۲	۰.۰۰۲۵.۰	بوری (۲۰۱۶)
۱۸۹۳.۱	۸۷۱۷.۴۴	۱۶۹۳	۰.۲۶۵.۰	۰.۶۱۰.۰	۵۱۴۹.۲	۰.۰۰۱۲.۰	بلسیلار، بوتانو، دمیرر و گپتا (۲۰۱۷)

$w*ES_{zr}^2$	$w*ES_{zr}$	$W*ES$	$W$	$ES_{zr}$	$ES^*$	مقدار آماره	نویسنده
۱۱۱۷.۱	۰۰۸۶.۲۱	۳۹۷	۰۵۲۹.۰	۱۲۱۲.۰	۴۴۳۰.۲	۰۱۵.۰	هارپر (۲۰۱۷)
۰۵۴۵.۱	۶۷۴۵.۴۱	۱۶۴۷	۰۲۵۳.۰	۰۵۸۲.۰	۳۶۸۰.۲	۰۱۸.۰	اسمیتز (۲۰۰۹)
۱۳۷۵.۱	۷۵۳۲.۳۷	۱۲۵۳	۰۳۰۱.۰	۰۶۹۳.۰	۴۶۰۷.۲	۰۱۴.۰	آدوم و کومار (۲۰۱۶)
۹۴۴۵.۰	۹۸۴۸.۱۸	۳۸۲	۰۴۹۷.۰	۱۱۳۹.۰	۲۵۰۳.۲	۰۲۵.۰	هوانگ، جیانگ، تو و ژو (۲۰۱۳)
۰۳۹۲.۲	۵۲۷۶.۳۰	۴۵۷	۰۶۶۸.۰	۱۵۲۶.۰	۳۱۱۹.۳	۰۰۱.۰	جیت سازان و کیماسی (۱۳۹۴)
۰۳۲۰.۲	۰۸۵۸.۱۵	۱۱۲	۱۳۳۷.۰	۳۰۰۶.۰	۳۷۹۵.۳	۰۰۱.۰	سرلک، علیپور و وکیلی فرد (۱۳۹۱)
۰۷۲۱.۱	۴۷۵۴.۸	۶۷	۱۲۶۵.۰	۲۸۳۳.۰	۴۷۱۶.۲	۰۱۶.۰	حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲)
۲۱۹۳.۱	۳۹۸۱.۱۱۸	۱۱۴۹	۰۱۰۳.۰	۰۲۳۷.۰	۵۴۳۱.۲	۰۱۱.۰	اکس نی، وانگ و اکسیو (۲۰۱۶)
۰.۶۰۳۸	۹۲۴۳.۷	۱۰۴	۰۷۶۲.۰	۱۷۳۷.۰	۸۲۴۲.۱	۰۷۱.۰	استمیز، گلاسر و ویر (۲۰۰۹)
۴۸۵۲.۱	۳۵۹۲.۵۳	۱۹۱۷	۰۲۷۸.۰	۰۶۴۰.۰	۸۱۰۳.۲	۰۰۵.۰	کانیل، سار و تیمان (۲۰۰۴)
۰۳۴۷.۲	۳۳۰.۱۸	۱۶۵	۱۱۱۰.۰	۲۵۰۳.۰	۳۵۰۵.۳	۰۰۱.۰	فینتر ریونری (۲۰۱۰)
۰۵۴۱.۱	۵۸۱۳.۳۴	۱۱۳۵	۰۳۰۵.۰	۰۷۰۱.۰	۳۶۹۱.۲	۰۱۸.۰	کومار، پیگ و اسپالت (۲۰۱۴)
۶۹۹۵.۰	۹۹۲۹.۳۳	۱۶۵۲	۰۲۰۶.۰	۰۴۷۳.۰	۹۲۸۲.۱	۰۵۴.۰	فریجنز، ورسکور و زوینکلس (۲۰۱۲)
۷۹۴۸.۰	۶۹۰۵.۳۹	۱۹۸۲	۰۲۰۰.۰	۰۴۶۱.۰	۰۵۵۱.۲	۰۴۰.۰	رنجان داش و ماهاکود (۲۰۱۳)
۸۰۱۱.۱	۰۲۰۸.۱۹۰	۲۰۰۴	۰۰۹۵.۰	۰۲۱۸.۰	۰۹۰۶.۳	۰۰۲.۰	چن (۲۰۱۶)
۴۸۸۴.۱	۹۸۰۱.۱۰	۸۱	۱۳۵۶.۰	۳۰۲۴.۰	۹۰۷۴.۲	۰۰۴۷.۰	جیانگ، لی، مارتین و زو (۲۰۱۷)
۰۲۲۴.۰	۴۷۹۶.۵	۱۳۳۹	۰۰۴۱.۰	۰۰۹۴.۰	۳۴۵۲.۰	۷۳.۰	مازیاد التواجری (۲۰۱۷)
۰.۱۱۰۹	۱۵۸۴.۵	۲۴۰	۰۲۱۵.۰	۰۴۹۴.۰	۷۷۱۸.۰	۴۴۱.۰	چما، مانو و سز لکسیک (۲۰۱۵)
۷۹۶۶.۱	۸۵۵۰.۶۵	۲۴۱۴	۰۲۷۳.۰	۰۶۲۷.۰	۰۹۰۲.۳	۷۴.۰	جاو، جوی و میان (۲۰۱۹)
۰۳۸۸.۰	۵۵۱۹.۷	۱۴۷۱	۰۰۵۱.۰	۰۱۱۸.۰	۴۵۳۹.۰	۶۵.۰	پینتر و انری (۲۰۱۳)
۰۴۱۱.۲	۶۱۲۰.۵۰	۱۲۵۵	۰۴۰۳.۰	۰۹۲۶.۰	۲۹۸۳.۳	۰۰۱.۰	توماس رنالت (۲۰۱۷)
۱۸۲۲.۰	۷۸۱۲۶	۳۳۵	۰۲۳۳.۰	۰۵۳۶.۰	۹۸۷۷.۰	۳۲۴.۰	توماس لکس (۲۰۱۲)
۵۸۸۷.۲	۳۹۳۲.۵۰	۹۸۱	۰۵۱۴.۰	۱۱۷۷.۰	۷۱۹۰.۳	۰۰۴۷.۰	گو (۲۰۱۷)
۷۳۵۳.۰	۹۴۴۵.۳۲	۱۴۷۶	۰۲۲۳.۰	۰۵۱۳.۰	۹۷۷۴.۱	۶۵.۰	فتیتی و هدهری (۲۰۱۸)
۸۵۵۰.۲	۴۳۵۹.۶۱	۱۳۲۲	۰۴۶۵.۰	۱۰۶۶.۰	۹۰۲۵.۳	۰۰۱.۰	کوماری (۲۰۱۹)
۹۶۰۸.۰	۵۰۵۱.۱۱۲	۱۳۱۷	۰۰۸۵.۰	۰۱۹۷.۰	۲۵۷۴.۲	۰۲۴.۰	پیکیرا کو، ساکس و تاشونیس (۲۰۱۸)
۸۵۵۰.۲	۵۴۱۲.۶۲	۱۳۷۰	۰۴۵۷.۰	۱۰۴۷.۰	۹۰۲۱.۳	۰۰۱.۰	سیک، کیم، کیم سیو (۲۰۱۵)
۳۸۲۵.۱	۰۳۹۱.۲۴	۴۱۸	۰۵۷۵.۰	۱۳۱۷.۰	۷۲۵۰.۲	۰۰۶۷.۰	میان و سانکاراگور و سوامی (۲۰۱۲)

نویسنده	مقدار آماره	ES*	ESzr	W	W* ES	w*ES <sub>zr</sub>	w*ES <sub>zr</sub> <sup>2</sup>
فانگ، یو و هو آنگ (۲۰۱۸)	۰۰۷۰	۷۰۳۳۰۲	۰۹۱۱۰	۰۳۹۷۰	۸۷۱	۵۴۰۷۰۳۴	۳۶۹۸۰۱
بیگ (۲۰۱۵)	۰۲۱۰	۳۱۴۷۰۲	۰۹۸۶۰	۰۴۳۰۰	۵۴۳	۳۲۲۷۰۲۳	۰۰۱۸۰۱
زو و یانگ (۲۰۱۹)	۰۰۶۵۰	۷۲۵۶۰۲	۰۷۳۲۰	۰۳۱۸۰	۱۳۷۷	۸۳۰۰۴۳	۳۹۵۶۰۱
مبانگ، دارات و پارک (۲۰۱۸)	۰۳۰	۱۷۵۴۰۲	۰۰۸۹۲	۰۰۳۸۸	۵۸۷	۸۰۰۹۰۲۲	۸۸۵۷۰۰
شن، یو و زاو (۲۰۱۷)	۰۰۵۰	۸۱۳۶۰۲	۰۹۰۷۰	۰۳۹۵۰	۹۵۱	۵۷۱۱۰۳۷	۴۸۴۳۰۱
یانگ، جهانگ و چانگ (۲۰۱۶)	۴۹۰	۷۴۷۸۰۲	۰۷۹۳۰	۰۳۴۵۰	۱۱۹۰	۰۷۱۱۰۴۱	۴۱۷۵۰۱
هی و کسی (۲۰۱۵)	۴۸۰	۷۰۷۸۰	۰۵۲۲۰	۰۲۲۷۰	۱۸۰	۰۸۸۲۰۴	۰۹۲۹۰۰
گو، سان و گیان (۲۰۱۷)	۰۰۳۰	۹۷۷۶۰۲	۱۰۸۴۰	۰۴۷۳۰	۷۴۳	۱۰۸۱۰۳۵	۶۵۸۹۰۱
چارد، دسومسک و کوتموس (۲۰۱۶)	۵۵۰	۵۹۸۱۰	۰۲۲۶۰	۰۰۹۸۰	۶۹۴	۸۲۷۰۰۶	۰۶۷۲۰۰
پنگ، چن وی (۲۰۱۴)	۰۰۱۰	۸۹۶۵۰۳	۰۷۵۱۰	۰۳۲۷۰	۲۶۷۴	۳۷۴۲۰۸۷	۸۵۵۰۰۲
فیشر و استامن (۲۰۰۰)	۴۷۰	۷۲۲۶۰	۰۱۳۹۰	۰۰۶۱۰	۲۶۸۱	۲۳۹۱۰۱۶	۰۹۸۴۰۰
اوپرا و بارد (۲۰۱۴)	۱۵۰	۴۴۹۰۰۱	۱۳۱۱۰	۰۵۳۰	۱۱۷	۷۰۲۰۰۶	۳۸۳۹۰۰
لی (۲۰۱۹)	۰۵۵۰	۹۱۹۳۰۱	۰۲۶۷۰	۰۱۱۶۰	۵۱۶۲	۸۶۳۳۰۵۹	۶۹۴۲۰۰
رشید، فایزه و کریم (۲۰۱۸)	۱۶۰	۴۰۶۹۰۱	۰۵۸۴۰	۰۲۵۴۰	۵۷۵	۶۰۵۰۰۱۴	۳۷۱۰۰۰
یانگ (۲۰۱۵)	۰۰۴۰	۸۸۱۵۰۲	۰۶۴۵۰	۰۲۸۱۰	۱۹۸۳	۶۴۶۶۰۵۵	۵۶۱۵۰۱
سان، یو، رنیستین و چریک (۲۰۰۹)	۰۰۱۰	۹۱۴۲۰۳	۱۴۹۴۰	۰۶۵۴۰	۶۶۸	۶۷۲۲۰۴۳	۸۵۵۲۰۲
<b>جمع</b>							
		۵۰۳۸۳	۲۰۲۰۹۷	۴۰۱۳۲۱	۲۰۷۹۰۹۷۶	۷۸،۱۸۳۸	

میانگین اثر ۰۰۱۵۷، انحراف معیار اندازه اثر ۰،۱۳۵۳، کران پایین ۰،۰۱۰۳، کران بالا ۰،۲۱۱، درجه آزادی (df) ۷۱، آماره کای دو (Q) ۴۵،۴۴۳۵، مقدار بحرانی با ۷۱ درجه آزادی ۱۰۱،۶۲۱۴

## ۶- بحث و نتیجه گیری

فرا تحلیل، روشی آماری است که به منظور ترکیب نتایج مطالعات مستقل آزمایشی و همبستگی که دارای پژوهشی یکسان درباره یک موضوع واحد می باشد انجام و به یک برآورد و نتیجه واحد منجر می شود. این روش آماری کمک می کند تا جمع بندی اطلاعات پژوهش های مختلف و خلاصه نمودن آن ها بصورت عینی صورت پذیرند و نظرات شخصی تأثیر خاصی در این فرآیند نداشته باشد. کاربرد صحیح فرا تحلیل می تواند پژوهشگران هر حوزه را از محدوده دانش انباشته شده درباره هر موضوع، قوت و ضعف کارهای انجام شده، ابعاد شناخته شده و زمینه ها و زوایای ناشناخته، بینش ها و روش های مناسب تر آگاه کند و مانع تکرار اشتباهات گذشتگان و هدر دادن وقت و انرژی آن ها شود.

هدف از انجام این پژوهش، ارائه پاسخی به تناقضات و ناسازگاری‌های مطالعات مربوط به گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام است. نتایج بررسی ۷۲ مطالعه انجام شده بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام حاکی از آن است بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که حالات و احساسات سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری بر منطق تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیر بسزایی دارد. و ایده رفتار کاملاً "عقلایی سرمایه‌گذاران که همواره بدنبال حداکثرسازی مطلوبیت خود هستند جهت توجیه رفتار و واکنش بازار کافی نیست. این نتیجه به نوعی با ادبیات پژوهش مطابقت دارد. هیجانی بودن بازار سهام و جو روانی در بازار سرمایه همواره یکی از اثرگذارترین متغیرها بوده است. بارها اتفاق افتاده که فضای روانی حاکم بر بورس و هیجاناتی از جنس ترس و طمع موجب منفی و مثبت شدن بازار و حرکت ناگهانی قیمت سهام شده است. در این هیجانات افراد فعال در بازار بیشترین زیان و آسیب را متحمل می‌شوند، آنچه باعث تشدید زیان در این مواقع می‌شود عدم توانایی کنترل احساسات به خاطر عدم شناخت مباحث رفتاری و روانشناسی است. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران باعث انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی شده و منجر به قیمت‌گذاری نادرست می‌شود. قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها، تصمیمات تامین مالی و به تبع آن تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار داده و موجب انحراف تصمیمات ارکان راهبردی شرکت از تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود. بسیاری از پژوهشگران معتقدند که یکی از دلایل اصلی ناکارایی بازار، تأثیر پذیری از حالات و احساسات افراد می‌باشد و با توجه به اهمیت نقش افراد در موقعیت‌های تصمیم‌گیری اقتصادی و پیامدهای ناشی از این تصمیمات، لازم است توجه بیشتری به این حوزه از مطالعات مبذول شود. با توجه به نتایج پراکنده و متناقضی که در ادبیات بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام وجود دارد، مدیران می‌توانند از نتایج قابل اتکای فراتحلیل در زمانی که سیگنال‌هایی از بازار (خرید و فروش هیجانی، وجود شایعات و اخبارهای غیر رسمی در بازار،...) مبنی بر رفتارهای احساساتی سرمایه‌گذاران دریافت می‌کنند، و سعی بر ارائه اطلاعات تکمیلی از طریق گزارشاتی به بورس اوراق بهادار دارند که باعث می‌شود بازار سرمایه به سمت عقلانیت و فاصله گرفتن از احساسات هدایت شود استفاده کنند. سرمایه‌گذاران هم می‌توانند از نتایج قابل اتکای فراتحلیل نسبت به وجود تبعات منفی تصمیم‌های احساسی آگاه شده و از بروز رفتارهای احساسی اجتناب نمایند، تحلیل‌گران مالی نیز می‌توانند از نتایج قابل اتکای فراتحلیل برای راهنمایی سرمایه‌گذاران از عدم خرید و فروش هیجانی بهره ببرند. این



پژوهش ضمن ایجاد بیش‌تری روشن نسبت به دلایل وجود تناقضات پیرامون گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام، برای مخاطبان دیدگاه یکپارچه‌ای را فراهم می‌نماید. با توجه به تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام، سرمایه‌گذاران باید هنگامی که در بازار اخبار هیجانی و احساساتی زودگذر وجود دارد، با دقت بیشتری به خرید و فروش مبادرت ورزند و هم چنین به کارگزاران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود، علاوه بر متغیرهای اقتصادی و حسابداری تأثیرگذار بر نوسانات بازده سهام، به ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نیز توجه شود.

علیرغم محبوبیت و کاربردهای فراوان این روش در سایر رشته‌های علمی، فراتحلیل در ادبیات حسابداری چندان مورد توجه قرار نگرفته است. روش شناسی مزبور به وضوح می‌تواند در یکپارچه‌سازی نتایج مطالعات و رفع ناسازگاری‌ها به ویژه در حوزه‌های دارای شواهد متناقض از قبیل حوزه تئوری اثباتی، ساختار مالکیت، شاخص‌های سطح افشا، ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و پذیرش استانداردهای بین‌المللی حسابداری و ... پر کاربرد باشد در انجام این پژوهش محدودیت‌های زیادی وجود داشت که سبب شد دسترسی به بعضی از مطالعات امکان پذیر نباشد. از طرفی بانک‌های اطلاعاتی که مطالعات از آن استخراج شده‌اند، کامل نیستند و بنابراین تعدادی از پژوهش‌های در این مقاله گنجانیده نشده است.

## منابع و مآخذ

۱. ابراهیمی سروعلیا، محمد حسن؛ محمد مرفوع و فاطمه قنبرلو. (۱۳۹۵). "رابطه هوش معنوی با تورش های رفتاری در سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، ۹ (۳۳): ۱۵۴-۱۳۱.
۲. انتظاری، علی و نادر مهری. (۱۳۹۲). "درآمدی بر فراتحلیل. تهران"، انتشارات جامعه شناسان. چاپ اول.
۳. بذرافشان، آمنه؛ رضوان حجازی؛ علی رحمانی و سوسن باستانی. (۱۳۹۴). "فراتحلیل استقلال کمیته حسابرسی و کیفیت گزارشگری مالی"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۸(۲۵): ۱۱۷-۱۰۱.
۴. بدری، احمد و احمد کوچکی. (۱۳۹۲). "حجم معاملات و بازده سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران بر اساس تحلیل مالی رفتاری"، فصلنامه حسابداری مالی. سال (۵)، شماره (۱۸)، ۱-۲۴. چیت سازان، هستی و مسعود کیماسی. (۱۳۹۴). "تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر بازار آتی سکه طلا"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. سال (۸)، شماره (۲۷)، ۱۱۹-۱۳۳.
۵. حیدرپور، فرزانه؛ یداله تاری وردی و مریم محرابی. (۱۳۹۲). "تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. ۶(۱۷): ۱۳-۱.
۶. ستایش، محمد حسین و کاظم شمس الدینی. (۱۳۹۵). "بررسی رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت های حسابداری، ۸(۱): ۱۲۵-۱۰۳.
۷. سرلک، کبری؛ زهرا علی پور درویش و حمیدرضا وکیلی فرد. (۱۳۹۱). "تأثیر تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاری و متغیرهای تکنیک بنیادی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. ۵(۱۶): ۱-۱۲.
۸. شعری آناقیز، صابر؛ یحیی حساس یگانه؛ مهدی سدیدی و بنیامین نره ئی. (۱۳۹۵). "تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری"، فصلنامه حسابداری مالی، ۸ (۳۲): ۱-۳۷.
۹. عباس زاده، محمد رضا؛ رضا حصارزاده؛ مهدی جباری نوقابی و سولماز عارفی اصل. (۱۳۹۴). "فراتحلیل حاکمیت شرکتی و مدیریت سود"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱(۲۲): ۵۹-۸۴.

۱۰. مران جوری، مهدی و جهانگیر رضوانی. (۱۳۹۷). "فرا تحلیل در مطالعات حسابداری"، پژوهش های حسابداری. ۸(۳):۱۲۹-۱۵۲.
۱۱. هومن، حیدر علی. (۱۳۹۰). "راهنمای عملی متاآنالیز در پژوهش علمی. تهران"، انتشارات سمت، چاپ دوم.
12. Aissia, D. (2016). Home and forging investor sentiment and the stock returns. *The Quarterly Review Of Economics And Finance*. 59:71-77.
13. Abbas, M., M. Abdelhedi-Zouch.(2015), Does Hajj Pilgrimage Affect The Islamic Investor Sentiment. *Research In International Business Finance*35:138-152.
14. Aveyard, H. (2010). *Doing Literature Review In Health And Social Care: A Practical Guide*. Uk.Open University Press.
15. Balcilar, M., M. Bonato, R. Demirer, and R. Gupta.(2017). The Effect Of investor Sentiment On Gold Market Return Dynamics.*Resources Policy* 51:77-84.
16. Buckley, P.,T. Devinney, and R. Tang.(2013).Meta-Analysis Research In International Business And International Management.*AdvancesIn International Management* 26:263-297.
17. Bialkowski, J.,A.Etebari,And T.Wisniewski.(2012). Investor Sentiment And Stock Returns During Ramadan. *Journal Of Banking and Finance* 36:835-845.
18. Baker, M., and J.Wurgler. (2007). Investor sentiment in the stock market. *The Journal of Economic Perspective*, 21 (2),129-152.
19. Brierley, J., and C. Cowton(2000).Putting Meta-Analysis To Work:Accounting Organizational Professional Conflict.*Journal Of Business Ethics*24(4):343-353.
20. Curatola, G., M. Donadelli, R.Kizys, and M. Riedel. (2016). Investor Sentiment And Sectoral Stock Returns. *Finance research letters* 17:267-274.
21. Chung, S., C. Hung, and C.Yeh.(2012). When Does Investor Sentiment Predict Stock Returns?*Journal Of Empirical Finance*19:217-240.
22. Chiang, M., I. Tsai, and C.Lee. (2011). Fundamental Indicators , Bubbles In Stock Returns And Investor Sentiment. *The Quarterly Review Of Economics And Finance* 51:82-87.
23. Danbolt, J., A. Siganos and E. Nanos .(2015) . Investor sentiment and bidder announcement abnormal returns . *Journal Of Corporate Finance* 33:164-179.
24. Derfuss, K.(2009).The Relationship Of Budgetary Participation And Reliance On Accounting Performance Measures With Individual Level Consequent Variables: A Meta-Analysis. *European Accounting Review*18(2):203-239.
25. Frugier,A.(2016).Returns,Volatility And Investor Sentiment.Research in International Business and Finance38:45-55.
26. Grundy, B.D ., and H. Li, (2010). Investore Sentiment , Executive Eompensation , And Corporate Investment. *Journal of Banking Finance*, 34(10) , 2439-2449.

27. Hengelbrock, Jordis, Theissen, Erik and Westhid, Christian,(2009). Market Response to Investor Sntiment , Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
28. Huang,D,Jiang,F,Tu, J, Zhou,G(2015).Investor Sentiment Aligned:A Powerful Predictor of Stock Returns, Review of financial study, 28(3),PP.791-837
29. Joseph, K., M. Wintoki , and Z. Zhang. (2011) .Forecasting Abnormal Stock Returns And Trading Volume Using Investor Sentiment .Internatinal Journal Of Forecasting 27:1116-1127.
30. Kumari, J., J. Mahakud. (2015). Does Investor Sentiment Predict The Asset Volatility.Journal Of Behavioral And Exprimental Finance 8:25-39.
31. Kim, S., and D .Dongcheol.(2014).Investor Sentiment From Internet message Posting And The redictability OF stock Returns. Journal Of Economic Behavior Organization 107:708-729.
32. Kirca, A., and A . Yaprak.(2010). The Use Of Meta-Analysis In International Business Research. International Business Review 19(3): 306-314.
33. Liu, X., H. Vredenburg, and p. Steel.(2014). A Meta-analysis Of Factors Leading To Management Control In International Joint Ventures. Journal Of International Management, 20(20):219-236.
34. Lipsey, W., D. Wilson. (2001). Practical Meta-Analysis Thousand Oaks ,CA: Sage Publications.
35. Lin, J.,and M. Hwang.(2010). Audit Quality , Corporate Governance And Earning Management, International Journal Of Auditing 14(1):57-77.
36. Ni, Z., D. Wang, and W.Xue .(2015). Investor Sentiment And its Nonlinear Effect On Stock Returns.EconomicModelling50:266-274.
37. Peng, C., K. Chen, and A.Wei .(2014). Investor Sentiment, Customer Satisfaction And Stock Returns.European Journal Of Marketing 49:827-580.
38. Paudel, J.(2010). A Behavioral Approach to stock Pricing. Thesis Mathematical Economics, Faculty of Economics and Business, the Colorado Colleg.
39. Pomeroy, B., D. Thornton.(2008). Meta-Analysis And The Accounting literature .European Accounting Review,17(2):305-330.
40. Petticrew, M., and H. Roberts. (2006). Systematic Review In The Social Science: A Practical Guide. Oxford, Uk: Blackwell Publishing Ltd.
41. Sun, L., M. Najand, and J.shen.(2016). Stock Return Predictability And Investor Sentiment .Journal Of Banking And Finance 73:147-164.
42. Stambaugh, R., J. Yu, and Y. Yuan.(2014). The Long Of It :Odds That Investor Sentiment Spouriously Predicts Anomaly Returns. Journal Of Financial Economics24:1-8.

43. Sayim, M., H. Rahman.(2015). An Exmination Of U.S Institutional And Individual Investor Sentiment Effect On The Turkish Stock Markets.Global Financial Journal 26:1-17.
44. Smales, Lee, A.(2014). News sentiment and the investor fear gauge. Finance Research Letters, 11 (2),122-130
45. Spyrou, S.(2013). Investor Sentiment And Yield Spread Determinants. Journal Of Economic studies 40:739-762.
46. Souissi, M., H. Khlif. (2012). Meta-Analytic Of Disclosure Level And Cost Of Equity Capital. International Journal Of Accounting And Information Management, 20 ( 1): 49-62.
47. Tsai, C. (2017). Diffusion Of Optimistic And Pessimistic Investor Sentiment. International Review Of Economics and Finance 47: 22-34.
48. Uyger, U ., and O. TAS. (2014). The Impacts Of Investor Sentiment On Returns And Conditional Volatility Of International Stock Markets. Qual Quant 48:1165-1179.



## Meta-Analysis of the Relationship between Investor Sentiment and Stock Returns

Abdoulgafour Mohammadzadeh\*

Forough Heirany<sup>۵</sup>

Akram Taftiyan<sup>۶</sup>

### Abstract:

The objective of this paper is to offers a Meta-analysis of the relationship between Investor Sentiment and Stock Returns. Although it is taken for granted in the scientific research area that sentiment do influence stock returns, they have produced contradictory and inconsistent results. This paper applies meta-analysis, which is considered among quantitative statistic metods, in order to integrate the existing body of research and identify the moderators of the relationship between Investor Sentiment and Stock Return. The results of studies conducted about this relationship indicate that these studies are heterogeneous. The recorded studies consisting of Master and Ph.d. theses as well as recognized national and international papers have been selected as research populatiob. Out of these 134 research, 72 cases were found qualified and suitable having the condition for studying meta-analysis. The results showed a significant relationship between Investor Sentiment and Stock Return.

**Keywords:** Investor Sentiment, Stock Returns, Meta-analysis, Effect size.

**JEL Classification:** G11, G40

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

4- PhD student, Yazd branch ,Islamic Azad University, Yazd, Iran

5- Assistant Professor, Yazd branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran. (Corresponding Author)  
Heirany@iauyazd.ac.ir

6- Assistant Professor, Yazd branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran