

Meta-Analysis of Macroeconomic Variables on the Capital Market with Emphasis on the Role of the Government

Mohammad Nikoonesbati*¹, Javad Shekarkhah², Meysam Amiri³

High lights

- The results of the meta-analysis show that among the variables, GDP, oil price, and gold price had the greatest impact on capital market returns
- Many indicators affecting the capital market, such as interest rates, are directly dependent on government decisions.

1. Ph.D. Student, Department of Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.
2. Associate Professor, Department of Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.
3. Assistant Professor, Department of Finance and Banking, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

Corresponding Author:

Mohammad Nikoonesbati

Email: mnikoo8686@gmail.com

Receive Date: 15 December 2025

Revise Date: 12 March 2026

Accept Date: 14 March 2026

Publish Date: 15 March 2026

How to Cite:

Nikoonesbati, Mohammad; Shekarkhah, Javad; Amiri, Meysam; (2026). Meta-analysis of macroeconomic variables on the Capital market with emphasis on the role of the government, *Governmental Accounting*, 12 (24), 79-98.

ABSTRACT

Purpose: Since the emergence of the Capital market, a large number of studies have focused on it, examining various issues, especially the factors affecting this market and finding models to predict its performance. The performance of the Capital market is affected by various variables, including macroeconomic variables, and the relationship between macroeconomic variables and the capital market has always been an interesting topic for both researchers and investors, which has led to a large number of research in this field. Despite the extensive research conducted in this regard, there is no complete consensus on the most important variables affecting the Capital market and the role of the government in this regard, and the results presented in different studies are different and sometimes contradictory.

Research Method: in order to extract a set of variables and integrate them in this study, with a different approach and based on the meta-analysis method using comprehensive software (CMA2), the most important economic variables affecting the Capital market and determining the variables that are most affected by government decisions have been studied, considering the existing literature in this field. For this purpose, based on the search protocol and article selection index, the results of statistical analysis of 61 studies in this field were used.

Findings: The review of the selected articles led to the identification of 10 influential economic variables, of which 3 indicators are directly influenced by government decisions and the other indicators are indirectly influenced by government decisions. The results of the meta-analysis show that among the variables, GDP, oil price, and gold price had the greatest impact on capital market returns, respectively, and that there was a weak relationship or no relationship between the other economic variables and capital market returns.

Conclusion, Originality and its Addition to Knowledge: Many indicators affecting the capital market, such as interest rates, are directly dependent on government decisions, which itself indicates the importance of the government's role in this market. Governments should, while making sound policies in the capital market, avoid direct and unnecessary interventions in the market that lead to a decrease in investor confidence, and at the same time, increase the attractiveness of investing in this market through indirect and supportive tools to properly direct the financial resources available in society.

Keywords: Capital market, Economic variables, Government economy, Gross Domestic Product, meta-analysis.

JEL Classification: G1, E44, E62.

Copyright © 2026 The Authors. Published by Payame Noor University.



This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited; and does not alter or modify the article.

<https://gaa.journals.pnu.ac.ir/>

INTRODUCTION

Since the emergence of the Capital market, a large number of studies have focused on it, examining various issues, especially the factors affecting this market and finding models to predict its performance. The performance of the Capital market is affected by various variables, including macroeconomic variables, and the relationship between macroeconomic variables and the Capital market has always been an interesting topic for both researchers and investors, which has led to a large number of research in this field. Despite the extensive research conducted in this regard, there is no complete consensus on the most important variables affecting the Capital market and the role of the government in this regard, and the results presented in different studies are different and sometimes contradictory. In addition, analyzing price movements and behavior in the Capital market is very challenging because the behavior of Stock markets is dynamic and nonlinear with a non-stationary, non-parametric, and unstable nature.

The limitations of field studies and sometimes the existing differences have led to a more comprehensive perspective being presented in this research with a meta-analysis approach compared to past studies. Among the weaknesses of past studies that can be examined and resolved using the meta-analysis approach is the attention to the type of data, the method of data analysis, and other specific factors of each study that should be considered in extracting and analyzing data to reach an overall conclusion. Hence, the innovative contribution of the present research is the comprehensive and systematic examination of economic variables affecting the Capital market in past research. The three aspects that distinguish the present study from previous studies are: First, the present study

uses a meta-analysis approach to review the literature in this field. Second, the models, patterns, and approaches available in previous studies are examined in order to extract economic factors affecting Capital market performance by the role of the government, and finally, the effect of each of the aforementioned factors is examined according to the statistical tests used in the meta-analysis.

MATERIALS AND METHODS

Based on the research process, 12,262 initial articles were identified through keyword searches in various databases and were screened based on the articles' irrelevance to the fields of accounting, finance, and economics (6,195 rejected articles), similar articles (3,261 rejected articles), other initial indicators of acceptance and rejection of articles, including the elimination of short articles and conferences that are not credible and unrelated to the research topic and questions (1,722 rejected articles), article summaries (895 rejected articles), and based on a review of the article text for meeting the conditions for extracting effect sizes (128 rejected articles), and finally 61 articles were selected as final articles for analysis.

After selecting the articles and considering the meta-analysis approach, it is time to extract the data and calculate the effect size. In order to collect the required data in the form of a checklist for conducting meta-analysis, Excel software was used, and the Comprehensive Meta-Analysis (CMA2) software was used to perform calculations and analyze the collected data.

RESULTS AND DISCUSSION

According to the collected studies, research objectives and questions, and the extracted

checklist, and according to the meta-analysis steps, after reviewing and analyzing the research data in the (CMA2) software, the results of the meta-analysis regarding the factors affecting the Capital market show that among the 10 influential economic variables, of which 3 indicators are directly influenced by government decisions and the other indicators are indirectly influenced by government decisions and GDP, oil price, and gold price had the greatest impact on Capital market returns, respectively, and there was a weak relationship or no relationship between the other economic variables and Capital market.

CONCLUSION

According to the research findings, GDP with an effect size of 0.36 had the largest impact on Capital market returns among the variables studied. In all the previous studies, GDP growth had a positive impact on the Capital market, and this is the same for developed and developing countries. Perhaps the main reason for this is the direct impact that GDP growth has on Stock market development in all countries, and among the previous studies, not a single study was found that showed a negative relationship.

Oil price is another variable under study that, after GDP, with an effect size of 0.35, has the greatest impact on Capital market among the studies under study, along with gold price. Regarding the impact of oil price on Capital market returns, the type of relationship is very different depending on whether the country under study is an oil exporter or an oil importer. In the case of oil exporting countries, there is a positive relationship between oil price and Capital market returns, but in the case of oil importing countries, this relationship is completely opposite. One issue

that should be considered in this regard is the effect that the increase in domestic oil consumption has had in exporting countries and has reduced the intensity of the relationship.

The price of gold, along with the price of oil, has the greatest impact on Capital market among the previous studies, with an effect size of 0.35 after the GDP index. Regarding the price of gold, there are both positive and negative relationships among the previous studies, but in general, the gold market is an alternative market to the Capital market, and when the Capital market performance is poor, investors move towards this market. One of the reasons for this negative relationship is explained by Jain and Biswal (2016, p 181) as follows: At the same time, as the price of gold decreases in foreign markets, its imports increase, which causes an increase in interest rates and, consequently, a decrease in investment in the Stock market.

Totally Many indicators affecting the capital market, such as interest rates, are directly dependent on government decisions, which itself indicates the importance of the government's role in this market. Governments should, while making sound policies in the capital market, avoid direct and unnecessary interventions in the market that lead to a decrease in investor confidence, and at the same time, increase the attractiveness of investing in this market through indirect and supportive tools to properly direct the financial resources available in society.

Despite various tests performed to measure effect size and publication bias, including Rosenthal's fail-safe number test and the Duval and Tweedie trim and fill method, which all indicate the accuracy and precision of the research findings, there may be modulating variables that affect the

research results. Another limitation of the research is the lack of access to studies that have not been published in scientific journals due to the existence of results that are contrary to the trend of past research and

could affect the research results. Another issue that should be considered is that the studies under review were conducted in different spatial and temporal conditions, which can also affect the research results.

«مقاله پژوهشی»

فرا تحلیل متغیرهای کلان اقتصاد بر بازار سرمایه با تأکید بر نقش دولتمحمد نیکونستی^{۱*}، جواد شکرخواه^۲، میثم امیری^۳**نکات برجسته**

– نتایج فراتحلیل نشان می‌دهد که در میان متغیرهای مورد بررسی تولید ناخالص داخلی، قیمت نفت و قیمت طلا به ترتیب بیشترین تأثیر را بر بازار سرمایه داشته‌اند.

– بسیاری از شاخص‌های تأثیرگذار بر بازار سرمایه مانند نرخ بهره به طور مستقیم وابسته به تصمیمات دولت بوده که خود بیانگر اهمیت نقش دولت در این بازار است.

چکیده

موضوع و هدف مقاله: از زمان ظهور بازار سرمایه، تعداد زیادی از مطالعات بر روی آن متمرکز شده که به بررسی موضوعات مختلف بویژه عوامل تأثیرگذار بر این بازار و یافتن مدل‌هایی برای پیش‌بینی عملکرد آن می‌پردازند. عملکرد بازار سرمایه تحت تأثیر متغیرهای گوناگون از جمله متغیرهای کلان اقتصادی قرار می‌گیرد و رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی و بازار سرمایه همواره یک موضوع جالب هم برای محققان و هم برای سرمایه‌گذاران بوده که منجر به حجم انبوهی از پژوهش‌ها در این حوزه شده است. با وجود پژوهش‌های فراوان صورت گرفته در این خصوص، اجماع کاملی در زمینه مهمترین متغیرهای تأثیرگذار بر بازار سرمایه و نقش دولت در این خصوص وجود نداشته و نتایج ارایه شده در تحقیقات مختلف متفاوت و گاهی مغایر یکدیگر هستند.

روش پژوهش: برای استخراج مجموعه‌ای از متغیرها و یکپارچه‌سازی آن‌ها در این پژوهش، با رویکردی متفاوت و بر اساس روش فراتحلیل با استفاده از نرم افزار جامع (CMA2)، به بررسی مهمترین متغیرهای اقتصادی تأثیرگذار بر بازار سرمایه و تعیین متغیرهایی که بیشتر تحت تأثیر تصمیمات دولت هستند، با توجه به ادبیات موجود در این حوزه پرداخته شده است. به این منظور و بر اساس پروتکل جستجو و شاخص انتخاب مقالات، از نتایج تحلیل آماری ۶۱ مطالعه در این زمینه استفاده شد.

یافته‌ها: بررسی مقالات انتخاب شده منجر به شناسایی ۱۰ متغیر اقتصادی تأثیرگذار شد که ۳ شاخص تحت تأثیر مستقیم تصمیمات دولت قرار داشته و سایر شاخص‌ها به طور غیرمستقیم تحت تأثیر تصمیمات دولت قرار دارند. نتایج فراتحلیل نشان می‌دهد که در میان متغیرهای مورد بررسی تولید ناخالص داخلی، قیمت نفت و قیمت طلا به ترتیب بیشترین تأثیر را بر بازار سرمایه داشته‌اند و میان سایر متغیرهای اقتصادی مورد بررسی بازار سرمایه رابطه ضعیفی برقرار بوده و یا اصلاً رابطه‌ای وجود ندارد.

نتیجه‌گیری، اصالت و افزوده آن به دانش: بسیاری از شاخص‌های تأثیرگذار بر بازار سرمایه مانند نرخ بهره به طور مستقیم وابسته به تصمیمات دولت بوده که خود بیانگر اهمیت نقش دولت در این بازار است. دولت‌ها باید ضمن سیاست‌گذاری صحیح در حوزه بازار سرمایه از مداخلات مستقیم و غیرضروری در بازار که منجر به کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود پرهیز کرده و در عین حال با ابزارهای غیرمستقیم و حمایتی بتوانند جذابیت سرمایه‌گذاری در این بازار را برای هدایت صحیح منابع مالی موجود در جامعه افزایش دهند.

واژه‌های کلیدی: متغیرهای کلان اقتصادی، اقتصاد دولتی، فراتحلیل، بازار سهام، تولید ناخالص داخلی.

طبقه‌بندی موضوعی: E44, E62, G1

۱. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران
۲. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران
۳. استادیار، گروه مالی و بانکداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

نویسنده مسئول:

محمد نیکونستی
رایانامه:

mnikoo8686@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۹/۲۴

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۱۲/۲۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۱۲/۲۳

تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۱۲/۲۴

استناد به مقاله:

نیکونستی، محمد؛ شکرخواه، جواد؛ امیری، میثم؛ (۱۴۰۵)، فراتحلیل متغیرهای کلان اقتصاد بر بازار سرمایه با تأکید بر نقش دولت، حسابداری دولتی، ۱۲ (۲۴)، ۷۹-۹۸.

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۵. ناشر این مقاله، دانشگاه پیام نور است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و عدم تغییر یا تعدیل مقاله مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)



مقدمه^۱

بازارهای سرمایه و به طور ویژه بازار سهام یکی از جذابترین موضوعات زمان ما هستند که تأثیر چشمگیری بر بسیاری از زمینه‌ها مانند تجارت، آموزش، مشاغل، فناوری و در نتیجه بر روی اقتصاد داشته‌اند (هیرانشا و همکاران^۲، ۲۰۱۸). در طول سال‌ها، سرمایه‌گذاران و پژوهشگران علاقه‌مند به موضوع توسعه و آزمایش مدل‌های رفتار قیمت سهام بوده‌اند (فاما^۳، ۱۹۹۵).

با این حال، تجزیه و تحلیل حرکات و رفتار قیمت‌ها در بازار سرمایه به ویژه سهام بسیار چالش برانگیز است زیرا رفتار بازارهای سهام پویا و غیرخطی با ماهیت غیر ثابت، ناپارامتریک و ناپایدار هستند (ابومصطفی و عطیه^۴، ۱۹۹۶). مطابق پژوهش ژونگ و انکه^۵ (۲۰۱۷)، بازارهای سهام تحت تأثیر بسیاری از عوامل مرتبط با یکدیگر از جمله متغیرهای اقتصادی، سیاسی، روان‌شناختی، تصمیمات دولت و ویژگی‌های خاص شرکت قرار می‌گیرند که در این میان متغیرهای اقتصادی نقش پررنگی ایفا می‌کنند.

از زمان پژوهش‌های اولیه در این خصوص بویژه پژوهش چن، رول و راس^۶ (۱۹۸۶) و نیز اسپرم^۷ (۱۹۸۹)، مقالات مختلفی سعی در شناسایی ارتباط بین متغیرهای کلان اقتصادی و تغییرات قیمت سهام داشته‌اند (فلانری و پروتوپاداکیس^۸، ۲۰۰۲). با این حال، بیلسون، بریلزفورد و هوپر^۹ (۲۰۰۱) اشاره می‌کنند که تأثیر بالقوه متغیرهای کلان اقتصادی هنوز به طور مناسب بررسی نشده است و افزون بر این، اضافه می‌کنند که ادبیات موجود در درجه اول بر عوامل خرد اقتصادی متمرکز است. پرسش اصلی این است که آیا شرایط اقتصادی می‌تواند بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری واقعی موجود و پیرو آن بازار سرمایه تأثیر بگذارد (فلانری و پروتوپاداکیس، ۲۰۰۲). چونگ و نگ^{۱۰} (۱۹۹۸) و نیز الخوری^{۱۱} (۲۰۱۵) اظهار می‌کنند که نظریه‌های اقتصادی به روشنی بیان نمی‌کنند که کدام عوامل و چه تعداد از عوامل اقتصادی می‌توانند برای توضیح نوسانات بازار سهام استفاده شوند. موضوعی که در این میان اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کند شناسایی و اولویت بندی متغیرهای کلان اقتصادی تأثیرگذار بر بازار سهام با توجه به انبوه مطالعات انجام شده در این خصوص با توجه به متغیرهای تأثیرپذیر از تصمیمات دولت است.

در پژوهش‌های مختلف مربوط به عوامل تأثیرگذار بر بازار سرمایه به طور معمول بازده بازار به عنوان متغیر وابسته تعریف و بنا بر هدف مطالعه، متغیرهای مختلف به عنوان متغیر مستقل تعریف می‌شود. محدودیت‌های حاکم بر مطالعات میدانی و گاهی تفاوت‌های موجود باعث شده است تا در این پژوهش با رویکرد فراتحلیل دیدگاهی جامع‌تر نسبت به مطالعات گذشته ارائه شود. از جمله نقاط ضعف مطالعات گذشته که با استفاده از رویکرد فراتحلیل قابل بررسی و رفع است، توجه به نوع داده‌ها، روش تحلیل داده‌ها و سایر عوامل خاص هر مطالعه است که می‌بایست در استخراج و تجزیه و تحلیل داده‌ها برای رسیدن به یک نتیجه کلی مورد توجه قرار گیرد. از این رو سهم نوآوری پژوهش حاضر، بررسی جامع و نظام‌مند متغیرهای اقتصادی تأثیرگذار بر بازار سهام در پژوهش‌های گذشته است. سه وجه تمایز پژوهش حاضر با پژوهش‌های گذشته اول این است که پژوهش حاضر با استفاده از رویکرد فراتحلیل به بررسی ادبیات این حوزه می‌پردازد. دوم، مدل‌ها، الگوها و رویکردهای موجود در پژوهش‌های گذشته به منظور استخراج عوامل اقتصادی تأثیرگذار بر عملکرد بازار با تأکید بر متغیرهای تأثیرپذیر از تصمیمات دولت مورد بررسی قرار گرفته و در نهایت، میزان اثر هر یک از عوامل یادشده با توجه به آزمون‌های آماری مورد استفاده در فراتحلیل مورد بررسی قرار می‌گیرد.

ادامه ساختار مقاله اینگونه است که در بخش دوم، مبانی نظری و خلاصه‌ای از پیشینه پژوهش ارائه می‌شود. بخش سوم به روش‌شناسی پژوهش می‌پردازد. در بخش چهارم نتایج پژوهش به همراه آمار توصیفی ارائه می‌شود. در نهایت در بخش پنجم، بحث و تحلیل بر روی نتایج پژوهش و پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی ارائه می‌شود.

مبانی نظری، پیشینه پژوهش و توسعه فرضیه‌ها

رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی و بازار سرمایه یک موضوع جالب هم برای دانشگاهیان و هم برای پژوهشگران بوده است. از زمان ظهور بازار سهام، تعداد زیادی از مطالعات بر روی آن متمرکز شده که این موضوع منجر به حجم عظیمی از ادبیات در این زمینه شده است. نرخ بهره، نرخ تورم، نرخ ارز، حجم

۱. مقاله حاضر برگرفته از رساله دکتری است.

6. Roll, and Ross

7. Asprem

8. Flannery & Protopapadakis

9. Bilson, Brailsford, and Hooper

10. Cheung & Ng

11. El Khoury

2. Hiransha et al

3. Fama

4. Abu-Mostafa and Atiya

5. Zhong and Enke

رابطه مثبت بین بازده بازار سهام و شاخص تولید صنعتی وجود دارد.

مقالات نوشته شده پس از دهه ۹۰ میلادی بیشتر بر اثر اعلام تغییرات متغیرهای اقتصادی بر بازده سهام متمرکز شدند. مک کوین و رولی (۱۹۹۳) بیان کردند که واکنش ذینفعان بازار به اعلام تغییرات رخ داده در حالت‌های مختلف چرخه اقتصادی آمریکا بسیار متفاوت است. از این رو در دوره رونق اقتصادی بازار سهام به صورت منفی به فعالیت‌های واقعی سرمایه‌گذاری واکنش نشان می‌دهد. پژوهشگران این یافته را با افزایش بیشتر در نرخ تنزیل نسبت به افزایش در جریانهای نقد آتی مورد انتظار نشان می‌دهند که منجر به کاهش قیمت سهام در دوره رونق اقتصادی می‌شود. وابستگی زمانی تأثیر عوامل کلان اقتصادی بر بازار سهام توسط بادی و همکاران (۲۰۰۵) نیز مورد بررسی قرار گرفت. آن‌ها دریافتند که اعلام نرخ بالاتر بیکاری در طی دوره رونق اقتصادی تأثیر مثبتی بر بازار سهام دارد و این اثر در طی دوره رکود اقتصادی منفی است. برای توضیح این یافته، نویسندگان بیکاری بالاتر را به عنوان پیش‌بینی کننده نرخ بهره پایین‌تر و سود پایین‌تر شرکت‌ها در نظر می‌گیرند. قدرت نسبی این دو نتایج در چرخه‌های رونق و رکود اقتصادی متفاوت است، به طوری که میزان تأثیر اعلام نرخ بیکاری وابسته به چرخه تجارت است. فلائری و پروتوپاداکیس^۸ (۲۰۰۲) نشان دادند که بازده بازارهای سهام با تورم و رشد پول ارتباط چشمگیری دارند. آن‌ها یک مدل گارچ^۹ از بازده روزانه سهام ایالات متحده را تخمین زدند که در آن بازده تحقق یافته و نوسانات شرطی سهام به ۱۷ عامل کلان اقتصادی وابسته به تصمیمات اقتصادی دولت بستگی دارد. همچنین ۶ متغیر به عنوان عوامل تأثیرگذار بر قیمت سهام شناسایی کردند که شامل سه متغیر کم‌اهمیت‌تر یعنی شاخص قیمت مصرف‌کننده، شاخص قیمت تولیدکننده و حجم نقدینگی و سه مورد تأثیرگذارتر شامل تراز تجاری، نرخ اشتغال و میزان سرمایه‌گذاری در مسکن می‌شد. ارونزا و هوگان^{۱۰} (۱۹۹۸) از طریق مدل‌های واریانس بررسی کردند که آیا عوامل کلان اقتصادی، تغییرات زمانی را در هفت مورد از نوسانات بازار سهام اروپا در خلال سال‌های ۱۹۵۹ تا ۱۹۹۳ توضیح می‌دهند. نویسندگان نشان دادند که نوسانات حجم

نقدینگی، تولید صنعتی، قیمت نفت و قیمت طلا از جمله متغیرهای رایج مورد استفاده در پژوهش‌ها هستند که تمامی آن‌ها به طور مستقیم و غیر مستقیم تحت تأثیر اقتصاد دولتی هستند. دوره تورم دهه ۱۹۷۰ باعث شد که پژوهشگران به سمت بررسی رابطه بین نرخ تورم و بازده بازار سرمایه بویژه در بازار سهام آمریکا سوق پیدا کنند. با نگاهی به بازار سرمایه آمریکا، بسیاری از پژوهشگران بیان کردند که رابطه منفی بین تورم و بازده دارایی‌ها بویژه سهام وجود دارد و بازار سهام یک سپر حفاظتی ضعیف در برابر تورم می‌باشد (بادی^۱، ۱۹۷۶؛ فاما و شوورت^۲، ۱۹۷۷؛ فاما، ۱۹۸۱؛ چن و همکاران^۳، ۱۹۸۶ و پیرس و رولی^۴، ۱۹۸۳ و ۱۹۸۵). فاما (۱۹۸۱) این رابطه منفی را با استفاده از نظریه اثر نمایندگی بدین صورت شرح می‌دهند که رابطه منفی بین تورم و سرمایه‌گذاری واقعی از یک طرف و رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری واقعی و سهام منجر به رابطه منفی بین تورم و بازده سهام می‌شود. همچنین رابطه منفی بین تورم و بازده بازار سرمایه بر اساس نظریه تورمی مودیلیانی و کوهن^۵ (۱۹۷۹) بدین صورت شرح داده می‌شود که تورم انتظاری منجر به استفاده از نرخ تنزیل بالاتر برای سودهای تقسیمی مورد انتظار آتی می‌شود که به معنی ارزش کمتر سهام در آینده است.

بر طبق تئوری قیمت گذاری آربیتراژ، چن و همکاران (۱۹۸۶) دریافتند که در بازار سهام آمریکا اختلاف بین نرخ بهره کوتاه‌مدت و بلندمدت، تورم پیش‌بینی‌شده و نشده، تولید صنعتی و اختلاف نرخ بین اوراق قرضه باکیفیت و بی‌کیفیت جزو عوامل ریسکی تأثیرگذار بر بازار سهام آمریکا هستند. فرسون و هاروی^۶ (۱۹۹۱) به نتایجی مشابه نتایج چن و همکاران (۱۹۸۶) دست‌یافتند. همیلتون و ساسمل^۷ (۱۹۹۴) به بررسی بازده و نوسانات بازار سهام با استفاده از مدل مارکوف-سویچینگ بر اساس داده‌های ماهانه پرداخته و دریافتند که شرایط اقتصادی به طور معنی‌داری بر نوسانات بازار سهام و بازده آن تأثیرگذار است. فاما (۱۹۹۰) بیان کرد که اگر قیمت سهام برآیند جریان‌های نقدی مورد انتظار آتی است پیرو تغییرات قیمت سهام باید تغییرات شرایط کلان (اقتصادی) را پیش‌بینی کند. او از بازده ماهانه فصلی و سالانه بازده سهام آمریکا برای دوره ۱۹۵۳ تا ۱۹۸۸ استفاده و نشان داد که یک

6. Ferson & Harvey
7. Hamilton & Susmel
8. Flannery & Protopapadakis
9. GARCH
10. Errunza and Hogan

1. Bodie
2. Schwert
3. Chen et al
4. Pearce & Roley
5. Modigliani & Cohn

تحلیل واریانس و توابع واکنش آنی برای بررسی پویایی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت بین عوامل کلان اقتصادی و بازده سهام در آلمان و بریتانیا برای دوره ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۱ استفاده کرد. او دریافت که شاخص قیمت مصرف‌کننده، نرخ بهره، نرخ ارز، حجم نقدینگی و تولید صنعتی منجر به تعدیل‌های کوتاه‌مدت و حرکات پویای بلندمدت قیمت سهام می‌شوند. سانوسی و کاپینگورا^۵ (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر متغیرهای اقتصادی از جمله نرخ ارز بر عملکرد بازار سهام آفریقای جنوبی با استفاده از روش همبستگی شرطی پویا^۶، رگرسیون متغیر با زمان و مدل تغییر رژیم مارکوف چند متغیره^۷ با استفاده از داده‌های ماهانه نرخ ارز و ارزش بازار به عنوان معیار عملکرد بازار سهام از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۹ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه معنی‌داری بین نرخ ارز، ناشی از تصمیمات دولت، و عملکرد بازار سهام وجود دارد. هامائو و می^۸ (۲۰۰۱) با استدلال حمایت‌گرایانه، نظرات مخالفان سرمایه‌گذاری خارجی را که مدعی بودند سرمایه‌گذاری خارجی به زیان بازار سرمایه است، زیر سوال برده و بیان کردند که سرمایه‌گذاران خارجی نه تنها باعث ایجاد نوسانات بازار سهام نمی‌شوند بلکه سرمایه‌گذاری آن‌ها در بازار سهام ژاپن برای دوره‌های بلندمدت بوده و منجر به ثبات و رونق بازار سهام شده است. گانگ و همکاران^۹ (۲۰۲۲) به بررسی رابطه بین قیمت نفت و عملکرد بازار سهام در آمریکا بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۱۸ پرداختند. نتایج نشان داد که وابستگی نفت و بازارهای سهام تحت تأثیر تقاضای کل و اخبار منفی خاص بازار سهام است. تأثیر تقاضای کل بر عملکرد بازار سهام دو سال طول می‌کشد در حالی که تأثیر اخبار ویژه سهام برای یک دوره ادامه دارد. دمپر^{۱۰} (۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین متغیرهای اقتصادی و شاخص‌های بورس دبی در فاصله بین سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۸ با استفاده از آزمون‌های هم‌انباشتگی و علیت گرنجر مدل‌های خودرگرسیون برداری^{۱۱} و تصحیح خطای برداری^{۱۲} پرداخت. وی شواهدی از رابطه علیت گرنجر کوتاه مدت یک طرفه و دو طرفه بین شاخص‌های بازار سهام امارات و حجم نقدینگی پیدا کرد. دارسونو و همکاران^{۱۳} (۲۰۲۴) به بررسی تأثیر متغیرهای اقتصادی از جمله قیمت جهانی طلا

نقدینگی تأثیر چشمگیری بر نوسانات سهام در آلمان و فرانسه داشته و نوسانات تولید صنعتی بر نوسانات بازار سهام در ایتالیا و هلند تأثیر گذاشته است. چونگ و نگ (۱۹۹۸) از تکنیک هم‌انباشتگی یوهانسون برای بررسی تأثیر متغیرهای اقتصادی بر بازار سهام آلمان، ایتالیا، ایالات متحده آمریکا، کانادا و ژاپن استفاده کردند و نشان دادند که رابطه بلندمدت بین بازار سهام و عوامل کلان اقتصادی از جمله قیمت واقعی نفت، مصرف واقعی، عرضه واقعی پول و تولید ناخالص داخلی وجود دارد. یک مقایسه بین‌المللی در مقاله راپاچ و همکاران^۱ (۲۰۰۵) انجام شد که در آن توانایی پیش‌بینی نه عامل کلان اقتصادی در ۱۲ بازار سهام کشورهای صنعتی مورد آزمایش قرار گرفت. در میان مجموعه عوامل، نرخ بهره که ناشی از تصمیمات اقتصادی دولت است به عنوان اصلی‌ترین و قابل اعتمادترین پیش‌بینی‌کننده بازده سهام در سراسر کشورهای مورد بررسی اعلام شد. راتاناکورن و شارما^۲ (۲۰۰۷) با استفاده از مدل تصحیح خطای برداری و تکنیک هم‌انباشتگی یوهانسن، نشان دادند که بین سال‌های ۱۹۷۵ تا ۱۹۹۹، قیمت سهام ایالات متحده با نرخ بهره بلندمدت رابطه منفی داشته است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که شاخص تولید صنعتی، حجم نقدینگی، تورم، نرخ ارز و نرخ بهره کوتاه‌مدت، که اکثر آن‌ها در طبقه‌بندی متغیرهای اقتصاد دولتی قرار می‌گیرند، رابطه مثبتی با قیمت سهام دارند. هامپ و مک‌میلان^۳ (۲۰۰۹) نیز از تحلیل همجمعی برای بررسی رابطه بلندمدت بین عوامل کلان اقتصادی یعنی تولید صنعتی، شاخص قیمت مصرف‌کننده، حجم نقدینگی و نرخ بهره بلندمدت با بازارهای سهام ایالات متحده و ژاپن بین سال‌های ۱۹۶۵ تا ۲۰۰۵ استفاده کردند. برای بازار سهام ژاپن، نویسندگان تأثیر مثبت تولید صنعتی و تأثیر منفی حجم نقدینگی بر قیمت سهام را شناسایی کردند. افزون بر این، آن‌ها نشان دادند که شاخص قیمت مصرف‌کننده و نرخ بهره بلندمدت تأثیر منفی بر تولید صنعتی دارند. برای بازار سهام ایالات متحده، آن‌ها تأثیر مثبت تولید صنعتی و تأثیر منفی شاخص قیمت مصرف‌کننده و نرخ بهره بلندمدت بر قیمت سهام را شناسایی کردند. مسعود زمان^۴ (۲۰۱۲) از هم‌انباشتگی یوهانسن، یک مدل تصحیح خطا،

7. Multivariate Markov regime switching models
8. Hamao and Mei
9. Gong et al
10. Dempere
11. VAR
12. VEC
13. Darsono et al

1. Rapach et al
2. Ratanapakorn and Sharma
3. Humpe and Macmillan
4. Masuduzzaman
5. Sanusi and Kapingura
6. DCC-GARCH

روش‌شناسی پژوهش

تجزیه و تحلیل مورد استفاده در پژوهش‌ها با توجه به نحوه جمع‌آوری داده‌ها به دو دسته تقسیم می‌شوند. دسته اول مطالعاتی هستند که پژوهشگر داده‌های مورد نیاز پژوهش را از منابع موجود استخراج و سپس به تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده می‌پردازد که بدان تجزیه و تحلیل نخستین نیز گفته می‌شود. دسته دیگر مطالعاتی است که پژوهشگر از داده‌های مطالعات قبلی برای پاسخگویی به پرسش‌های پژوهش بهره می‌گیرد و فراتحلیل در این زمره از پژوهش‌ها است. در واقع فراتحلیل فرایند ترکیب آماری نتایج پژوهش‌های مختلف برای رسیدن به نتایج کلی با توجه به پیشینه پژوهش‌های موجود است. فراتحلیل یک فرآیند پژوهشی است که برای جمع‌آوری و ادغام سیستماتیک یافته‌های مطالعات منفرد و مستقل با استفاده از روش‌های آماری برای محاسبه یک اثر کلی یا مطلق مورد استفاده قرار می‌گیرد (ایگر^۲، ۱۹۹۷). واژه فراتحلیل برای نخستین بار توسط جین گلاس^۳ (۱۹۷۷) مورد استفاده قرار گرفت و وی از آن به عنوان یک فلسفه پژوهش‌هایی و روش‌شناسی یاد کرد. هم‌اکنون فراتحلیل به یک روش پژوهش‌هایی پررونق تبدیل شده‌است. طبق گزارش گوگل اسکالر، تنها در سال ۲۰۲۲ بیش از ۱۰۷/۰۰۰ مقاله با استفاده از تکنیک فراتحلیل منتشر شده و این موضوع هم‌اکنون با شتاب چشمگیری در حال گسترش است که برای نمونه می‌توان به پژوهش‌های اندرو و کاسی^۴ (۲۰۱۹)؛ برودر و همکاران^۵ (۲۰۲۰)؛ بران و همکاران^۶ (۲۰۲۳)؛ دلاویگنا و لینوس^۷ (۲۰۲۲)؛ ایوت و همکاران^۸ (۲۰۲۲) و هاورانک و همکاران^۹ (۲۰۲۴) اشاره کرد. همچنین پژوهش‌هایی که با استفاده از روش فراتحلیل انجام شده‌اند در بیشتر مجلات معتبر مورد استناد قرار گرفته و بیشترین استناد را برای آن‌ها به همراه داشته است (ایرسوا و همکاران^{۱۰}، ۲۰۲۴).

فراتحلیل به سه دلیل اصلی مورد استفاده قرار می‌گیرد که عبارتند از:

نخست به‌بهبود دقت در زمانی که بسیاری از مطالعات برای ارائه شواهد قانع‌کننده از اثرات مداخله بسیار کوچک هستند.

بر شاخص سهام اندونزی پرداختند. این مطالعه دوره زمانی از ژانویه ۲۰۱۷ تا دسامبر ۲۰۲۲ را پوشش می‌دهد. رویکرد ARDL برای مشاهده اثرات در بلندمدت و کوتاه مدت استفاده شد. یافته‌ها نشان می‌دهد که در کوتاه مدت قیمت جهانی طلا تأثیر منفی چشمگیری بر عملکرد بازار سهام اندونزی دارد در حالی که در بلندمدت این تأثیر چندان معنی‌دار نیست. اوچیخ^۱ و همکاران (۲۰۲۵) به بررسی اثرات سیاست پولی و وابستگی متقابل بین متغیرهای اقتصادی، بخش مالی و متغیرهای پولی در مراکش پرداختند. آن‌ها دریافتند بازار سهام در طول صعود سریع خود تحت تأثیر سیاست‌های پولی قرار می‌گیرد و بر استفاده از روش‌های ریاضی پیشرفته برای به دست آوردن روابط پویا بین سیاست پولی، بازارهای مالی و متغیرهای اقتصادی تأکید کردند. این امر اهمیت بخش بانکداری انعطاف‌پذیر را با توجه به نقش مهم آن در پیشرفت اقتصادی کشورها نشان می‌دهد.

هنگامی که ادبیات مربوط به رابطه بین متغیرهای اقتصادی با بازده بازار و قیمت سهام را مورد بررسی قرار می‌دهیم، آشکار می‌شود که زمینه برای بررسی بیشتر روابط فی‌ما بین با استفاده از رویکردهای جدید وجود دارد. با توجه به ادبیات پیش گفته در ادامه روش، اهداف و پرسش‌های پژوهش ارائه می‌شود.

پرسش‌های پژوهش

در پژوهش حاضر و با توجه به الگوی پنج مرحله‌ای فراتحلیل، در مرحله اول به منظور ایجاد چارچوب کلی پژوهش، پرسش‌های پژوهش به شرح زیر مشخص می‌شوند:

۱- در مطالعات انجام شده برای بررسی عوامل اقتصادی تأثیرگذار بر بازار سهام چه متغیرهایی مورد استفاده قرار گرفته‌اند؟

۲- از بین عوامل مورد مطالعه، با توجه به میزان تأثیرپذیری از تصمیمات مستقیم و غیر مستقیم دولت، کدامیک از آن‌ها به ترتیب بیشترین تأثیر را بر بازار سهام داشته است؟

۳- مسیر پیش رو برای مطالعات و پژوهش‌های آینده در این حوزه به چه صورت است؟

6. Brown et al
7. Della Vigna & Linos
8. Elliott et al
9. Havranek et al
10. Irsova et al

1. Ouchchikh et al
2. Egger
3. Glass
4. Andrews & Kasy
5. Brodeur et al

طبقه‌بندی باشند. مرحله چهارم شامل استانداردسازی و وزن‌دهی مطالعات است. این مرحله باید در صورتی انجام شود که حداقل پنج مطالعه واجد شرایط وجود داشته باشد زیرا کمتر از پنج مطالعه برای ایجاد استنتاج معنادار، از نظر اندازه نمونه بسیار کوچک است. با داده‌های پنج مطالعه یا بیشتر، مرحله چهارم محاسبه معیارهای خلاصه مناسب از هر مطالعه برای تجزیه و تحلیل بیشتر است. این معیارها به طور معمول اندازه‌های اثر^۷ نامیده می‌شوند و تفاوت در میانگین نمره بین گروه‌های مداخله و کنترل را نشان می‌دهند. در حالت کلی یکی از اصلی‌ترین مفاهیم موجود در ادبیات فرا تحلیل مفهوم اندازه اثر است که در یک تعریف کلی آماری برابر نسبت آزمون معنی‌داری به حجم مطالعه بوده که در سال ۱۹۷۷ میلادی توسط کوهن^۸ معرفی و بر ضرورت استفاده از آن در مطالعات فرا تحلیل تأکید شد. او بیان کرد که فرضیه صفر تعیین اندازه اثر صفر بوده و هرگاه فرضیه صفر رد شود یعنی مقدار اندازه اثر در جامعه غیرصفر است، بنابراین اندازه اثر نشان دهنده میزان یا درجه حضور پدیده مورد مطالعه در جامعه بوده و هر چه میزان اندازه اثر بزرگتر باشد، درجه حضور پدیده نیز بیشتر خواهد بود. وی تمرکز مطلق بر محاسبه مقادیر سطح معنی‌داری P را در پژوهش‌های باعث گمراهی دانست و بیان کرد به دلیل درصد بالای خطای نوع دوم آزمون معنی‌داری در علوم رفتاری، برای کاهش خطاهایی از این نوع، افزون بر راهبردهایی که روش پژوهش در اختیار پژوهشگران می‌گذارد، باید به برآورد اندازه اثر و استفاده از آن در تصمیم‌گیری برای قبول یا رد فرضیه صفر پرداخته شود (کوهن، ۱۹۹۸). همچنین از آنجایی که واحدهای اندازه‌گیری به طور معمول در مطالعات مختلف متفاوت هستند، معمولاً برای ایجاد تخمین‌های قابل مقایسه از اثر، مقادیر باید «استاندارد» شوند. هنگامی که از معیارهای مختلف استفاده می‌شود، مانند زمانی که پژوهشگران از آزمون‌های مختلف استفاده می‌کنند، استانداردسازی ضروری است. همچنین نتایج برخی از مطالعات باید وزن بیشتری نسبت به سایرین داشته باشند. تصور می‌شود مطالعات بزرگتر (که با اندازه نمونه اندازه‌گیری می‌شوند)

دوم پاسخ به پرسشها که توسط مطالعات فردی مطرح نمی‌شوند مانند: در نظر گرفتن سازگاری اثرات در طیف وسیع‌تری از جمعیت‌ها؛

و در آخر حل و فصل اختلافات یا ایجاد فرضیه‌های جدید ناشی از مطالعات به ظاهراً متناقض که می‌تواند منجر به نتایج بهتر شود (هیگنز و همکاران^۱، ۲۰۲۳).

فراتحلیل تنها داده‌ها را از مطالعات کوچک‌تر برای دستیابی به حجم نمونه بزرگ‌تر جمع‌آوری نمی‌کند بلکه تحلیلگران از روش‌های سیستماتیک و شناخته‌شده برای در نظر گرفتن تفاوت‌ها در حجم نمونه، تنوع بین مطالعات در رویکرد مطالعه (که ناهمگونی نیز نامیده می‌شود) و یافته‌ها یا اثرات و همچنین برای آزمایش میزان حساسیت نتایج به پروتکل بررسی سیستماتیک خود استفاده می‌کنند (ایگر، ۱۹۹۷).

اگرچه در مورد بهترین شیوه انجام فرا تحلیل بحث‌های زیادی وجود دارد اما رویکرد انجام فراتحلیل به پنج مرحله رایج تقسیم می‌شود. در مرحله اول یک پرسش و به دنبال آن یک فرضیه مطرح می‌شود. اهمیت موضوع توضیح داده شده و طرح پژوهش و برنامه تحلیلی توضیح داده می‌شوند. مرحله دوم شامل مرور سیستماتیک^۲ است. یک مرور سیستماتیک به طور خاص برای پرداختن به پرسش پژوهش طراحی شده و برای شناسایی تمام مطالعاتی که هم مرتبط با پرسش پژوهش بوده و از کیفیت کافی برخوردارند، انجام می‌شود. بیشتر مطالعات منتشر شده در مجلات معتبر شناسایی می‌شوند اما شناسایی داده‌های «منتشر نشده» برای جلوگیری از سوگیری انتشار^۳ یا حذف مطالعاتی با «یافته‌های منفی» مهم است (استرن و همکاران^۴، ۲۰۰۱). مرحله سوم مربوط به استخراج داده‌ها است. پس از انتخاب مطالعات برای ورود به فراتحلیل، خلاصه داده‌ها و نتایج از هر مطالعه استخراج می‌شوند. افزون بر این، اندازه نمونه و معیارهای تغییرپذیری داده‌ها برای گروه مداخله‌گر^۵ و در صورت وجود برای گروه کنترل‌کننده^۶ نیز مورد نیاز است. بسته به مطالعه و پرسش پژوهش، معیارهای پژوهش می‌توانند شامل معیارهای عددی یا معیارهای

5. intervention group
6. control group
7. Effect Sizes
8. Cohen

1. Higgins et al
2. Systematic review
3. publication bias
4. Sterne et al

با آزمون‌های ناهمگنی ارزیابی می‌شود و برای این منظور بیشتر از آزمون‌های (Q) کوکران^۴ و آماره (I2) هگینز و تمپسن^۵ استفاده می‌شود. در آزمون کیو کوکران از آماره P استفاده می‌شود که عدم معناداری بیانگر عدم ناهمگنی است. آماره I2 براساس کیو کوکران و تعداد پژوهش‌ها محاسبه شده و اگر مقدار آن صفر شود بیانگر ناهمگنی کم، ۵۰ درصد نشان دهنده ناهمگنی متوسط و بیشتر از ۷۵ درصد بیانگر ناهمگنی بالای پژوهش‌های مورد استفاده در فراتحلیل است (هیگنز و همکاران، ۲۰۲۱).

مرور سیستماتیک منابع پژوهش‌های و مقالات

بعد از تعیین اهداف و پرسش‌های پژوهش و با توجه به گام‌های برشمرده در رویکرد فراتحلیل می‌بایست پژوهش‌های و مطالعات موجود در این زمینه شناسایی شوند. در این پژوهش فرض می‌شود که نتایج مستخرج از کتاب‌ها و پایان‌نامه‌ها در مقالات معتبر آمده است، پس بنابراین به بررسی مقالات موجود پرداخته می‌شود. پایگاه‌های اطلاعاتی مورد استفاده در این پژوهش، کلمات مورد استفاده برای جستجوی مقالات مرتبط و میزان مقالات استخراج شده از پایگاه اطلاعاتی مختلف در جدول زیر نشان داده شده است.

تخمین‌های اندازه اثر دقیق‌تری نسبت به مطالعات کوچک‌تر ارائه می‌دهند. همچنین مطالعاتی که تغییرپذیری داده‌های کمتری دارند، مانند انحراف معیار کوچک‌تر یا فواصل اطمینان کم‌تر، اغلب در طراحی مطالعه به عنوان «کیفیت بهتر» در نظر گرفته شده و به طور معمول از یک آماره وزنی که به دنبال گنجاندن هر دو این عوامل است یعنی واریانس معکوس^۱ استفاده می‌شود.

مرحله پنجم و آخر، انتخاب و اعمال یک مدل مناسب برای مقایسه اندازه‌های اثر در مطالعات مختلف است. رایج‌ترین مدل‌های مورد استفاده، مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی^۲ هستند. مدل‌های اثرات ثابت بر این فرض استوارند که هر مطالعه در حال ارزیابی یک اثر مشترک است (هیگنز و همکاران^۳، ۲۰۲۳). این بدان معناست که فرض این است که اگر سطوح مختلف تغییرپذیری نمونه در مطالعات مختلف وجود نداشته باشد، همه مطالعات اندازه اثر یکسانی را تخمین می‌زنند. در مقابل، مدل‌های اثرات تصادفی فرض می‌کنند که اثرات واقعی در مطالعات منفرد ممکن است با یکدیگر متفاوت باشند و تلاش می‌کنند این منبع اضافی تغییرپذیری بین مطالعاتی در اندازه‌های اثر را در نظر بگیرند. اینکه آیا این منبع دوم تغییرپذیری احتمالاً مهم است یا خیر، بیشتر در متاآنالیز

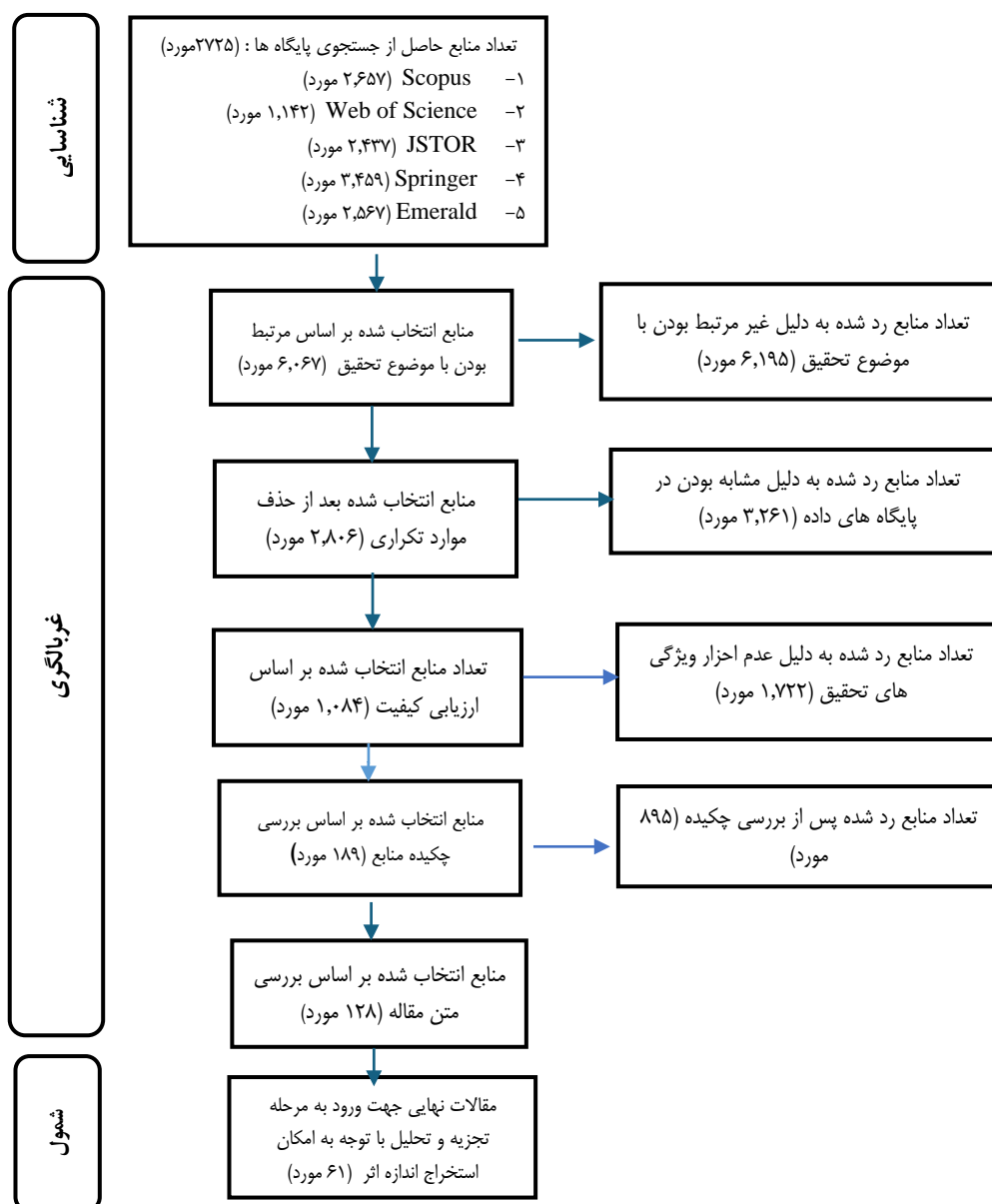
جدول ۱. پایگاه‌های اطلاعاتی و مقالات استخراج شده پژوهش

پایگاه داده	جستجو تا تاریخ	جستجو بر اساس عنوان، چکیده، کلمات کلیدی	تعداد کل مقالات	تعداد مقالات غیر حسابداری، مالی و اقتصادی	تعداد مقالات مرتبط حسابداری، مالی و اقتصادی	تعداد مقالات مستخرج شده و مورد استفاده در مقاله با توجه به روش پژوهش
Scopus	۲۰۲۵/۳۱/۰۱	بازار سهام و متغیرهای اقتصادی	۲,۶۵۷	۱,۲۹۷	۱,۳۶۰	
Web of Science	۲۰۲۵/۱۰/۰۲	بازار سهام و متغیرهای اقتصادی	۱,۱۴۲	۴۲۸	۷۱۴	
JSTOR	۲۰۲۵/۱۰/۰۲	بازار سهام و متغیرهای اقتصادی	۲,۴۳۷	۱,۰۵۸	۱,۳۷۹	
Springer	۲۰۲۵/۱۳/۰۲	بازار سهام و متغیرهای اقتصادی	۳,۴۵۹	۲,۱۱۰	۱,۳۴۹	
Emerald	۲۰۲۵/۱۳/۰۲	بازار سهام و متغیرهای اقتصادی	۲,۵۶۷	۱,۳۰۲	۱,۲۶۵	
مجموع			۱۲,۲۶۲	۶,۱۹۵	۶,۰۶۷	۶۱

فرآیند مرور سیستماتیک منابع پژوهش به صورت خلاصه در نمودار ۱ نشان داده شده است.

3. Higgins et al
4. Cochran's Q
5. Higgins & Thompsons I2

1. inverse
2. Fixed/ random- effect



پس از انتخاب مقالات و با توجه به گام‌های سوم و چهارم در فرا تحلیل، نوبت به استخراج داده‌ها و محاسبه اندازه اثر می‌باشد. همانگونه که در نمودار ۱ نشان داده شده، با توجه به اینکه پژوهش باید اطلاعات لازم جهت استخراج عملی اندازه اثر (قوت رابطه) را دارا باشد در نهایت تعداد مقالات استخراج شده برای انجام فراتحلیل ۶۱ مقاله است. به منظور گردآوری داده‌های مورد نیاز در قالب چک لیست برای انجام فراتحلیل از نرم افزار اکسل استفاده و برای انجام محاسبات و تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده از نرم‌افزار جامع فراتحلیل (CMA2) استفاده شده است.

مطابق جدول و نمودار ۱ و بر اساس فرآیند جستجوی پژوهش، ۱۲/۲۶۲ مقاله ابتدایی از طریق جستجوی کلمات کلیدی در پایگاه‌های مختلف داده شناسایی شده و بر اساس غیر مرتبط بودن مقالات به رشته‌های حسابداری، مالی و اقتصاد (۶/۱۹۵ مقاله رد)، مقالات مشابه (۳/۲۶۱ مقاله رد)، سایر شاخص‌های اولیه پذیرش و رد مقالات از جمله حذف مقاله‌های کوتاه و کنفرانس‌های غیرمعتبر و غیرمرتبط با موضوع و پرسش‌های پژوهش (۱/۷۲۲ مقاله رد)، خلاصه مقاله (۸۹۵ مقاله رد)، بر اساس مرور متن مقاله به جهت دارا بودن شرایط استخراج اندازه اثر (۱۲۸ مقاله رد) غربال شده و در نهایت ۶۱ مقاله به عنوان مقالات نهایی برای انجام تجزیه و تحلیل انتخاب شدند.

یافته‌های پژوهش

با توجه به مطالعات گردآوری شده، اهداف و سوالات پژوهش و چک لیست استخراج شده و مطابق مرحله پنجم

فراتحلیل، بعد از بررسی و تحلیل داده‌های پژوهش در نرم افزار (CMA2)، نتایج فراتحلیل در خصوص عوامل تأثیرگذار بر بازار سهام در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج فراتحلیل عوامل تأثیرگذار بر بازده بازار سهام

ردیف	متغیرهای مستقل	آزمون (Q) کوکران		مدل مورد استفاده	میانگین وزنی اندازه اثر	آزمون فرضیه		وضعیت رابطه
		Q-value	سطح معنی داری			z-value	سطح معنی داری	
۱	مصرف سرانه	۲/۶۶۹	۰/۲۶۳	اثر ثابت	۰/۰۶۴	۱/۹۹۸	۰/۰۴۶	تایید
۲	قیمت نفت	۳/۱۵۰۱	۰/۰۰۰	اثر تصادفی	۰/۳۵۴	۴/۲۶۴	۰/۰۰۰	تایید
۳	تولید صنعتی	۹/۱۶۸۷	۰/۰۰۰	اثر تصادفی	۰/۲۹	۳/۸۶۲	۰/۰۰۰	تایید
۴	تورم	۳۹۷/۰۳	۰/۰۰۰	اثر تصادفی	۰/۱۹۱	۳/۴۶۱	۰/۰۰۱	تایید
۵	نرخ ارز	۲۲۴۴/۳	۰/۰۰۰	اثر تصادفی	-۰/۰۴۳	-۰/۶۰۱	۰/۵۴۸	عدم تایید
۶	حجم نقدینگی	۱۴۸۵/۵	۰/۰۰۰	اثر تصادفی	۰/۱۴۸	۲/۵۲	۰/۰۱۲	تایید
۷	شاخص قیمت مصرف کننده	۳۵۱/۹۳	۰/۰۰۰	اثر تصادفی	۰/۰۵۵	۱/۲۳۷	۰/۲۱۶	عدم تایید
۸	نرخ بهره	۲۵۶۴/۹	۰/۰۰۰	اثر تصادفی	۰/۰۳۶	۰/۵۹۶	۰/۵۵۱	عدم تایید
۹	تولید ناخالص داخلی	۵۴۳/۲۳	۰/۰۰۰	اثر تصادفی	۰/۳۶۴	۴/۱۷۳	۰/۰۰۰	تایید
۱۰	قیمت طلا	۶۹۵/۸۲	۰/۰۰۰	اثر تصادفی	-۰/۳۴۶	۲/۸۱۱	۰/۰۰۵	تایید

همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود و با توجه به نتایج حاصل از بررسی ۶۱ مقاله استخراج شده بر اساس الگوی پژوهش، ۱۰ متغیر اقتصادی به عنوان عوامل تأثیرگذار بر بازده بازار سهام شناسایی شدند که در این میان متغیرهای حجم

نقدینگی، نرخ بهره و ارز به طور مستقیم تحت تأثیر تصمیمات دولت (اقتصاد دولتی) قرار داشته و سایر متغیرها به طور غیرمستقیم از تصمیمات دولت تأثیر می‌پذیرند که درصد فراوانی و شدت تأثیر آن‌ها به شرح جدول ۳ است.

جدول ۳. فراوانی و شدت اثر متغیرهای اقتصادی بر بازده بازار سهام

متغیر وابسته	متغیرهای مستقل	فراوانی	درصد فراوانی	اندازه اثر
بازار سهام	تولید ناخالص داخلی	۲۰	۶٪	۰/۳۶
	قیمت نفت	۲۵	۸٪	۰/۳۵
	قیمت طلا	۱۸	۵٪	۰/۳۵
	تولید صنعتی	۴۰	۱۲٪	۰/۲۹
	تورم	۲۹	۹٪	۰/۱۹
	حجم نقدینگی	۵۳	۱۶٪	۰/۱۵
	مصرف سرانه	۳	۱٪	۰/۰۶
	شاخص قیمت مصرف کننده	۳۲	۱۰٪	۰/۰۶
	نرخ بهره	۵۹	۱۸٪	۰/۰۴
	نرخ ارز	۵۲	۱۶٪	-۰/۰۴
مجموع		۳۳۱	۱۰۰٪	

اضافه شود تا عدم معنی‌داری آماری اندازه اثر کلی به دست آید. نتایج حاصل از آزمون N ایمن از خطای پژوهش در جدول ۴ آورده شده است.

مقدار Z برای مطالعات مشاهده شده	۲۰/۰۷۵
مقدار P برای مطالعات مشاهده شده	۰/۰۰۰
سطح معنی‌داری (آلفا)	۰/۰۵
باقیمانده (دنباله)	۲
Z آلفا	۱/۹۵۹
تعداد مطالعات مشاهده شده	۶۱
تعداد مطالعه‌های گم شده ای که مقدار P را به آلفا می‌رساند	۶/۳۳۹

همانطور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود می‌بایست تعداد مقاله دیگر مورد بررسی قرار گیرد تا در نتایج حاصل از پژوهش خطایی رخ دهد که خود بیانگر درستی نتایج این پژوهش است.

آزمون بعدی مورد استفاده برای بررسی تخمین‌های بدست آمده از مدل، روش اصلاح و برازش دوال و توثیدی است و بر اساس این ایده استوار است که، در صورت عدم وجود سوگیری در پژوهش، چند مطالعه دیگر باید انجام شود تا نتایج فراتحلیل عالی و بدون نقص باشد. نتایج حاصل از این آزمون نیز در جدول ۵ آورده شده است.

مقلد Q	اثر تصادفی		اثر ثابت	
	حد بالا	تخمین نقطه‌ای پایین	حد بالا	تخمین نقطه‌ای پایین
تعداد مطالعات مورد نیاز صفر				
ارزش مشاهدات	۰/۸۸۷	۰/۰۸۵	۰/۱۶۷	۰/۱۳۵
ارزش تعدیل شده	۲/۳۳۱	۰/۸۸۷	۰/۱۶۷	۰/۱۳۵

همانطور که در جدول ۵ مشاهده می‌شود چه در مدل ثابت و چه در مدل تصادفی نیازی به اضافه شدن مطالعه جدید نیست. با توجه به نتایج پژوهش بر اساس آزمون‌های آماری صورت گرفته در ادامه به بحث و بررسی یافته‌های پژوهش می‌پردازیم.

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول‌های ۲ و ۳ و بر اساس طبقه‌بندی ارائه شده توسط کوهن در خصوص شدت اندازه اثر، میزان تأثیر متغیرهای اقتصادی مورد بررسی بر بازده بازار سهام را می‌توان در سه گروه قرار داد. گروه اول شامل متغیرهایی است که رابطه معنی‌داری با بازده بازار سهام نداشته یا شدت اندازه اثر آن‌ها کمتر از ۰/۱ است که بر اساس نتایج پژوهش، متغیرهای نرخ ارز (به طور مستقیم متأثر از تصمیمات دولت)، نرخ بهره (به طور مستقیم متأثر از تصمیمات دولت)، شاخص قیمت مصرف‌کننده و مصرف سرانه در این گروه قرار می‌گیرند. گروه دوم شامل متغیرهایی است که شدت اندازه اثر آن‌ها بین ۰/۱ تا ۰/۳ می‌باشد. همانطور که در جدول‌های مربوطه مشاهده می‌شود متغیرهای حجم نقدینگی (به طور مستقیم متأثر از تصمیمات دولت)، تورم و تولید صنعتی در این گروه قرار می‌گیرند. این متغیرها بر خلاف متغیرهای گروه اول بر بازده بازار سهام تأثیرگذارند اما میزان تأثیر آن‌ها بر بازده بازار سهام بسیار کم است. گروه سوم شامل متغیرهایی است که شدت اندازه اثر آن‌ها بین ۰/۳ تا ۰/۵ است. همانطور که در جدول مربوطه مشاهده می‌شود متغیرهای قیمت طلا، قیمت نفت و تولید ناخالص داخلی در این گروه قرار می‌گیرند. میزان تأثیر این متغیرها بر بازده بازار سهام بیشتر از گروه دوم است و بر اساس طبقه‌بندی ارائه شده توسط کوهن میزان شدت اثر آن‌ها بر متغیر مورد بررسی متوسط است. بر اساس طبقه بندی کوهن متغیرهایی که دارای اندازه اثر بیشتر از ۰/۵ باشند دارای شدت اثر بالایی بر متغیر مستقل مورد بررسی هستند که در خصوص متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش هیچکدام از آن‌ها در این گروه قرار ندارند.

بعد از استخراج نتایج، تعدادی از تحلیل‌های آماری می‌بایست بر روی داده‌های پژوهش صورت پذیرد که یکی از مهمترین آن‌ها بررسی سوگیری انتشار نتایج است. عوامل زیادی در پژوهش‌های فراتحلیل می‌تواند منجر به نتیجه گیری توأم با اشتباه شود. از جمله این موارد می‌توان به وزن یکسان به تمامی مطالعات بدون توجه به کیفیت انجام آنها، توجه بیش از حد به مطالعات دارای نتایج مثبت نسبت به موضوع مورد بررسی، وجود آزمون‌های آماری متفاوت در پژوهش‌های مختلف و بعضاً در یک پژوهش اشاره کرد که می‌تواند مشکلات متعددی را در فرایند فراتحلیل ایجاد کند. یکی از مسائل عمده فراتحلیل در این خصوص تورش انتشار است که برای بررسی آن از آزمون N ایمن از خطای روزنتال استفاده می‌شود. این آزمون تعداد پژوهش‌های گم شده با اثر میانگین صفر را محاسبه می‌کند که لازم است به تحلیل‌ها

بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف اصلی این مقاله بررسی متغیرهای اقتصادی تأثیرگذار بر بازار سهام با توجه به میزان تأثیرپذیری از تصمیمات دولت و شدت تأثیر آن‌ها بوده است. با توجه به حجم مطالعات و گستره جغرافیایی پژوهش‌های انجام شده و بعضاً نتایج متفاوت پژوهش‌های مختلف در این خصوص، در این پژوهش از رویکرد فراتحلیل استفاده و رابطه طیف گسترده‌ای از متغیرهای اقتصادی با بازده بازار سهام مورد بررسی قرار گرفت. این متغیرها شامل تولید ناخالص داخلی، قیمت نفت، قیمت طلا، شاخص تولید صنعتی، تورم، حجم نقدینگی، مصرف سرانه، شاخص قیمت مصرف کننده، نرخ بهره و نرخ ارز بودند که در ۶۱ مقاله استخراج شده برای انجام رویکرد فراتحلیل، مورد بررسی قرار گرفته بودند و از این میان سه متغیر نرخ بهره، نرخ ارز و حجم نقدینگی به طور مستقیم به تصمیمات دولت مربوط بوده و سایر متغیرها به طور غیرمستقیم تأثیرپذیر هستند.

بر اساس یافته‌های پژوهش، تولید ناخالص داخلی با اندازه اثر ۰/۳۶ بیشترین تأثیر را بر بازده بازار سهام در میان متغیرهای مورد بررسی داشته است. در تمامی مطالعات مورد بررسی، رشد تولید ناخالص داخلی تأثیر مثبتی بر بازار سهام داشته و این موضوع در مورد کشورهای پیشرفته و در حال توسعه یکسان است. شاید دلیل اصلی این موضوع تأثیر مستقیمی است که رشد تولید ناخالص داخلی بر توسعه بازار سهام در تمامی کشورها دارد و در میان پژوهش‌های مورد بررسی حتی یک پژوهش که بیانگر رابطه منفی باشد، یافت نشد (لیو^۱، ۲۰۰۶ و کسونانی و همکاران^۲، ۲۰۲۴).

قیمت نفت یکی دیگر از متغیرهای مورد بررسی است که بعد از تولید ناخالص داخلی با اندازه اثر ۰/۳۵ در کنار قیمت طلا بیشترین تأثیر را بر بازده بازار سهام در میان مطالعات مورد پژوهش داشته است. در خصوص تأثیر قیمت نفت بر بازار سهام، نوع رابطه با توجه به اینکه کشور مورد بررسی صادرکننده نفت یا واردکننده نفت است، بسیار متفاوت بوده بدین ترتیب که در مورد کشورهای صادرکننده نفت رابطه منفی بین قیمت نفت و بازده بازار سهام وجود دارد اما در مورد کشورهای واردکننده نفت این رابطه کاملاً برعکس است. موضوعی که در این میان می‌بایست مورد توجه قرار گیرد تأثیری است که میزان افزایش مصرف داخلی نفت در کشورهای صادرکننده داشته و از شدت رابطه کاسته است (باسر و سادورسکی^۳، ۲۰۰۶).

قیمت طلا نیز در کنار قیمت نفت با اندازه اثر ۰/۳۵ بعد از شاخص تولید ناخالص داخلی، بیشترین تأثیر را بر بازده بازار

سهام در میان مطالعات مورد پژوهش داشته است. در خصوص قیمت طلا هر دو رابطه مثبت و منفی در میان پژوهش‌های مورد بررسی وجود داشته اما در حالت کلی بازار طلا به عنوان یک بازار جایگزین برای بازار سهام است و در مواقعی که عملکرد بازار سهام ضعیف است سرمایه‌گذاران به سمت این بازار سوق پیدا می‌کنند. یکی از دلایل این رابطه منفی توسط جین و بیسوال^۴ (۲۰۱۶) بدین صورت توضیح داده شده که همزمان با کاهش قیمت طلا در بازارهای خارجی میزان واردات آن افزایش می‌یابد که این موضوع موجب افزایش نرخ بهره و بالطبع کاهش سرمایه‌گذاری در بازار سهام می‌شود.

متغیر بعدی شاخص تولید صنعتی می‌باشد که با اندازه اثر ۰/۲۹ در رتبه بعدی قرار دارد. نخستین پژوهش در خصوص بررسی رابطه بین تولید صنعتی و بازده بازار سهام به پژوهش چن (۱۹۸۶) بر می‌گردد که نشان داد در دوره نوسانات زیاد اقتصاد، متغیر تولید صنعتی تولید تأثیر معنی داری بر بازده بازار سهام دارد اگر چه نوع رابطه با توجه به بازار مورد مطالعه و وضعیت اقتصادی حاکم بر کشور مورد مطالعه متفاوت می‌باشد و از یک قانون کلی پیروی نمی‌کند ولی در بیشتر مطالعات مورد بررسی نوع رابطه مثبت است و در تعدادی از کشورهای در حال توسعه این رابطه منفی است (آسراور و فونو^۵، ۲۰۲۰ و وانگ و لی^۶، ۲۰۲۰).

تأثیر تورم بر بازده سهام نیز در پژوهش‌های مختلفی مورد بررسی قرار گرفته است. بر اساس نتایج پژوهش، شدت اندازه اثر تورم معادل ۰/۱۹ است. در بیشتر مطالعات مورد بررسی رابطه بین تورم و بازده بازار سهام منفی بوده اما در تعدادی از پژوهش‌های نیز این رابطه مثبت است. شاید وجود رابطه منفی بدین دلیل است که تورم موجب افزایش هزینه‌های زندگی و پیرو آن کاهش قدرت خرید شده که به طور مستقیم بر کاهش میزان پس‌انداز خانوار تأثیر گذاشته و نرخ سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. وجود رابطه منفی در دوره‌های زمانی مختلف هم در میان کشورهای دارای بازار سهام توسعه یافته مانند آمریکا (چانگ، ۱۹۸۶) و هم کشورهای دارای بازار سهام ضعیف‌تر مانند چین (وانگ و لی، ۲۰۲۰) قابل مشاهده است. در خصوص وجود رابطه مثبت، افزایش نرخ تورم ناشی از افزایش تقاضای کل موجب افزایش فروش شرکت‌ها و بالطبع سودآوری آن‌ها می‌شود که همین موضوع موجب تأثیر مثبت بر درک سهامداران از افزایش سود تقسیمی شرکت‌ها شده و باعث افزایش تقاضا برای خرید سهام و پیرو آن افزایش قیمت سهام

این متغیر و بازده بازار سهام وجود ندارد و اندازه اثر این متغیر نیز مانند مصرف سرانه برابر با ۰/۰۶ است.

در خصوص نرخ بهره نیز با توجه به اندازه اثر ۰/۰۴ درصد، عملاً رابطه ای بین این متغیر با بازده بازار سهام وجود ندارد. همانطور که در جدول ۳ نیز مشاهده می‌شود این متغیر با درصد فراوانی ۱۸ درصد در بیشتر مطالعات مورد بررسی قرار گرفته که وجود هر دو نوع رابطه مثبت و منفی در آن‌ها قابل مشاهده است. برای مثال نتایج پژوهش بهویان و چاودوری^۵ (۲۰۲۰) بیانگر رابطه مثبت بین نرخ بهره و بازده بازار سهام آمریکا در میان بخش‌های مختلف صنعت بویژه در بلند مدت است اما چنین رابطه‌ای در کانادا مشاهده نشد. نکته مهمی که در بسیاری از مطالعات قابل مشاهده است رابطه بین نرخ بهره و بازار سهام در دوره‌های زمانی مختلف بوده به طوری که این رابطه در کوتاه مدت مثبت اما در بلند مدت منفی است (ناصر و استراوس^۶، ۲۰۰۰). شاید دلیل عمده این امر تأثیر منفی است که نرخ تنزیل بالاتر بر جریانهای وجوه نقد آتی شرکت‌ها گذاشته و به مرور زمان این تأثیر بیشتر می‌شود.

در خصوص نرخ ارز نیز با توجه به میانگین اندازه اثر (۰/۰۴) رابطه معنی داری بین این متغیر و بازده بازار سهام وجود ندارد. در این خصوص نیز نوع رابطه در مطالعات مختلف بسیار متفاوت بوده و حتی در مطالعات جداگانه صورت گرفته مربوط به یک جامعه آماری نتایج کاملاً متفاوت است. برای مثال در پژوهش لیو (۲۰۰۶) بین تغییرات نرخ ارز و بازده بازار سهام در کشورهای هنگ کنگ، سنگاپور و انگلستان رابطه معنی داری وجود دارد اگر چه این رابطه در هنگ کنگ و انگلستان منفی اما در سنگاپور مثبت است ولی در ژاپن هیچگونه رابطه ای بین تغییرات نرخ ارز و بازده بازار سهام یافت نشد. برعکس در پژوهش ماجروا و پرازاک (۲۰۲۰) بین نرخ ارز و بازده بازار سهام در سنگاپور رابطه‌ای منفی وجود دارد. این موضوع در مورد مطالعات صورت گرفته در بازار هند نیز صادق است به طوری که بر اساس پژوهش مگاراولی و سامپاگنارو^۷ (۲۰۱۸) رابطه بین نرخ ارز و بازده بازار سهام هند مثبت بوده اما بر اساس پژوهش داهیر^۸ و همکاران (۲۰۱۸) این رابطه منفی است. اگر چه نتایج پژوهش‌های بسیار متفاوت است اما در اکثر کشورهای توسعه یافته این رابطه مثبت بوده که شاید دلیل اصلی امر تقاضای بیشتر برای ارز این کشورها است.

می‌شود. وجود رابطه مثبت بین بازده بازار سهام و نرخ تورم هم در کشورهای توسعه یافته و هم کشورهای در حال توسعه قابل مشاهده است (ماجرروا و پرازاک^۱، ۲۰۲۰).

مطابق نتایج پژوهش، شاخص حجم نقدینگی به عنوان یکی از متغیرهای تأثیرپذیر از اقتصاد دولتی با میانگین اندازه اثر ۰/۱۵ در میان مطالعات مورد بررسی دارای رابطه کمابیش ضعیفی با بازده بازار سهام است. اگر چه در بیشتر مطالعات مورد بررسی نوع رابطه مثبت بوده (موکرچی و ناکا^۲، ۱۹۹۵)، اما در تعدادی از مطالعات مورد بررسی نیز رابطه منفی بین حجم نقدینگی و بازده بازار سهام وجود دارد. در حالت کلی، افزایش منابع مالی در جامعه و پیرو آن نقدینگی همراه با سیاست‌های انبساطی، موجب گردش سریع‌تر منابع مالی در اقتصاد شده و دست بانک‌ها را برای اعطای بیشتر تسهیلات با نرخ پایین‌تر به شرکت‌ها باز گذاشته که موجب عملکرد بهتر آن‌ها و پیرو آن افزایش سودآوری شرکت‌ها شده و با تأثیر مثبت بر پیش‌بینی سهامداران از روند سودآوری شرکت‌ها و افزایش سود تقسیمی، موجب افزایش تقاضا و در نتیجه قیمت سهام می‌شود. در خصوص تأثیر منفی حجم نقدینگی بر بازار سهام، این موضوع را می‌توان از طریق تأثیری که افزایش نقدینگی بر تورم دارد، مورد بررسی قرار داد، بدین صورت که افزایش منابع مالی و بالطبع نقدینگی در جامعه موجب افزایش نرخ تورم شده و همانطور که در پاراگراف قبل بیان شد در حالت کلی افزایش تورم تأثیر منفی بر بازده بازار سهام دارد. وجود رابطه منفی در تعدادی از مطالعات مورد بررسی از جمله گیری و جوشی^۳ (۲۰۱۷) و نیز سینگ^۴ (۲۰۱۶) مورد توجه قرار گرفته است.

در خصوص متغیر مصرف سرانه اگر چه نتایج آزمون آماری بیانگر وجود رابطه بین این متغیر و بازده بازار سهام می‌باشد اما با توجه به شدت اندازه اثر که برابر با ۰/۰۶ است، در عمل ارتباط قابل اهمیتی بین این متغیر و بازده بازار سهام وجود ندارد. همانطور که در جدول ۳ نیز مشاهده می‌شود این متغیر با درصد فراوانی ۱ در تعداد کمی از مطالعات مورد بررسی قرار گرفته است و همانگونه که در بخش روش پژوهش بیان شد حداقل باید پنج مطالعه واجد شرایط وجود داشته باشد زیرا کمتر از پنج مطالعه برای ایجاد استنتاج معنادار، از نظر اندازه نمونه بسیار کوچک است. در خصوص شاخص قیمت مصرف کننده نیز همانگونه که نتایج پژوهش نشان می‌دهد، در عمل رابطه‌ای بین

5. Bhuiyan and Chowdhury
6. Nasseh and Strauss
7. Megaravalli and Sampagnaro
8. Dahir et al

1. Majerová and Pražák
2. Mukherjee and Naka
3. Giri and Joshi
4. Singh

- ۱- با توجه به نتایج متفاوت پژوهش‌های مختلف در خصوص نوع رابطه فی مابین تعدادی از متغیرهای اقتصادی به ویژه نرخ بهره و نرخ ارز که به طور مستقیم تحت تأثیر سیاست‌های اقتصادی دولت قرار دارند، با عملکرد بازار سهام، لزوم بررسی دقیق تر این روابط ضروری به نظر می‌رسد.
- ۲- اخذ نظر خبرگان جهت تهیه لیست کاملی از متغیرهای اقتصادی تأثیرگذار بر بازار سهام
- ۳- لزوم طبقه بندی مطالعات صورت گرفته با توجه به بازار مورد مطالعه از جمله بازارهای توسعه یافته و در حال توسعه و سپس بررسی شدت اثر متغیرهای تأثیرگذار بر هر یک از بازارها و مقایسه آن‌ها با یکدیگر با توجه به نوع سیاست اقتصادی دولت‌ها .
- ۴- با توجه به استفاده از رویکردهای مختلف جهت بررسی عملکرد بازار سهام پیشنهاد می‌شود مطالعه‌ای مقایسه‌ای برای بررسی دقت مدل‌های مورد استفاده در پژوهش‌های مختلف انجام شود.
- ۵- با توجه به تأثیر متغیرها و عوامل گوناگون بر عملکرد بازار سهام به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که تأثیر سایر عوامل از جمله عوامل سیاسی را در کنار متغیرهای اقتصادی مورد بررسی قرار دهند.
- ۶- لزوم استفاده از رویکردهای نوین برای بررسی نوع رابطه فی مابین عوامل مختلف تأثیرگذار بر بازار سهام مانند رویکرد دینامیک.

همانطور که بیان شد هدف اصلی این مقاله شناسایی و بررسی متغیرهای اقتصادی تأثیرگذار بر بازار سهام با توجه به میزان تأثیرپذیری آن‌ها از تصمیمات دولت (اقتصاد دولتی) بوده که تا کنون در مقالات مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. برای این منظور از رویکرد فراتحلیل استفاده و نتایج پژوهش نشان داد که در میان متغیرهای اقتصادی، تولید ناخالص داخلی بیشترین تأثیر را بر رشد و بازده بازار سهام دارد که این موضوع می‌بایست توسط دولت‌ها و ذینفعان بازار سرمایه در کنار سایر متغیرهای اقتصادی تأثیرگذار بر عملکرد بازار سهام، مورد توجه ویژه قرار گیرد.

با وجود آزمون‌های مختلف انجام شده برای اندازه‌گیری اندازه اثر و سوگیری انتشار که همگی بیانگر درستی و دقت یافته‌های پژوهش است اما متغیرهای تعدیل‌کننده‌ای می‌تواند وجود داشته باشد که نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین یکی دیگر از محدودیت‌های پژوهش عدم امکان دسترسی به مطالعاتی است که دلیل وجود نتایج مغایر با روند پژوهش‌های گذشته در مجلات علمی منتشر نشده اند و می‌توانستند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهند. موضوع دیگری که می‌بایست مورد توجه قرار داد آن است که مطالعات مورد بررسی در شرایط مکانی و زمانی متفاوت انجام شده است که این موضوع نیز می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

با توجه به اهداف و نتایج پژوهش می‌توان پیشنهادهای به شرح زیر ارائه کرد:

References

- Abu-Mostafa, Yaser S; and Amir F. Atiya. (1996). Introduction to financial forecasting. *Applied Intelligence* 6: 205-13. analysis. *Studies in Business and Economics*, Vol. 12 No. 1, pp. 61-78. doi: 10.1515/sbe-2017-0005.
- Andrews, I; & Kasy, & M. (2019). Identification of and correction for publication bias. *American Economic Review*, 109(8), 2766–2794.
- Asprem, M. (1989). “Stock prices, asset portfolios and macroeconomic variables in ten European countries”. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 13Nos 4-5, pp. 589-612. doi: 0378-4266/10.1016(89).90032-0.
- Asravor, R.K. and Fonu, P.D.D. (2021). “Dynamic relation between macroeconomic variable, stock market returns and stock market development in Ghana”. *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 26 No. 2, pp. 2637-2646. doi: 10.1002/ijfe.1925.
- Basher, S.A. and Sadorsky, P. (2006). “Oil price risk and emerging stock markets”. *Global Finance Journal*, Vol. 17No. 2, pp. 224-251. doi: 10.1016/j.gfj.2006.04.001.
- Bhuiyan, E.M. and Chowdhury, M. (2020). “Macroeconomic variables and stock market indices: asymmetric dynamics in the US and Canada”. *Quarterly Review of Economics and Finance*, oard of Trustees of the University of Illinois, Vol. 77, pp. 62-74. doi: 10.1016/j.qref.2019.10.005.
- Bilson, C. M; Brailsford, T. J; & Hooper, V. J. (2001). Selecting macroeconomic variables as explanatory factors of emerging stock market returns. *Pacific-Basin Finance Journal*, 401, (4)9-426. doi: 10.1016/S5380927X(01)00020-8.
- Bodie, Zvi. (1976). Common stocks as a hedge against inflation. *The Journal of Finance* 31: 459-70. [CrossRef]
- Boyd, John H; Jian Hu, and Ravi Jagannathan (2005). The Stock Market’s Reaction to Unemployment News: Why Bad News is Usually Good for Stocks. *The Journal of Finance* 60: 649-72.
- Brodeur, A; Carrell, S; Figlio, D; & Lusher, L. (2023). Unpacking p-hacking and publication bias. *American Economic Review*, forthcoming.
- Brown, A. L; Imai, T; Vieider, F. M; & Camerer, C. F. (2023). Meta-Analysis of empirical estimates of loss aversion. *Journal of Economic Literature*, forthcoming.
- Chen, N.-F; Roll, R; & Ross, S. (1986). Economic forces and the stock market. *The Journal of Business*, 59(3), 383-403. doi: 296344/10.1086.
- Cheung, Y.-W; & Ng, L. K. (1998). International evidence on the stock market and aggregate economic activity. *Journal of Empirical Finance*, 5(3), 281-296. doi: 10.1016/S0927-5398(97)00025-X.
- Cohen, J. (1998). *Statistical power analysis for the behavioral sciences* (second edition). Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
- Dahir, A.M; Mahat, F; Ab Razak, N.H. and Bany-Arifin, A.N. (2018). “Revisiting the dynamic relationship between exchange rates and stock prices in BRICS countries: a wavelet analysis”. *Borsa Istanbul Review, Elsevier*, Vol. 18 No. 2, pp. 101-113. doi: 10.1016/j.bir.2017.10.001.
- Darsono S.N.A.C.; Muttaqin E.I.; Rahmadani R.A.; Ha N.T.T. (2024). “Unveiling the Nexus of Consumer Price Index, Economic Policy Uncertainty, Geopolitical Risks, and Gold Prices on Indonesian Sustainable Stock Market Performance”. *Econjournals*. Vol. 14No. 6, pp. 128-135. doi: 10.32479/ijefi.16685.
- DellaVigna, S; & Linos, E. (2022). RCTs to scale: Comprehensive evidence from two nudge units. *Econometrica*, 90(1), 81/116.
- Dempere, Juan M. (2019). “The impact of the United Arab Emirates' macroeconomic variables on Emirati stock market indexes”. *Inderscience Enterprises Ltd*. Vol. 2No. 1pp. 330-335. doi: 10.1504/IJBPM.2019.105249.
- Egger M, Meta-Analysis SGD. Potentials and promise. *BMJ* 1997;315:1371–4.
- El Khoury, R. M. (2015). Do macroeconomic factors matter for stock returns? Evidence from the European automotive industry. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 8(1), 71-84. doi: 10.1504/IJMEF.
- Elliott, G; Kudrin, N; & Wuthrich, K. (2022). Detecting p-hacking. *Econometrica*, 90(2), 887–906.

- Errunza, Vihang, and Ked Hogan. (1998). Macroeconomic Determinants of European Stock Market Volatility. *European Financial Management* 4: 361-77.
- Fama, Eugene F. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *The American Economic Review* 71: 545-565. doi: 1331677/10.1080.X.1981.1716264.
- Fama, Eugene F. (1990). Returns, Expected Returns and Real Activity. *Journal of Finance* 45: 1089-108.
- Fama, Eugene F. (1995). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal* 71: 75-80. doi: 5252/10.1080.X.1995.1716264.
- Fama, Eugene F; and G. William Schwert. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of Financial Economics* 5: 115-46.
- Person, Wayne E; and Campbell R. Harvey. (1991). The Variation of Economic Risk Premiums. *Journal of Political Economy* 99: 385-415.
- Flannery, M; & Protopapadakis, A. (2002). Macroeconomic factors do influence aggregate stock returns. *Review of Financial Studies*, 15(3), 751-782. doi: 10.1093/rfs/15.3.751.
- Flannery, Mark J; and Aris A. Protopapadakis. (2002). Macroeconomic Factors DO Influence Aggregate Stock Returns. *Review of Financial Studies* 15: 751.82.
- Giri, A.K. and Joshi, P. (2017), "The impact of macroeconomic indicators on Indian stock prices: an empirical
- Glass, G.V. (1978), primary, secondary, and meta – analysis of research Educational Researcher, 5: 3-8.
- Gong Y.; Bu R.; Chen Q. (2022), "What Affects the Relationship between Oil Prices and the U.S. Stock Market? A Mixed-Data Sampling Copula Approach?", Oxford University Press, Vol. 20 No. 2, pp. 253-277.
- Hamao, Y. and Mei, J. (2001). "Living with the 'enemy': an analysis of foreign investment in the Japanese equity market". *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20 No. 5, pp. 715-735. doi: 10.1016/S0261-5606(01)06-7.
- Hamilton, James D; and Raul Susmel. (1994). Autoregressive conditional heteroskedasticity and changes in regime. *Journal of Econometrics* 64: 307-33.
- Havranek, T; Irsova, Z; Laslopova, L; & Zeynalova, O. (2024). Publication and attenuation biases in measuring skill substitution. *The Review of Economics and Statistics*, forthcoming. <https://doi.org/10.1162/resta01227>
- Higgins JP, Thomas J, Chandler J, Cumpston M, li T, et al. Cochrane handbook for systematic reviews of interventions version 6.2 (updated February 2021). Wiley; 2021. Available from: <https://www.training.cochrane.org/handbook>. Accessed 30 Sept 2021
- Higgins J, Thomas J, Chandler J, et al. (2023). Cochrane handbook for systematic reviews of interventions version 6.4. In: Cochrane. 2023. Available: <https://training.cochrane.org/handbook>.
- Hiransha, M; E. A. Gopalakrishnan, Vijay Krishna Menon, and Soman Kp. (2018). NSE stock market prediction using deep-learning models. *Procedia Computer Science* 132: 1351-62..
- ong-term stock market movements? A comparison of the US and Japan. *Applied Financial Economics* 19: 111-19. doi: 8777/10.1080.X.2020.1716264.
- IngrId Majerová, ToMáš Pražák (2020). The impacT of crises on The relaTionship beTween sTock market development and macroeconomic variables: evidence from hong kong and Singapore. *Forum Scientiae Oeconomia*. Volume 8. No. 4. doi: 1331677/10.1080.X.2020.1716264.
- Irsova, Z; Doucouliagos, H; Havranek, T; & Stanley, T. (2023). "Meta-analysis of social science research: A practitioner's guide". *Journal of Economic Surveys* published by John Wiley & Sons Ltd. *J Econ Surv.* 2024; 38: 1547–1566. doi: 1331677/10.1080.X.2020.1716264.
- Jain, A. and Biswal, P.C. (2016). "Dynamic linkages among oil price, gold price, exchange rate, and stock market in India", *Resources Policy, Elsevier*, Vol. 49, pp. 179-185. doi: 10.1016/j.resourpol.2016.06.001.
- Liow, K.H; Ibrahim, M.F. and Huang, Q. (2006). "Macroeconomic risk influences on the property stock
- Mahedi Masuduzzaman. (2012). Impact of the Macroeconomic Variables onthe Stock Market Returns: The Case of Germany and the United Kingdom. *Global Journal of Management and Business Research* 12: 23-34.

- doi: [1331677/10.1080.X.2012.1716264](https://doi.org/10.1080.X.2012.1716264).
- McQueen, Grant, and V. Vance Roley. (1993). Stock Prices, News, and Business Conditions. *Review of Financial Studies* 6: 683-707.
- Megaravalli, A.V. and Sampagnaro, G. (2018). "Macroeconomic indicators and their impact on stock markets in ASIAN 3: a pooled mean group approach". *Cogent Economics and Finance, Cogent*, Vol. 6 No. 1, pp. 1-14.
doi: [.23322039.2017.1432450/10.1080](https://doi.org/10.1080.23322039.2017.1432450).
- Modigliani, Franco, and Richard A. Cohn. (1979). Inflation, Rational Valuation and the Market. *Financial Analysts Journal* 35: 24-44.
- Mukherjee, T.K. and Naka, A. (1995). "Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: an application of a vector error correction model". *Journal of Financial Research*, Vol. 18 No. 2, pp. 223-237.
doi: [10.1111/j.1475-6803.1995.tb00563.x](https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1995.tb00563.x).
- Nasseh, A. and Strauss, J. (2000). "Stock prices and domestic and international macroeconomic activity: a cointegration approach". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 40No. 2, pp. 229-245.
doi: [10.1016/s1062-9769\(99\)00054-x](https://doi.org/10.1016/s1062-9769(99)00054-x).
- Ouchchikh R.; Belghouat K.; Ait Bari A. (2025). "A wavelet analysis of monetary policy transmission channels in Morocco". *African Journal of Economic and Management Studies*.
- Pearce, Douglas K; and V. Vance Roley. (1983). The Reaction of Stock Prices to Unanticipated Changes in Money: A Note. *The Journal of Finance* 38: 33-1323.
doi: [985677/10.1080.X.1999.1716264](https://doi.org/10.1080.X.1999.1716264).
- Pearce, Douglas K; and V. Vance Roley. (1985). Stock Prices and Economic News. *Journal of Business* 58:49-67.
doi: [1331677/10.1080.X.2020.1716264](https://doi.org/10.1080.X.2020.1716264).
- Rapach, David E; Mark E. Wohar, and Jesper Rangvid. (2005). Macro variables and international stock return predictability. *International Journal of Forecasting* 21: 137-66.
doi: [8977/10.1080.X.2005.1716264](https://doi.org/10.1080.X.2005.1716264).
- Ratanapakorn, Orawan, and Subhash C. Sharma. (2007). Dynamic analysis between the US stock returns and the macroeconomic variables. *Applied Financial Economics* 17: 369-77. doi: [3561677/10.1080.X.2007.1711764](https://doi.org/10.1080.X.2007.1711764).
- Sanusi K.A.; Kapingura F.M. (2022). "On the relationship between oil price, exchange rate and stock market performance in South Africa: Further evidence from time-varying and regime switching approaches". *Cogent OA*, Vol. 10, No.1.
doi: [23322039.2022.2106629/10.1080](https://doi.org/10.1080.23322039.2022.2106629).
- Sarika Keswani, Veerma Puri & Rimjhim Jha (2024). Relationship among macroeconomic factors and stock prices: cointegration approach from the Indian stock market, *Cogent Economics & Finance*, 12:1, 2355017.
doi: [23322039.2024.2355017/10.1080](https://doi.org/10.1080.23322039.2024.2355017).
- Singh, G. (2016). "The impact of macroeconomic fundamentals on stock prices revised: a study of Indian stock market". *Journal of International Economics*, Vol. 7 No. 1, pp. 76-91.
- Sterne JAC, Egger M, Smith GD. (2001). Systematic reviews in health care: Investigating and dealing with publication and other biases in meta-analysis. *BMJ*; 323:101-5.
doi: [231877/10.1080.X.2000.1716264](https://doi.org/10.1080.X.2000.1716264).
- Uwubanmwun, A. and Eghosa, I.L. (2015), "Inflation rate and stock returns: evidence from the Nigerian stock market", *Inflation Rate and Stock Returns: Evidence from the Nigerian Stock Market*, Vol.6, No. ۱۱, pp. 155-167.
- Wang, R. and Li, L. (2020). "Dynamic relationship between the stock market and macroeconomy in China (1995-2018): new evidence from the continuous wavelet analysis", *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja, Routledge*, Vol. 33No. 1, pp. 521-539.
doi: [1331677/10.1080.X.2020.1716264](https://doi.org/10.1080.X.2020.1716264).
- Zhong, Xiao, and David Enke. (2017). Forecasting daily stock market return using dimensionality reduction. *Expert Systems with Applications* 67: 126-39.
doi: [1315477/10.1080.X.2020.1716264](https://doi.org/10.1080.X.2020.1716264).