

Meta-analysis of macroeconomic variables on the Capital market with emphasis on the role of the government

Mohammad Nikoonesbati*¹, Javad Shekarkhah², Meysam Amiri³

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

Highlights

- 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.

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

1. 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.

2. 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.

3. 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.

4. 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.

فرا تحلیل متغیرهای کلان اقتصاد بر بازار سرمایه با تأکید بر نقش دولت

محمد نیکونستی^{۱*}، جواد شکرخواه^۲، میثم امیری^۳

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 مقاله: محمد نیکونستی

ایمیل نویسنده مسئول: mnikoo8686@gmail.com

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 می‌باشد.

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 جهت 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. علی‌رغم تحقیقات فراوان صورت گرفته در این خصوص، اجماع کاملی در زمینه‌ی مهمترین متغیرهای تأثیرگذار بر بازار سرمایه و نقش دولت در این خصوص وجود نداشته و نتایج ارایه شده در تحقیقات مختلف متفاوت و بعضاً مغایر یکدیگر می‌باشند.

روش پژوهش: جهت 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 می‌باشند، با توجه به ادبیات موجود در این حوزه پرداخته شده‌است. 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 گردید 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 با 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 می‌باشد. 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 جهت هدایت صحیح منابع مالی موجود در جامعه افزایش دهند.

واژه‌های کلیدی: متغیرهای کلان اقتصادی، اقتصاد دولتی، فراتحلیل، بازار سهام، تولید ناخالص داخلی
طبقه بندی موضوعی: E44, E62, G1

آماده انتشار



مقدمه^۱

بازارهای سرمایه و به طور ویژه بازار سهام یکی از جذابترین موضوعات زمان ما هستند که تأثیر قابل توجهی 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 محققان، 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 علی‌الخصوص 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 علاوه بر این، اضافه می‌کنند که ادبیات موجود در درجه اول بر عوامل خرد اقتصادی متمرکز است. سوال اصلی این است که آیا شرایط اقتصادی می‌تواند بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری واقعی موجود و بالطبع بازار سرمایه تأثیر بگذارد (فلانری و پروتوپاداکیس، ۲۰۰۲). چونگ و نگ^{۱۰} (۱۹۹۸) و نیز الخوری^{۱۱} (۲۰۱۵) اظهار می‌کنند که نظریه‌های اقتصادی به وضوح 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 می‌باشد.

در پژوهش‌های مختلف مربوط به عوامل تأثیرگذار بر بازار سرمایه، معمولاً 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 بعضاً تفاوت‌های موجود باعث شده است تا در این پژوهش با رویکرد فراتحلیل دیدگاهی جامع‌تر نسبت به مطالعات گذشته ارائه گردد. از جمله نقاط ضعف مطالعات گذشته که با استفاده از رویکرد فراتحلیل قابل بررسی و رفع می‌باشد توجه به نوع داده‌ها، روش تحلیل داده‌ها و سایر عوامل خاص هر مطالعه می‌باشد که می‌بایست در استخراج و تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت 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 می‌باشد. سه وجه تمایز پژوهش حاضر با پژوهش‌های گذشته اول این است که

۱. مقاله حاضر برگرفته از رساله دکتری می‌باشد.

2. Hiransha et al
3. Fama
4. Abu-Mostafa and Atiya
5. Zhong and Enke
6. Roll, and Ross
7. Aspren
8. Flannery & Protopapadakis
9. Bilson, Brailsford, and Hooper
10. Cheung & Ng
11. El Khoury

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 مذکور با توجه به آزمون‌های آماری مورد استفاده در فراتحلیل مورد بررسی قرار می‌گیرد.

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

مبانی نظری، پیشینه پژوهش و توسعه فرضیه‌ها

رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی و بازار سرمایه یک موضوع جالب هم برای دانشگاہیان و هم برای محققان 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 نقدینگی، تولید صنعتی، قیمت نفت و قیمت طلا از جمله متغیرهای رایج مورد استفاده در پژوهش‌ها می‌باشند که تمامی آن‌ها به طور مستقیم و غیر مستقیم تحت تأثیر اقتصاد دولتی می‌باشند. دوره تورم دهه‌ی ۱۹۷۰ باعث شد که محققان 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 محققان 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 سرمایه گذاری واقعی از یک طرف و رابطه مثبت بین سرمایه گذاری 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 می‌باشد.

بر طبق تئوری قیمت گذاری آربیتراژ، چن و همکاران (۱۹۸۶) دریافتند که در بازار سهام آمریکا اختلاف بین نرخ بهره کوتاه‌مدت و بلندمدت، تورم پیش‌بینی شده و نشده، تولید صنعتی و اختلاف نرخ بین اوراق قرضه با کیفیت و بی کیفیت جزو عوامل ریسکی تأثیرگذار بر بازار سهام آمریکا می‌باشند. فرسون و هاروی^۶ (۱۹۹۱) به نتایجی مشابه نتایج چن و همکاران (۱۹۸۶) دست یافتند. همیلتون و ساسمل^۷ (۱۹۹۴) به بررسی بازده و نوسانات بازار سهام با استفاده از مدل مارکوف-سوئیچینگ 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 می‌باشد بالطبع 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 رابطه مثبت بین بازده بازار سهام و شاخص تولید صنعتی وجود دارد.

-
1. Bodie
 2. Schwert
 3. Chen et al
 4. Pearce & Roley
 5. Modigliani & Cohn
 6. Ferson & Harvey
 7. Hamilton & Susmel



مقالات نوشته شده پس از دهه ی 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 می‌باشد. از این رو در دوره رونق اقتصادی بازار سهام به صورت منفی به فعالیت‌های واقعی سرمایه‌گذاری واکنش نشان می‌دهد. محققان 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 پیش بینی 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 می‌باشد. فلانری و پروتوپاپاداکیس^۱ (۲۰۰۲) نشان دادند که بازده بازارهای سهام با تورم و رشد پول ارتباط قابل توجهی دارند. آن‌ها یک مدل گارچ^۲ 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 کم اهمیت‌تر یعنی شاخص قیمت مصرف کننده، شاخص قیمت تولیدکننده و حجم نقدینگی و سه مورد تأثیرگذارتر شامل تراز تجاری، نرخ اشتغال و میزان سرمایه‌گذاری در مسکن می‌شد. ارونزا و هوگان^۳ (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 تأثیر قابل توجهی 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^۴ (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 می‌باشد به عنوان اصلی‌ترین و قابل اعتمادترین پیش‌بینی‌کننده بازده سهام در سراسر کشورهای مورد بررسی اعلام شد. راتاناکورن و شارما^۵ (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 طبقه بندی متغیرهای اقتصاد دولتی قرار می‌گیرند، رابطه مثبتی با قیمت سهام دارند. هامپ و مک‌میلان^۶ (۲۰۰۹) نیز از تحلیل هم‌جمعی برای بررسی رابطه بلندمدت بین عوامل کلان اقتصادی یعنی تولید صنعتی، شاخص قیمت مصرف کننده، 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

1. Flannery & Protopapadakis
2. GARCH
3. Errunza and Hogan
4. Rapach et al
5. Ratanapakorn and Sharma
6. Humpe and Macmillan

قیمت سهام را شناسایی کردند. علاوه 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^۱ (۲۰۱۲) از هم‌انباشتگی یوهانسن، یک مدل تصحیح خطا، 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^۲ (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر متغیرهای اقتصادی از جمله نرخ ارز بر عملکرد بازار سهام آفریقای جنوبی با استفاده از روش همبستگی شرطی پویا^۳، رگرسیون متغیر با زمان و مدل تغییر رژیم مارکوف چند متغیره^۴ 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 معنی داری بین نرخ ارز، ناشی از تصمیمات دولت، و عملکرد بازار سهام وجود دارد. هامائو و می^۵ (۲۰۰۱) با استدلال حمایت‌گرایانه، نظرات مخالفان سرمایه‌گذاری خارجی را که مدعی بودند سرمایه‌گذاری خارجی به زیان بازار سرمایه می‌باشد، 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^۶ (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 می‌باشد. تأثیر تقاضای کل بر عملکرد بازار سهام دو سال طول می‌کشد در حالی که تأثیر اخبار ویژه سهام برای یک دوره ادامه دارد. دمپیر^۷ (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^۸ و تصحیح خطای برداری^۹ 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^{۱۰} (۲۰۲۴) به بررسی تأثیر متغیرهای اقتصادی از جمله قیمت جهانی طلا 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 قابل توجهی بر عملکرد بازار سهام اندونزی دارد در حالی که در بلندمدت این تأثیر چندان معنی دار نمی‌باشد. اوچینخ^{۱۱} 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 انعطاف پذیر را با توجه به نقش مهم آن در پیشرفت اقتصادی کشورها نشان می‌دهد.

1. Masduzzaman
2. Sanusi and Kapingura
3. DCC-GARCH
4. Multivariate Markov regime switching models
5. Hamao and Mei
6. Gong et al
7. Dempere
8. VAR
9. VEC
10. Darsono et al
11. Ouchchikh et al



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 فی ما بین با استفاده از رویکردهای جدید وجود دارد. با توجه به ادبیات پیش گفته در ادامه روش، اهداف و سوالات پژوهش ارائه می‌شود.

سوالات پژوهش

در پژوهش حاضر و با توجه به الگوی پنج مرحله‌ای فراتحلیل، در مرحله اول به منظور ایجاد چارچوب کلی پژوهش، سوالات پژوهشی 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 می‌باشد؟

روش‌شناسی پژوهش

تجزیه و تحلیل مورد استفاده در پژوهش‌ها با توجه به نحوه جمع‌آوری داده‌ها به دو دسته تقسیم می‌شوند. دسته اول مطالعاتی می‌باشند 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 جهت پاسخگویی به سوالات پژوهش بهره می‌گیرد و فراتحلیل در این زمره از پژوهش‌ها می‌باشد. در واقع فراتحلیل فرایند ترکیب آماری نتایج پژوهش‌های مختلف برای رسیدن به نتایج کلی با توجه به پیشینه پژوهش‌های موجود می‌باشد. 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، ۱۹۹۷). واژه فراتحلیل برای اولین بار توسط جین گلاس^۲ (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 شده است. 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 می‌باشد که برای نمونه می‌توان به پژوهش‌های اندرو و کاسی^۳ (۲۰۱۹)؛ برودر و همکاران^۴ (۲۰۲۰)؛ بران و همکاران^۵ (۲۰۲۳)؛ دلاویگنا و لینوس^۶ (۲۰۲۲)؛ البوت و همکاران^۷ (۲۰۲۲) و هاورانک و همکاران^۸ (۲۰۲۴) اشاره کرد. همچنین پژوهش‌هایی که با استفاده از روش فراتحلیل انجام شده‌اند در اکثر مجلات معتبر مورد استناد قرار گرفته و بیشترین استناد را برای آن‌ها به همراه داشته است (ایرسوا و همکاران^۹، ۲۰۲۴).

1. Egger
2. Glass
3. Andrews & Kasy
4. Brodeur et al
5. Brown et al
6. DellaVigna & Linos
7. Elliott et al
8. Havranek et al
9. Irsova et al

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

اولاً بهبود دقت در زمانی که بسیاری از مطالعات برای ارائه شواهد قانع‌کننده از اثرات مداخله بسیار کوچک هستند؛ ثانیاً پاسخ به سؤالاتی که توسط مطالعات فردی مطرح نمی‌شوند، مانند در نظر گرفتن سازگاری اثرات در طیف وسیع‌تری از جمعیت‌ها؛

و نهایتاً 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).

فرا تحلیل صرفاً 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 می‌باشد. یک مرور سیستماتیک به طور خاص برای پرداختن به سوال پژوهش طراحی شده و برای شناسایی تمام مطالعاتی که هم مرتبط با سوال پژوهش بوده و از کیفیت کافی برخوردارند، انجام می‌شود. اغلب، 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 می‌باشد. پس از انتخاب مطالعات برای ورود به فراتحلیل، خلاصه داده‌ها و نتایج از هر مطالعه استخراج می‌شوند. علاوه بر این، اندازه نمونه و معیارهای تغییرپذیری داده‌ها برای گروه مداخله‌گر^۵ و در صورت وجود برای گروه کنترل‌کننده^۶ نیز مورد نیاز می‌باشد. بسته به مطالعه و سوال پژوهش، معیارهای پژوهش می‌توانند شامل معیارهای عددی یا معیارهای طبقه‌بندی باشند. مرحله چهارم شامل استانداردسازی و وزن‌دهی مطالعات می‌باشد. 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 می‌باشد. با داده‌های پنج مطالعه یا بیشتر، مرحله چهارم محاسبه معیارهای خلاصه مناسب از هر مطالعه برای تجزیه و تحلیل بیشتر است. این معیارها معمولاً 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 می‌باشد 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 می‌باشد؛ 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، جهت کاهش خطاهایی از این نوع، علاوه بر راهبردهایی که روش پژوهش در اختیار

-
1. Higgins et al
 2. Systematic review
 3. publication bias
 4. Sterne et al
 5. intervention group
 6. control group
 7. Effect Sizes
 8. Cohen



پژوهشگران می‌گذارند، باید به به برآورد اندازه اثر و استفاده از آن در تصمیم‌گیری جهت قبول یا رد فرضیه صفر پرداخته شود (کوهن، ۱۹۹۸). همچنین از آنجایی که واحدهای اندازه‌گیری معمولاً 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 محققان 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) 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 معمولاً 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، اغلب در متاآنالیز با آزمون‌های ناهمگنی ارزیابی می‌شود و برای این منظور اغلب از آزمون‌های (Q) کوکران^۴ و آماره (I²) هیگنز 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 می‌باشد (هیگنز و همکاران، ۲۰۲۱).

مرور سیستماتیک منابع پژوهش‌های و مقالات

بعد از تعیین اهداف و سوالات 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، فلذا به بررسی مقالات موجود پرداخته می‌شود. پایگاه‌های اطلاعاتی مورد استفاده در این پژوهش، کلمات مورد استفاده جهت جستجوی مقالات مرتبط و میزان مقالات استخراج شده از پایگاه اطلاعاتی مختلف در جدول ذیل نشان داده شده است.

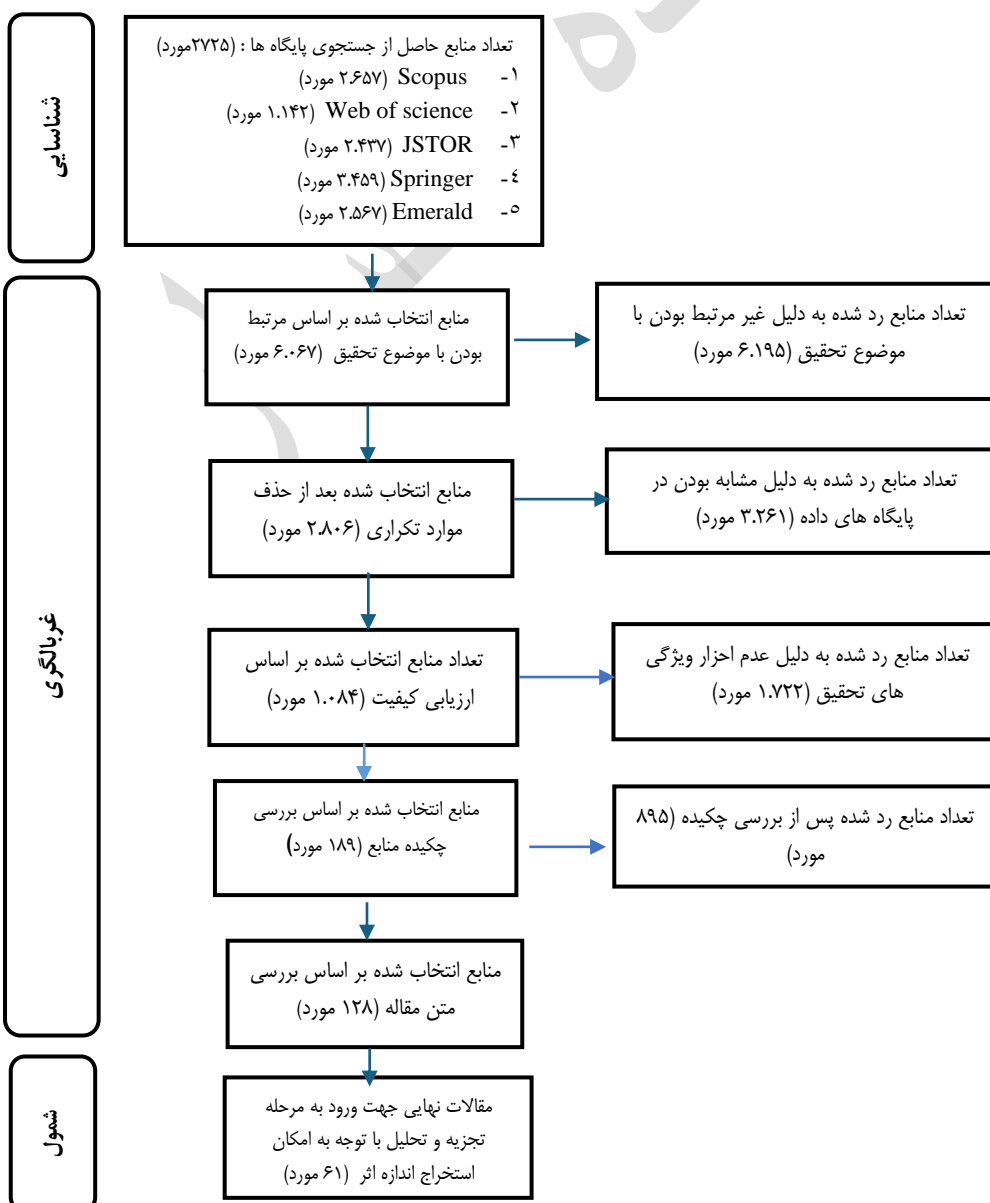
-
1. inverse
 2. Fixed/ random- effect
 3. Higgins et al
 4. Cochran's Q
 5. Higgins & Thompsons I²

جدول ۱. پایگاه‌های اطلاعاتی و مقالات استخراج شده پژوهش

| تعداد مقالات | تعداد مقالات مرتبط | تعداد مقالات غیر حسابداری، مالی و اقتصادی | تعداد کل مقالات | جستجو بر اساس عنوان، چکیده، کلمات کلیدی | جستجو تا تاریخ | پایگاه داده |
|--------------|--------------------|---|-----------------|---|----------------|----------------|
| ۱۳۶۰ | ۱۳۹۷ | ۲۶۵۷ | ۲۶۵۷ | بازار سهام و متغیرهای اقتصادی | ۲۰۲۵/۳۱/۰۱ | Scopus |
| ۷۱۴ | ۴۲۸ | ۱۱۴۲ | ۱۱۴۲ | بازار سهام و متغیرهای اقتصادی | ۲۰۲۵/۱۰/۰۲ | Web of Science |
| ۱۳۷۹ | ۱۰۵۸ | ۲۴۳۷ | ۲۴۳۷ | بازار سهام و متغیرهای اقتصادی | ۲۰۲۵/۱۰/۰۲ | JSTOR |
| ۱۳۴۹ | ۲۱۱۰ | ۳۴۵۹ | ۳۴۵۹ | بازار سهام و متغیرهای اقتصادی | ۲۰۲۵/۱۳/۰۲ | Springer |
| ۱۲۶۵ | ۱۳۰۲ | ۲۵۶۷ | ۲۵۶۷ | بازار سهام و متغیرهای اقتصادی | ۲۰۲۵/۱۳/۰۲ | Emerald |
| ۶۰۶۷ | ۶۱۹۵ | ۱۲۲۶۲ | ۱۲۲۶۲ | مجموع | | |

۶۱

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



شناسایی

غربالگری

شمول



مطابق جدول و نمودار شماره یک 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 غیر معتبر و غیر مرتبط با موضوع و سوالات 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 گردیده و در نهایت ۶۱ مقاله به عنوان مقالات نهایی برای انجام تجزیه و تحلیل انتخاب شدند.

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 شماره ۱ نشان داده شده، با توجه به اینکه پژوهش باید اطلاعات لازم جهت استخراج عملی اندازه اثر (قوت رابطه) را دارا باشد نهایتاً تعداد مقالات استخراج شده برای انجام فراتحلیل ۶۱ مقاله می‌باشد. به منظور گردآوری داده‌های مورد نیاز در قالب چک لیست برای انجام فراتحلیل از نرم افزار اکسل استفاده و جهت انجام محاسبات و تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده از نرم‌افزار جامع فراتحلیل (CMA2) استفاده شده است.

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 شماره ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج فراتحلیل عوامل تأثیرگذار بر بازده بازار سهام

| ردیف | متغیرهای مستقل | آزمون (Q) | | مدل مورد استفاده | میانگین وزنی اندازه اثر | آزمون فرضیه | | وضعیت رابطه |
|------|--------------------|---------------|---------|------------------|-------------------------|---------------|---------|-------------|
| | | سطح معنی داری | Q-value | | | سطح معنی داری | Z-value | |
| ۱ | مصرف سرانه | ۰/۲۶۳ | ۲/۶۶۹ | اثر ثابت | -۰/۰۶۴ | ۱/۹۹۸ | ۰/۰۴۶ | تایید |
| ۲ | قیمت نفت | ۰/۰۰۰ | ۳/۱۵۰۱ | اثر تصادفی | -۰/۳۵۴ | ۴/۲۶۴ | ۰/۰۰۰ | تایید |
| ۳ | تولید صنعتی | ۰/۰۰۰ | ۹/۱۶۸۷ | اثر تصادفی | ۰/۲۹ | ۳/۱۸۶۲ | ۰/۰۰۰ | تایید |
| ۴ | تورم | ۰/۰۰۰ | ۳۹۷/۰۳ | اثر تصادفی | -۰/۱۹۱ | ۳/۴۶۱ | ۰/۰۰۱ | تایید |
| ۵ | نرخ ارز | ۰/۰۰۰ | ۲۲۴۴/۳ | اثر تصادفی | -۰/۰۴۳ | -۰/۶۰۱ | ۰/۵۴۸ | عدم تایید |
| ۶ | حجم نقدینگی شاخص | ۰/۰۰۰ | ۱۴۸۵/۵ | اثر تصادفی | -۰/۱۴۸ | ۲/۵۲ | ۰/۰۱۲ | تایید |
| ۷ | قیمت مصرف کننده | ۰/۰۰۰ | ۳۵۱/۹۳ | اثر تصادفی | -۰/۰۵۵ | ۱/۲۳۷ | ۰/۲۱۶ | عدم تایید |
| ۸ | نرخ بهره | ۰/۰۰۰ | ۲۵۶۴/۹ | اثر تصادفی | -۰/۰۳۶ | ۰/۵۹۶ | ۰/۵۵۱ | عدم تایید |
| ۹ | تولید ناخالص داخلی | ۰/۰۰۰ | ۵۴۳/۲۳ | اثر تصادفی | -۰/۳۶۴ | ۴/۱۷۳ | ۰/۰۰۰ | تایید |
| ۱۰ | قیمت طلا | ۰/۰۰۰ | ۶۹۵/۸۲ | اثر تصادفی | -۰/۳۴۶ | ۲/۸۱۱ | ۰/۰۰۵ | تایید |

همانطور که در جدول شماره 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 شماره ۳ می‌باشد.

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

| متغیر وابسته | متغیرهای مستقل | فراوانی | درصد فراوانی | اندازه اثر |
|------------------|----------------------|---------|--------------|------------|
| بازده 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٪ | ۰/۳۹ |
| | 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٪ | |

با توجه به نتایج ارائه شده در جداول ۲ و ۳ و بر اساس طبقه بندی 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 می‌باشد که رابطه معنی‌داری با بازده بازار سهام نداشته یا شدت اندازه اثر آن‌ها کمتر از ۰/۱ می‌باشد 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 مصرف کننده و مصرف سرانه در این گروه قرار می‌گیرند. گروه دوم شامل متغیرهایی می‌باشد که شدت اندازه اثر آن‌ها بین ۰/۱ تا ۰/۳ می‌باشد. همانطور که در جداول 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 می‌باشد. گروه سوم شامل متغیرهایی می‌باشد که شدت اندازه اثر آن‌ها بین ۰/۳ تا ۰/۵ می‌باشد. همانطور که در جداول 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 می‌باشد و بر اساس طبقه بندی ارائه شده توسط کوهن میزان شدت اثر آن‌ها بر متغیر مورد بررسی متوسط می‌باشد. بر اساس طبقه بندی کوهن متغیرهایی که دارای اندازه اثر بیشتر از ۰/۵ باشند دارای شدت اثر بالایی بر متغیر مستقل مورد بررسی می‌باشند 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 می‌باشد. 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 فرا تحلیل ایجاد نماید. یکی از مسائل عمده فراتحلیل در این خصوص تورش انتشار می‌باشد که جهت 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 اضافه شود تا عدم معنی‌داری آماری اندازه اثر کلی به دست آید. نتایج حاصل از آزمون N ایمن از خطای پژوهش در جدول شماره ۴ آورده شده است.

جدول ۴. محاسبات N ایمن از خطا

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

همانطور که در جدول شماره ۴ مشاهده می‌شود می‌بایست تعداد ۶/۳۳۹ مقاله دیگر مورد بررسی قرار گیرد تا در نتایج حاصل از پژوهش خطایی رخ دهد که خود بیانگر صحت نتایج این پژوهش می‌باشد. آزمون بعدی مورد استفاده جهت بررسی تخمین‌های بدست آمده از مدل، روش اصلاح و برازش دوال و تویییدی می‌باشد 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 شماره ۵ آورده شده است.

جدول ۵. اصلاح و برازش دوال و تویییدی

| مقدار Q | اثر تصادفی | | | اثر ثابت | | | ارزش مشاهدات |
|---------|------------|----------|---------------|----------|----------|---------------|----------------|
| | حد بالا | حد پایین | تخمین نقطه‌ای | حد بالا | حد پایین | تخمین نقطه‌ای | |
| ۲/۳۳۱ | ۰/۲۸۷ | ۰/۰۸۵ | ۰/۱۸۸ | ۰/۱۶۷ | ۰/۱۳۵ | ۰/۱۵۱ | ارزش مشاهدات |
| ۲/۳۳۱ | ۰/۲۸۷ | ۰/۰۸۵ | ۰/۱۸۸ | ۰/۱۶۷ | ۰/۱۳۵ | ۰/۱۵۱ | ارزش تعدیل شده |

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

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 جهت 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 می‌باشند.

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 می‌باشد. 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 کسوانی 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 صادر کننده نفت یا وارد کننده نفت می‌باشد، بسیار متفاوت بوده بدین ترتیب که در مورد کشورهای صادر کننده نفت رابطه مثبتی بین قیمت نفت و بازده بازار سهام وجود دارد اما در مورد کشورهای وارد کننده نفت این رابطه کاملاً برعکس می‌باشد. موضوعی که در این میان می‌بایست مورد توجه قرار گیرد تأثیری است که میزان افزایش مصرف داخلی نفت در کشورهای صادر کننده 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 می‌باشد 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. اولین 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 می‌باشد و در تعدادی از کشورهای در حال توسعه این رابطه منفی می‌باشد (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 می‌باشد. در اکثر مطالعات مورد بررسی رابطه بین تورم و بازده بازار سهام منفی بوده اما در تعدادی از پژوهش‌های نیز این رابطه مثبت می‌باشد. شاید وجود رابطه منفی بدین دلیل می‌باشد که تورم موجب افزایش هزینه‌های زندگی و بالطبع کاهش قدرت خرید شده که مستقیماً بر کاهش میزان پس‌انداز خانوار تأثیر گذاشته و نرخ سرمایه‌گذاری را کاهش

-
1. Liow
 2. Keswani et al
 3. Basher and Sadorsky
 4. Jain and Biswal
 5. Asravor and Fonu
 6. Wang and Li



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 ضعیف تر مانند چین (وانگ و لی، ۲۰۲۰) قابل مشاهده می‌باشد. 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 جهت خرید سهام و بالطبع افزایش قیمت سهام می‌شود. وجود رابطه مثبت بین بازده بازار سهام و نرخ تورم هم در کشورهای توسعه یافته و هم کشورهای در حال توسعه قابل مشاهده می‌باشد (ماجر و پراژاک، 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 نسبتاً ضعیفی با بازده بازار سهام می‌باشد. 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 بالطبع نقدینگی همراه با سیاست‌های انبساطی موجب گردش سریع‌تر منابع مالی در اقتصاد شده و دست بانک‌ها را جهت اعطای بیشتر تسهیلات با نرخ پایین‌تر به شرکت‌ها باز گذاشته که موجب عملکرد بهتر آن‌ها و بالطبع افزایش سودآوری شرکت‌ها شده و با تأثیر مثبت بر پیش بینی 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 می‌باشد، عملاً ارتباط قابل اهمیتی بین این متغیر و بازده بازار سهام وجود ندارد. همانطور که در جدول شماره 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، عملاً رابطه ای بین این متغیر و بازده بازار سهام وجود ندارد و اندازه اثر این متغیر نیز مانند مصرف سرانه برابر با ۰/۰۶ می‌باشد.

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 شماره 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 می‌باشد. 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 می‌باشد اما چنین رابطه‌ای در کانادا مشاهده نشد. نکته مهمی که در بسیاری از مطالعات قابل مشاهده می‌باشد رابطه بین نرخ بهره و بازار

-
1. Majerová and Pražák
 2. Mukherjee and Naka
 3. Giri and Joshi
 4. Singh
 5. Bhuiyan and Chowdhury

سهام در دوره‌های زمانی مختلف می‌باشد به طوری که این رابطه در کوتاه مدت مثبت اما در بلند مدت منفی می‌باشد (ناصح و استراوس^۱، ۲۰۰۰). شاید دلیل عمده این امر تأثیر منفی می‌باشد 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 می‌باشد. 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 می‌باشد ولی در ژاپن هیچگونه رابطه ای بین تغییرات نرخ ارز و بازده بازار سهام یافت نشد. بالعکس در پژوهش ماجروا و پرازاک (۲۰۲۰) بین نرخ ارز و بازده بازار سهام در سنگاپور رابطه ای منفی وجود دارد. این موضوع در مورد مطالعات صورت گرفته در بازار هند نیز صادق می‌باشد به طوری که بر اساس پژوهش مگاراولی و سامپاگنارو^۲ (۲۰۱۸) رابطه بین نرخ ارز و بازده بازار سهام هند مثبت می‌باشد اما بر اساس پژوهش داهیر^۳ و همکاران (۲۰۱۸) این رابطه منفی می‌باشد. اگر چه نتایج پژوهش‌های بسیار متفاوت می‌باشد اما در اکثر کشورهای توسعه یافته این رابطه مثبت می‌باشد که شاید دلیل اصلی امر تقاضای بیشتر برای ارز این کشورها است.

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.

علی رغم آزمون‌های مختلف انجام شده جهت اندازه گیری اندازه اثر و سوگیری انتشار که همگی بیانگر صحت و دقت یافته‌های پژوهش می‌باشد اما متغیرهای تعدیل کننده ای می‌تواند وجود داشته باشد که نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین یکی دیگر از محدودیت‌های پژوهش عدم امکان دسترسی به مطالعاتی می‌باشد 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 ذیل ارائه نمود:

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

1. Nasseh and Strauss
2. Megaravalli and Sampagnaro
3. Dahir et al



- 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 جهت بررسی دقت مدل‌های مورد استفاده در پژوهش‌های مختلف انجام شود.
- ۵- با توجه به تأثیر متغیرها و عوامل گوناگون بر عملکرد بازار سهام به محققان 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 جهت بررسی نوع رابطه فی ما بین عوامل مختلف تأثیرگذار بر بازار سهام مانند رویکرد دینامیک.

References

1. 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](https://doi.org/10.1515/sbe-2017-0005).
2. Andrews, I., & Kasy, & M. (2019). Identification of and correction for publication bias. *American Economic Review*, 109(8), 2766–2794.
3. Aspren, 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](https://doi.org/0378-4266/10.1016(89).90032-0).
4. 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](https://doi.org/10.1002/ijfe.1925).
5. 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](https://doi.org/10.1016/j.gfj.2006.04.001).
6. 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*, board of Trustees of the University of Illinois, Vol. 77, pp. 62-74. doi: [10.1016/j.qref.2019.10.005](https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.10.005).
7. 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](https://doi.org/10.1016/S5380927X(01)00020-8).
8. Bodie, Zvi. (1976). Common stocks as a hedge against inflation. *The Journal of Finance* 31: 459-70. [CrossRef]
9. 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.
10. Brodeur, A., Carrell, S., Figlio, D., & Lusher, L. (2023). Unpacking p-hacking and publication bias. *American Economic Review*, forthcoming.
11. 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.
12. 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](https://doi.org/296344/10.1086).

13. 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](https://doi.org/10.1016/S0927-5398(97)00025-X).
14. Cohen, J. (1998). *Statistical power analysis for the behavioral sciences* (second edition). Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
15. 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](https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.10.001).
16. 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](https://doi.org/10.32479/ijefi.16685).
17. DellaVigna, S., & Linos, E. (2022). RCTs to scale: Comprehensive evidence from two nudge units. *Econometrica*, 90(1), 81/116.
18. 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](https://doi.org/10.1504/IJBPM.2019.105249).
19. Egger M, Meta-Analysis SGD. Potentials and promise. *BMJ* 1997;315:1371-4.
20. 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](https://doi.org/10.1504/IJMEF).
21. Elliott, G., Kudrin, N., & Wuthrich, K. (2022). Detecting p-hacking. *Econometrica*, 90(2), 887-906.
22. Errunza, Vihang, and Ked Hogan. (1998). Macroeconomic Determinants of European Stock Market Volatility. *European Financial Management* 4: 361-77.
23. 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](https://doi.org/10.1080/X.1981.1716264).
24. Fama, Eugene F. (1990). Returns, Expected Returns and Real Activity. *Journal of Finance* 45: 1089-108.
25. Fama, Eugene F. (1995). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal* 71: 75-80. doi: [5252/10.1080.X.1995.1716264](https://doi.org/10.1080/X.1995.1716264).
26. Fama, Eugene F., and G. William Schwert. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of Financial Economics* 5: 115-46.
27. Ferson, Wayne E., and Campbell R. Harvey. (1991). The Variation of Economic Risk Premiums. *Journal of Political Economy* 99: 385-415.
28. 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](https://doi.org/10.1093/rfs/15.3.751).
29. Flannery, Mark J., and Aris A. Protopapadakis. (2002). Macroeconomic Factors DO Influence Aggregate Stock Returns. *Review of Financial Studies* 15: 751.82.
30. Giri, A.K. and Joshi, P. (2017), "The impact of macroeconomic indicators on Indian stock prices: an empirical
31. Glass, G.V. (1978), primary, secondary, and meta – analysis of research *Educational Researcher*, 5: 3-8.
32. 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.
33. 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](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(01)06-7).



34. Hamilton, James D., and Raul Susmel. (1994). Autoregressive conditional heteroskedasticity and changes in regime. *Journal of Econometrics* 64: 307-33.
35. 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>
36. 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
37. 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>.
38. 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..
39. Long-term stock market movements? A comparison of the US and Japan. *Applied Financial Economics* 19: 111-19. doi: 8777/10.1080.X.2020.1716264.
40. 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.
41. 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.
42. 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.
43. Liow, K.H., Ibrahim, M.F. and Huang, Q. (2006). "Macroeconomic risk influences on the property stock
44. Mahedi Masuduzzaman. (2012). Impact of the Macroeconomic Variables on the 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.
45. McQueen, Grant, and V. Vance Roley. (1993). Stock Prices, News, and Business Conditions. *Review of Financial Studies* 6: 683-707.
46. 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.
47. Modigliani, Franco, and Richard A. Cohn. (1979). Inflation, Rational Valuation and the Market. *Financial Analysts Journal* 35: 24-44.
48. 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.
49. 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. 40 No. 2, pp. 229-245. doi: 10.1016/s1062-9769(99)00054-x.
50. 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*.
51. 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.

52. 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).
53. 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).
54. 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).
55. 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. 10No.1, doi: [23322039.2022.2106629/10.1080](https://doi.org/23322039.2022.2106629/10.1080).
56. 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: [23322039.20242355017/10.1080](https://doi.org/23322039.20242355017/10.1080).
57. 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.
58. 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/231877/10.1080.X.2000.1716264).
59. Uwubanmwen, A. and Eghosa, I.L. (٢٠١٥), "Inflation rate and stock returns: evidence from the Nigerian stock market", *Inflation Rate and Stock Returns: Evidence from the Nigerian Stock Market*, Vol. ٦ No. ١١, pp. ١٥٥-١٦٧.
60. 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-Ekonomiska Istrazivanja*, Routledge, Vol. 33No. 1, pp. 521-539. doi: [1331677/10.1080.X.2020.1716264](https://doi.org/1331677/10.1080.X.2020.1716264).
61. 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/1315477/10.1080.X.2020.1716264).