

# بررسی حافظه بلندمدت دوگانه با تأکید بر توزیع چوله و دم پهن پسماندها: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

محمدجواد محقق نیا\*، منصور کاشی\*\*، علیرضا دلیری\*\*\*، محمد دنیائی\*\*\*\*

(تاریخ دریافت: ۹۲/۲/۲۲ - تاریخ پذیرش: ۹۲/۹/۱۵)

## چکیده

پژوهش حاضر وجود حافظه بلندمدت را در بورس اوراق بهادار تهران با کاربرد مدل‌های *GPH*، *GSP*، *ARFIMA* و *FIGARCH* بررسی می‌کند. داده‌های مورد بررسی، حاوی بازده روزانه هستند و آزمون‌های حافظه بلندمدت، برای بازده و نیز برای نوسان سری *TEPIX* انجام شده است. نتایج مدل‌های *GPH*، *GSP* و *ARFIMA* وجود حافظه بلندمدت را در بازده سری نشان می‌دهند. همچنین نتایج اشاره بر این دارند که پویایی‌های حافظه بلندمدت در بازده و نوسان می‌تواند توسط کاربرد مدل *ARFIMA-FIGARCH*، مدل‌سازی شود. نتایج این مدل شواهد قوی حافظه بلندمدت را هم در میانگین شرطی و هم در واریانس شرطی نشان می‌دهد. به علاوه، فرض غیرنرمال برای دربرگرفتن دم پهن و نامتقارن باقیمانده‌های تخمین زده شده، مناسب است. یافته‌ها نشان می‌دهند که مدل براساس فرض نرمال گاوسی، ممکن است برای مدل‌سازی خصوصیت حافظه بلندمدت مناسب نباشد. در نهایت به نظر می‌رسد که بازار سرمایه تهران نمی‌تواند به عنوان بازار کارا از لحاظ سرعت انتقال داده‌ها بررسی شود. از این رو، امکان کسب سودهای غیرعادی، باثبات، از طریق پیش‌بینی قیمت سهام وجود دارد.

کلمات کلیدی: حافظه بلندمدت، *ARFIMA*، *FIGARCH*، توزیع چوله *Student-t*، بورس

اوراق بهادار تهران.

مقدمه

\* استادیار گروه بانکداری اسلامی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

\*\* کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی - مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران

\*\*\* دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

\*\*\*\* دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

طی دهه‌های اخیر، فرایندهای حافظه بلندمدت در سری‌های زمانی از موضوعات مورد توجه در تحقیقات نظری و تجربی اقتصاد-مالی بوده و مطالعات زیادی را در این زمینه به خود اختصاص داده‌است. فرایندهای حافظه بلندمدت، وابستگی معناداری را بین مشاهدات در فواصل بسیار دور و مجزا از هم را باعث خواهد شد که بالطبع، مشاهدات مستقل از هم نبوده، همبستگی بین آن‌ها وجود داشته و مشاهدات گذشته به پیش‌بینی داده‌ها کمک خواهند کرد. بنابراین می‌توان وجود حافظه بلندمدت را در وابستگی مشاهدات به سبب کاهش هیپربولیکی تابع خودهمبستگی یا با یک چگالی طیفی در فرکانس  $\lambda$  که متناسب است با  $\lambda^{-2\epsilon}$  در حالی که  $\lambda$  به صفر نزدیک می‌شود، تشخیص داد. به طوری که  $0 < \epsilon < 0.5$  نمایانگر پارامتر حافظه بلندمدت است. از این رو، از جهت اینکه این نوع فرایندها یک زمان قابل بررسی (یا با میل بیشتر) را برای کاهش در برمی‌گیرند، اثر شوک در سرتاسر دوره ماندگار<sup>۴</sup> خواهد بود (Ding, Granger and Engle, 1993). در حقیقت، گسترش شوک در یک فرایند انباشته از مرتبه صفر  $I(0)$  با کاهش نرخ نمایی<sup>۵</sup> روبرو می‌شود (یعنی دربرگیرنده حافظه کوتاه مدت است) و در یک فرایند انباشته از مرتبه یک  $I(1)$  ماندگاری شوک‌ها نامحدود است. در حالی که مدل خود رگرسیون میانگین متحرک انباشته کسری (ARFIMA)، بین  $I(0)$  و ماندگاری کامل را پر می‌کند؛ به طوری که در این نوع مدل رفتار کوتاه مدت سری زمانی، دربرگیرنده پارامترهای مدل خود رگرسیون میانگین متحرک (ARMA) است و پارامتر تفاضل کسری ( $\epsilon$ )، برای مدل‌سازی خصوصیات حافظه بلندمدت به کار برده می‌شود.

در حوزه مدل‌سازی حافظه بلندمدت در واریانس شرطی و شبیه‌سازی رفتار همبستگی نداشت نوسانات مشاهده شده باید به نقطه آغازین این فرایند که توسط بایلی، بلرسلو و

- 
- 1- Long Memory
  - 2- Hyperbolically
  - 3- Autocorrelation
  - 4- Persistent
  - 5- Exponential Rate
  - 6- Autoregressive Fractional Integrated Moving Average
  - 7- Autoregressive Moving Average

میکلس (۱۹۹۶) (به اختصار *BBM*) پیشنهاد شد، بازگشت که مدل  $GARCH(p,q)$  انباشته جزئی را معرفی کردند. آن‌ها با بسط دادن مدل *IGARCH* از مدل‌های خانواده *GARCH* و از طریق تخصیص دادن ماندگاری در واریانس شرطی، مدل *FIGARCH* را ارائه دادند. لازم به ذکر است که ماندگاری نامتناهی *IGARCH* بسیار محدود کننده به نظر می‌رسد و اینکه برخلاف شواهد تجربی در تحلیل سری‌های زمانی، حافظه مدل‌های *GARCH* و *IGARCH* کوتاه‌تر از عموم سری‌های زمانی مالی می‌باشند. در ضمن، اهمیت تفاوت کاربردی بین فرایند *GARCH* و *FIGARCH* را می‌توان در میرایی شوک‌ها جستجو کرد که در فرایند *GARCH*، میرایی سریع و به صورت نرخ نمایی است؛ در حالی که در فرایند *FIGARCH*، میرایی شوک‌ها با نرخ آهسته هیپربولیکی انجام می‌پذیرد. با این توصیفات، مدل *FIGARCH* انعطاف بیشتری در مدل‌سازی واریانس شرطی نسبت به مدل *GARCH* و *IGARCH* ارائه خواهد داد.

در ادبیات نظری مربوط به حافظه بلندمدت دوگانه، بررسی یکجای میانگین و واریانس شرطی با نظر به اینکه آن‌ها پدیده‌ای مجزا و متفاوت از هم هستند (هر چند که در اغلب سری‌ها، حافظه بلندمدت هم در میانگین شرطی و هم واریانس شرطی وجود دارد) ایده اصلی مطالعات تجربی در این زمینه را فراهم می‌کند؛ برای مثال، کونراد و کراناسوس (۲۰۰۵) با مدل ترکیبی *ARFIMA-FIGARCH*، شواهد معناداری را از حافظه بلندمدت دوگانه در سری تورم شاخص قیمت مصرف کننده یافتند. بین و همکاران (۲۰۰۲) پیشنهاد دادند که ویژگی حافظه بلندمدت دوگانه نمایان‌گر بازده نرخ ارز است. ناگایاسو (۲۰۰۳)، کارایی بازار سرمایه ژاپن را با استفاده از مدل حافظه بلندمدت دوگانه بررسی کرد. ویلاسوسو (۲۰۰۲)، دقت مدل‌های *FIGARCH*، *IGARCH* و *GARCH*

- 
- 1- Bollerslev, Bollerslev and Mikkelsen
  - 2- Fractionally Integrated Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity.
  - 3- Dual long memory
  - 4- Conrad and Karanasos
  - 5- Beine et al
  - 6- Nagayasu
  - 7- Vilasuso

در پیش‌بینی نوسان‌های شش‌ماه‌ای نرخ ارز (دلار کانادا، فرانک فرانسه، مارک آلمان، لیر ایتالیا، ین ژاپن و پوند انگلیس در مقابل دلار آمریکا) مقایسه کرد و در نهایت نتیجه گرفت که استفاده از مدل *FIGARCH* نتایج پیش‌بینی را به‌طور قابل ملاحظه‌ای بهبود می‌بخشد. تسی (۱۹۹۸) مدل *FIGARCH* را برای نرخ مبادله ین-دلار به کار برد و در تحلیل خود به عملکرد بسیار خوب مدل *FIGARCH* در مقایسه با مدل‌های *APARCH* و *FIAPARCH* دست یافت. اخیراً، اقتصاددانان اهمیت قابل توجهی به مقوله مدل‌سازی توزیع‌های نامتقارن و دم‌پهن پسماندهای سری‌های زمانی اختصاص داده‌اند و این ویژگی‌ها را در بسیاری از مطالعات تجربی بررسی نموده‌اند. به‌عنوان نمونه، از این شیوه در مدل‌سازی برای قیمت‌گذاری اختیارها (*Fang and Lai, 1997*)، قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای (*Harvey and Siddique, 2000*) و پاداش ریسک (*Smith, 2006*) استفاده شده‌است و از آنجایی که عموم باقیمانده‌های سری‌های زمانی مالی در بردارنده چولگی و کشیدگی اضافی هستند، کاربرد فرض توزیع گاوسی (یا نرمال) برای دربرگرفتن این دم‌پهن و کشیدگی پسماندها، مناسب نخواهد بود. برای هم‌گرا و نزدیک شدن به ویژگی دم‌پهن و نامتقارن پسماندها، مطالعات تجربی متعددی، چارچوب مدل‌های خانواده *GARCH* را به‌وسیله توزیع‌های متفاوت گسترش داده‌اند. برای مثال، توزیع *Student-t* بلسلو (۱۹۸۷)، کشیدگی اضافی بازده داده‌ها را دربرمی‌گیرد. به‌علاوه، توزیع چوله *Student-t* لامبرت و لورنت (۲۰۰۱)، توانایی دربرداشتن توزیع نامتقارن و دم‌پهن بازده داده‌ها را خواهد داشت. در این رابطه، محققانی مانند بورمتی و همکاران (۲۰۰۷) و تانگ و همکاران (۲۰۰۶) برای سنجش، اندازه‌گیری و کنترل ریسک مالی با استفاده از مدل‌های خانواده *GARCH* از

- 
- 1- Tse
  - 2- Option pricing
  - 3- Capital-asset pricing
  - 4- Risk premium
  - 5- Gaussian
  - 6- Bollerslev
  - 7- Lambert and Laurent
  - 8- Bormetti et al
  - 9- Tang et al

توزیع‌های غیر گاوسی استفاده نموده‌اند. در این حوزه و از مطالعاتی که از توزیع‌های غیرنرمال در قالب مدل  $ARFIMA-FIGARCH$  به بررسی پرداختند، می‌توان به مطالعه کانگ و یون (۲۰۰۷) و کاسمان و تورون (۲۰۰۷) اشاره کرد که نشان دادند مدل  $ARFIMA-FIGARCH$  با توزیع چوله  $Student-t$ ، در مقابل توزیع نرمال، مدل‌سازی بهتری در مورد حافظه بلندمدت دوگانه ارائه می‌دهد. همچنین کاسمان، کاسمان و تورون (۲۰۰۸)، حافظه بلندمدت را در ۸ کشور اروپای شرقی بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که مدل  $ARFIMA-FIGARCH$ ، پیش‌بینی بهتری از مدل‌های  $ARFIMA-GARCH$  و  $ARFIMA-HYGARCH$  با توزیع چوله  $Student-t$  را ارائه می‌دهد.

از تحقیقات داخلی در این زمینه، فقط مطالعه کشاورز و صمدی (۱۳۸۸) است که با استفاده از چند مدل از خانواده  $GARCH$ ، تلاطم شاخص بورس تهران را مدل‌سازی و سپس دقت آن‌ها را در تخمین ارزش در معرض خطر، مقایسه کردند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که انجام پیش‌بینی در دوره خارج از دوره نمونه  $ARFIMA-FIGARCH$  با توزیع نرمال نسبت به توزیع  $Student-t$  دقیق‌ترین مدل بوده و نتایج بهتری را ارائه می‌دهد. تحقیقات داخلی دیگر در زمینه حافظه بلندمدت عموماً در حوزه تشخیص این فرایند و یا استفاده از مدل‌های  $ARFIMA$  و یا  $FIGARCH$  به صورت مجزا برای پیش‌بینی و مدل‌سازی در مطالعات مربوطه بوده‌است. به‌عنوان مثال، مشیری و مروت (۱۳۸۵)، چندین مدل را برای پیش‌بینی بازده شاخص کل سهام تخمین زد که در این میان مدل  $ARFIMA$  در بین سایر مدل‌های اقتصادسنجی مانند  $ARMA$  و  $GARCH$  توانست پیش‌بینی بهتری انجام دهد، اما در کل مدل شبکه عصبی پیش‌بینی بهتری ارائه داد. عرفانی (۱۳۸۷) وجود حافظه بلندمدت را با استفاده از سه روش  $DFA$ ، کلاسیک  $R/S$  و  $MRS$  شاخص کل بورس اوراق بهادار ارزیابی کرد که نتایج هر سه آزمون وجود حافظه

- 
- 1- Kang & Yoon
  - 2- Kasman & Torun
  - 3- Kasman, Kasman & Torun
  - 4- Value at risk

بلندمدت را تأیید می‌کرد. وی در تحقیق دیگری در سال ۱۳۸۸، دقت پی‌بینی مدل‌های *ARFIMA* را با مدل‌های *ARIMA* مقایسه کرد و به این نتیجه رسید که دقت مدل *ARFIMA* در پیش‌بینی بازده شاخص بیشتر است. محمودی و دیگران (۱۳۸۹) با استفاده از روش‌های مختلف تخمین پارامتر  $\beta$  مانند *R/S*، *GPH*، *MRS*، *EML*، *NLS* و *Whittle* و *Wavelet* به برآورد حافظه بلندمدت در بازارهای جهانی نفت پرداختند. اما این نوع سری‌ها دارای حافظه بلندمدت نبودند و ویژگی بازگشت به میانگین را از خود بروز دادند. سالارزهی و دیگران (۱۳۹۱) نیز نتیجه گرفتند که تفاوت عملکرد بهتر پیش‌بینی مدل حافظه بلندمدت *ARFIMA* برای بازده *TEPIX* نسبت به مدل *ARIMA* بسیار جزئی است.

با توجه به مطالب گفته شده، هدف مطالعه حاضر، ابتدا شناخت حافظه بلندمدت در بازده و نوسان خواهد بود و سپس بررسی حافظه بلندمدت دوگانه با استفاده از مدل *ARFIMA-FIGARCH* در بازده شاخص کل قیمت سهام تهران است که پیرو آن، به بررسی خصوصیات توزیع بازده سهام با کاربرد توزیع‌های نرمال، *Student-t* و توزیع چوله *Student-t* تحت برنامه *Oxmetric/G@RCH* پرداخته می‌شود.

### روش شناسی (متدولوژی) تحقیق

در این بخش برای تست انباشته کسری، از رویه‌های پارامتریک *ARFIMA-FIGARCH* و نیمه پارامتریک *GPH* و *GSP* استفاده خواهد شد و در آخر به توصیف چگالی مدل‌های خانواده *GARCH* و همچنین آزمون تنظیمی برازش پیرسون پرداخته می‌شود.

### رویه‌های تست فرایند کسری

### مدل *ARFIMA-FIGARCH*

- 
- 1- Geweke & Porter-Hodak
  - 2- Gaussian semi-parametric

در این بخش، شکل اجمالی مدل‌های حافظه بلندمدت دوگانه که توسط بایلی و دیگران (۲۰۰۲) پیشنهاد شده، بررسی می‌شود. آن‌ها خصوصیات حافظه بلندمدت دوگانه را به صورت زیر تعریف کرده‌اند:

$$\Phi(L)(1-L)^{\xi}(y_t - m_t) = \Theta(L)\varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t = z_t \sqrt{h_t},$$

$$\lambda(L)[1-L]^d \varepsilon_t^2 = \omega + [1 - \beta(L)](v_t)$$

که در آن،  $\xi$  و  $d$  به ترتیب، رفتار حافظه بلندمدت میانگین و واریانس سری را دربرمی‌گیرد. تغییرات  $v_t$  نیز به صورت  $v_t = \varepsilon_t^2 - h_t$  تعریف می‌شود و  $\varepsilon_t$  دارای توزیعی یکسان و مستقل است (I.I.D) که دارای میانگین صفر و واریانس واحد است ( $E_t(\varepsilon_t) = 0, Var_t(\varepsilon_t) = h_t$ )  $E_t(\varepsilon_t \varepsilon_s) = 0$  به واسطه  $L$  (به عملگر وقفه اشاره دارد و  $s \neq t$ ).  $\Theta(L) = (1 - \theta_1 L - \dots - \theta_p L^p)$  و  $\Phi(L) = (1 + \theta_1 L + \dots + \theta_q L^q)$  به ترتیب نمایانگر چند جمله‌ای خودرگرسیون (AR) و میانگین متحرک (MA) می‌باشد.

طبق مطالعه هاسکینگ (۱۹۸۱)، اگر  $0/5 < \xi < 0/5$  باشد، فرایند  $z_t$  دارای حالت ایستایی کواریانس است و بدین ترتیب  $0 < \xi < 0/5$  دلالت بر فرایند حافظه بلندمدت دارد و اگر  $0/5 < \xi < 1$  باشد، حالت برگشت به میانگین را بدون در نظر گرفتن ایستایی کواریانس برای  $z_t$  نمایان می‌سازد. اما، زمانی که  $0 < \xi < 0/5$  باشد، در وقفه‌های بالا، کاهش هیپربولیکی در تابع اتوکواریانس آشکار می‌شود. حال، اگر  $\gamma_k$  نشان‌دهنده تابع اتوکواریانس باشد، کاهش هیپربولیکی در رابطه  $\gamma_k \sim ck^{2\xi-1}$ ، به خوبی نمایان می‌گردد؛ به شرطی که  $c > 0$  و  $k \rightarrow \infty$  باشد. ضمن اینکه، به ازای  $0 < \xi < 0/5$  مجموعه قدر مطلق خود همبستگی فرایند، طبق رابطه

- 1- Baillie et al
- 2- Independent and Identically Distributed
- 3- Autoregressive
- 4- Moving Average
- 5- Hosking
- 6- Hyperbolic
- 7- Atuocovariance Function

به یک مقدار ثابت میل می کند و ویژگی حافظه کوتاه مدت را برای سری زمانی  $Z_t$  نمایان می سازد. در این حالت،  $ARFIMA(0, \xi, 0)$  ویژگی ناماندگاری یا حافظه میان مدت را آشکار می سازد و همه خودهمبستگی های این فرایند، به جز وقفه صفر، منفی بوده و کاهش هیپربولیکی به صفر را دارند. در نوشتار حاضر،  $\lambda(L)$  و  $\beta(L)$  به صورت معادله های زیر تعریف شده اند:

$$\lambda(L) = \lambda_1 L + \lambda_2 L^2 + \dots + \lambda_s L^s$$

$$\beta(L) = \beta_1 L + \beta_2 L^2 + \dots + \beta_r L^r$$

لذا، جهت ایستابودن فرایند *ARFIMA-FIGARCH*، همه ریشه های  $\Phi(L)$ ،  $\Theta(L)$ ،  $\lambda(L)$  و  $1 - \beta(L)$  باید خارج از دایره واحد باشند. همچنین، با کاربرد معادله  $\lambda(L)[1-L]^d \varepsilon_t^2 = \omega + [1 - \beta(L)](v_t)$  و باز نویسی آن، رابطه زیر بدست خواهد آمد:

$$(1 - \beta(L))(h_t) = \omega + [1 - \beta(L) - \phi(L)(1-L)]^d \varepsilon_t^2.$$

با در نظر گرفتن رابطه بالا به عنوان فرایند *FIGARCH(1, d, 1)*، بلسلو و میکلسن (۱۹۹۶) نشان دادند که واریانس شرطی زمانی مثبت خواهد شد که:  $\omega > 0$ ،  $\beta - d \leq \lambda \leq \frac{2-d}{2}$ ،  $d(\lambda - \frac{1-d}{2}) \leq \beta(\lambda - \beta + d)$  باشند. به علاوه، وقتی  $d = 1$  باشد، فرایند یک مدل *GARCH* انباشته خواهد شد. با توجه به این مورد، در صورتی که  $0 < d < 1$  باشد، وجود حافظه بلندمدت در فرایند واریانس شرطی برقرار خواهد شد. در نتیجه، مدل *FIGARCH* جایگاهی در بین مدل *GARCH* و *IGARCH* را خواهد داشت. مزیت این نگرش را می توان این گونه بیان نمود که ساختار حافظه بلندمدت واریانس شرطی با میانگین شرطی بلندمدت همراه خواهد شد.

- 
- 1- Antipersistent
  - 2- Intermediate memory
  - 3- Bollerslev and Mikkelsen



همچنین  $(1-L)^\xi$  نمایانگر پارامتر تفاضل گیری جزئی مدل است که با استفاده از یک سری دو جمله‌ای به صورت زیر قابل تجزیه است:

$$(1-L)^\xi = \sum_{k=0}^{\infty} \binom{\xi}{k} (-L)^k = 1 - \xi L + \frac{\xi(\xi-1)}{2!} L^2 - \dots$$

که  $\Gamma(\cdot)$  نمایانگر تابع گاما است و  $(1-L)^d$  طبق رویه  $(1-L)^\xi$  خصوصیات واریانس شرطی را بسط می‌دهد.

### روش GPH

روش *GPH* مبتنی بر دامنه فرکانس است. در چارچوب تحلیل طیفی و دامنه فرکانس، سری‌های زمانی مشاهده شده به عنوان جمع موزونی از سری‌های پایه‌ای است که الگوهای ادواری مختلفی دارند. تکنیک دوره نگاشت ابزاری برای تمایز بین روندهای کوتاه مدت و حافظه بلندمدت فراهم می‌آورد. تخمین زننده دوره نگاشت برای تخمین پارامتر حافظه، توسط جووک و پورتر هوداک (۱۹۸۳) ارائه شد و به طور خلاصه به تخمین زن *GPH* معروف است (محمدی و طالبلو، ۱۳۸۹). ایده روش *GPH* بدین طریق است که تابع چگالی طیفی، توسط دوره نگاشت با استفاده از تعریف  $c\lambda^{-2\xi}$  در حالی که  $\lambda \rightarrow 0^+$  تخمین زده می‌شود. تخمین زن رگرسیون اصلاح شده لگاریتم نگاشت، از جووک و پورتر هوداک (۱۹۸۳) براساس رابطه زیر است:

$$\log I(\lambda_j) = \log f_u(0) - \xi \log |1 - e^{i\lambda_j}|^2 + \log [I(\lambda_j)/f(\lambda_j)] + \log [f_u(\lambda_j)/f_u(0)]$$

که  $I(\lambda_j) = \left| T^{-1} \sum_{t=1}^T (y_t - \bar{y}) e^{it\lambda_j} \right|^2$  دوره نگاهت تابع  $f(\lambda)$  است که برحسب فرکانس فوریه تعریف شده است، در حالی که  $\lambda_j = 2\pi j / T, j = 1, 2, 3, \dots, m$  و  $m = [(T-1)/2]$  می باشد. همچنین در معادله  $\log I(\lambda_j)$  و  $\lambda_j \in (0, \pi)$  تابع  $f_u(\cdot)$  چگالی  $u_t = (1-L)^{\xi} y_t$  است که توسط  $f_u(\lambda) = (\sigma^2 / 2\pi) \left( \left| \theta(e^{-i\lambda}) \right|^2 / \left| \phi(e^{-i\lambda}) \right|^2 \right)$  مفروض است. معادله بالا را می توان به عنوان یک رگرسیون خطی ساده به صورت زیر نوشت:

$$z_j = c - \xi x_j + \varepsilon_j \quad j = 1, 2, 3, \dots, m$$

که در آن  $z_j = \log I(\lambda_j)$ ،  $x_j = \log |1 - e^{i\lambda_j}|^2$ ،  $\varepsilon_j = \log [I(\lambda_j) / f(\lambda_j)]$  و  $c = \log f_u(0)$  می باشد. پارامتر تفاضل جزئی  $\xi$  می تواند توسط رگرسیون حداقل مربعات خطی  $z_j$  بر  $-x_j$  با توجه به  $j = 1, 2, 3, \dots, m$  تخمین زده شود. در اینجا  $m$  تابعی از  $T$  است ( $m = g(T) = T^\alpha$  در ازا  $0 < \alpha < 1$ )؛ به طوری که، وقتی  $T \rightarrow \infty$  میل کند،  $m/T \rightarrow 0$  در ضمن، محور افقی حداقل مربعات تخمین زنده  $\xi$  به طور مجانبی در ازا استاندارد خطای  $(6m)^{-1/2}$  نرمال می باشد. این نوع تخمین زن همانطور که آگیا کلو گلو و همکاران (۱۹۹۲) نشان دادند، زمانی که ضریب خطا  $AR$  و یا  $MA$  برابر یک باشد، ناکارآمد و دارای اریب خواهد بود. به علاوه، به دلیل اینکه  $GPH$  تنها بواسطه  $1/2 < |\xi|$  مستحکم و مستدل است، به خوبی خصوصیات مجانبی را در بر نمی گیرد.

### نگرش *Local Whittle*: تخمین زن *GSP*

کلاس دیگری از تخمین زن نیمه پارامتریک در حوزه فرکانس، تخمین زن *Local Whittle* می باشد که پیرو نگرش *Local Whittle* توسط کوسنچ<sup>۱</sup> (۱۹۸۷) مطرح شد. رایینسون (۱۹۹۵) نوع دیگری از این تخمین زن را ارائه داد که به واسطه نوع بیان راست نمایی، خصوصیات مجانبی مطلوب و فرضیاتش، مورد توجه قرار گرفت. این تخمین زن به نام تخمین زن نیمه پارامتریک نیمه گاوسی (*GSP*) شناخته شده است. تخمین زن *GSP* شبیه تخمین زن *GPH* براساس دوره نگاشت و با استفاده از تعریف  $c\lambda^{-2\xi}$  در شرایط  $\lambda \rightarrow 0^+$  طراحی شده است. همچنین *GSP* مانند *GPH* شامل پارامتر اضافی  $m$  است که می تواند کمتر یا مساوی  $(T-1)/2$  قرار بگیرد و در شرایطی که  $T \rightarrow \infty$  میل کند،  $1/m + m/T \rightarrow 0$ .

*GSP*،  $\xi$  را توسط مینیمم کردن تابع زیر به دست می آورد:

$$r(\xi) = q(\hat{g}, \xi) - 1 = \log m^{-1} \sum_{j=1}^m \frac{I(\lambda_j)}{\lambda_j^{-2\xi}} - 2\xi m^{-1} \sum_{j=1}^m \log \lambda_j$$

$$\hat{g} = m^{-1} \sum_{j=1}^m \lambda_j^{2\xi} I(\lambda_j) \quad \text{در ازای} \quad q(\hat{g}, \xi) = m^{-1} \sum_{j=1}^m \left( \frac{I(\lambda_j)}{\hat{g} \lambda_j^{-2\xi}} + \log \hat{g} \lambda_j^{-2\xi} \right) \text{ که}$$

است. ارزش  $\hat{\xi}$  که مینیمم تابع  $r(\xi)$  است، به ارزش واقعی  $\xi$  همگرا می شود، زمانی که  $T \rightarrow \infty$  میل کند. همچنین، رایینسون (۱۹۹۵) نشان داد که وقتی  $\xi \in (-1/2, 1/2)$  باشد،  $(\hat{\xi} - \xi) m^{1/2}$  به سمت  $N(0, 1/4)$  همگرا خواهد شد. بنابراین، با توجه به فرضیات تحت *GSP* که منطقی تر از *GPH* می باشند، توزیع مجانبی *GSP*، به شدت ساده، استنباط مجانبی آن آسان و در کل، کاراتر از تخمین زن *GPH* خواهد بود. تنها اشکال *GSP* در مقایسه با *GPH* را می توان در لزوم بهینه سازی عددی این نوع تخمین زن دانست. در پی توسعه *GSP*، رایینسون و

1- Künsch  
2- Robinson

هنری (۱۹۹۸) این تخمین زن را در صورت بودن خصوصیات ناهمگنی پراکنشی شرطی (تحت شرایط با قاعده به واسطه شکل کلی ناهمگنی پراکنشی شرطی راینسون (۱۹۹۱)) در سری‌ها بسط و تئوری مجانبی حافظه بلندمدت را با در نظر گرفتن ساختار ARCH گسترش دادند. بنابراین با وجود ناهمگنی پراکنشی شرطی در سری، استفاده از روش‌های دیگر شبیه *GPH*، باعث ناسازگاری نتایج تخمین خواهد شد.

از مباحث مهم در برآورد آزمون‌های *GPH* و *GSP* انتخاب پارامتر پهنای باند  $m$  است. به طوری که جووک و پورتر هوداک (۱۹۸۳) مرتبه پهنای باند  $T^{0.5}$  را به واسطه ایستایی  $\xi$  برای *GPH* پیشنهاد دادند. هوریچ و دیگران (۱۹۹۸) این مرتبه را براساس مینیمم‌سازی میانگین خطای مربعات  $T^{0.8}$  در نظر گرفتند. در کل، مقدار بزرگتر  $m$   $\xi$  را سریع‌تر به  $\xi$  همگرا می‌کند و از سوی دیگر اگر سری زمانی از نظر حافظه بلندمدت ایده آل نباشد و یا به عبارتی، حاوی فرایند  $ARFIMA(n, \xi, s)$  باشد، به طوری که  $n$  یا  $s$  یا هر دو برابر صفر نباشند، باید ارزش کوچکی را برای  $m$  انتخاب کرد. نظر به اینکه، در فرکانس‌های بالا، رفتار کوتاه‌مدت سری بر شکل چگالی طیفی اثر گذار است (Balcilar, 2002).

### چگالی مدل‌های خانواده *GARCH*

مدل‌های سنجش نوسان پارامترها، توسط کاربرد رویه‌های بهینه‌سازی غیرخطی برای ماکزیمم کردن لگاریتم تابع راست‌نمایی گاوسی تخمین زده می‌شوند. تحت فرضیه متغیر تصادفی  $(0,1) \sim z_t$  توزیع گاوسی راست‌نمایی یا نرمال به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$L_{Nom} = -\frac{1}{2} \sum_{t=1}^T \left[ \ln(2\pi) + \ln(\sigma_t^2) + z_t^2 \right]$$

که در آن،  $T$  تعداد مشاهدات است. برای دربر گرفتن کشیدگی اضافی در پسماندها، توزیع

- 
- 1- Robinson & Henry
  - 2- heteroscedasticity
  - 3- Hurvich et al

*Student-t* می‌تواند در مدل‌سازی سری‌های زمانی به کار برده شود ( *Bollerslev, 1987*; *Baillie & Bollerslev, 1989*). اگر متغیر تصادفی  $z_t \sim ST(0, 1, \nu)$  باشد، لگاریتم راست‌نمایی توزیع  $Student-t(L_{ST})$  به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$L_{ST} = T \left\{ \ln \Gamma \left( \frac{\nu+1}{2} \right) - \ln \Gamma \left( \frac{\nu}{2} \right) - \frac{1}{2} \ln [\pi(\nu-2)] \right\} - \frac{1}{2} \sum_{t=1}^T \left[ \ln(\sigma_t^2) + (1+\nu) \ln \left[ 1 + \frac{z_t^2}{\sigma_t^2(\nu-2)} \right] \right]$$

که در آن،  $2 < \nu \leq \infty$  است. در مقایسه با توزیع نرمال، وقتی توزیع *Student-t* تخمین زده می‌شود، پارامتر اضافی  $\nu$  مقیاس درجه دم پهن چگالی است. برای مثال، ارزش پایین پارامتر  $\nu$  نشان‌دهنده دم پهن تر چگالی خواهد بود. با توجه به مشاهدات گسترده در توزیع باقیمانده‌ها و گرایش آن‌ها به داشتن خصوصیت نامتقارن و کشیدگی لپتو و برای دربرگرفتن چولگی و کشیدگی اضافی، توزیع چوله *Student-t* نیز بررسی می‌گردد. اگر  $z_t \sim SKST(0, 1, K, \nu)$  باشد، لگاریتم راست‌نمایی توزیع چوله  $Student-t(L_{SKST})$  به صورت زیر بیان می‌شود:

$$L_{SKST} = T \left\{ \ln \Gamma \left( \frac{\nu+1}{2} \right) - \ln \Gamma \left( \frac{\nu}{2} \right) - \frac{1}{2} \ln [\pi(\nu-2)] + \ln \left( \frac{2}{k+1/k} \right) + \ln(s) \right\} - \frac{1}{2} \sum_{t=1}^T \left[ \ln(\sigma_t^2) + (1+\nu) \ln \left[ 1 + \frac{(sz_t + m)^2}{\nu-2} k^{-2t} \right] \right]$$

که  $I = 1$  است، اگر  $z_i \geq -m/s$  باشد یا  $I = -1$ ، اگر  $z_i < -m/s$  گردد و  $k$  نمایانگر پارامتر نامتقارن است. مقادیر ثابت  $m = m(k, \nu)$  و  $s = \sqrt{s^2(k, \nu)}$  به ترتیب، میانگین و انحراف استاندارد توزیع چوله *Student-t* می‌باشند:

$$m(k, \nu) = \frac{\Gamma((\nu-1)/2)\sqrt{\nu-2}}{\sqrt{\pi}\Gamma(\nu/2)} \left( k - \frac{1}{k} \right),$$

$$s^2(k, \nu) = \left( k^2 + \frac{1}{k^2} - 1 \right) - m^2.$$

گفتنی است که ارزش  $\ln(k)$ ، نمایانگر درجه نامتقارن توزیع پسماندها است. به‌عنوان مثال، اگر  $\ln(k) > 0$  ( $\ln(k) < 0$ )، چگالی دارای چولگی راست (چپ) است و هنگامی که  $k=1$  باشد، توزیع چوله *Student-t* برابر با توزیع *Student-t* خواهد بود.

### آزمون تنظیمی برآزش پیرسون<sup>۱</sup>

آزمون تنظیمی برآزش پیرسون می‌تواند ارتباط توزیع‌های گوناگون تخمین زده‌شده مانند توزیع نرمال، *Student-t* و توزیع چوله *Student-t* را ارزیابی کند. این آزمون توزیع‌های تجربی  $z$  با تغییرات تئوریکال را مورد مقایسه قرار می‌دهد. پالمار و ولار (۱۹۹۷)، پسماندها را در سلول‌هایی مطابق با بزرگی شان برای آزمون این تست طبقه‌بندی کردند. آماره برآزش پیرسون به‌واسطه عدد مفروض سلول‌ها که با  $g$  نمایش داده شده‌است، به‌صورت زیر بیان می‌گردد:

$$P(g) = \sum_{i=1}^g \frac{(n_i - En_i)^2}{En_i},$$

که  $n_i$  تعداد مشاهدات در سلول  $i$  و  $En_i$  تعداد مشاهدات مورد انتظار است. تحت فرض صفر توزیع صحیح، آماره  $P(g)$  به‌عنوان  $\chi^2(g-1)$  توزیع داده‌شده و نظر به اینکه اجماعی بر روی انتخاب درست  $g$  وجود ندارد. در این مطالعه برای اندازه نمونه،  $g$  برابر ۶۰ در نظر گرفته شده‌است.

1- The adjusted Pearson Goodness-of-fit test

2- Palm and Vlaar

### ویژگی های آماری متغیر پژوهش

داده‌هایی که در این تخمین برای مدل‌سازی در بورس به کار برده شده‌است، شاخص قیمت بورس تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۰/۰۹/۰۴ تا ۱۳۹۱/۱۲/۲۸ بوده که شامل ۲۶۶۷ مشاهده می‌باشد. در این قسمت برای محاسبه بازده شاخص کل از لگاریتم درصد تغییرات 
$$r_t = \log\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \times 100$$
 استفاده شده که  $P_t$  مقدار شاخص قیمت بورس در زمان  $t$  است. در تجزیه و تحلیل مقدماتی طبق جدول و شکل شماره ۱، آماره‌های چولگی و کشیدگی اضافی نشان‌دهنده این مورد است که سری بازده، دارای توزیع دنباله پهن تر و رأس بالاتری نسبت به توزیع نرمال است. همانطور که آماره جارک-برا ( $J-B$ ) برای بازده لگاریتمی برابر ۱۲۷۸۴٫۰ است؛ که نشان‌دهنده رد شدن فرض نرمال بودن توزیع بازده‌ها است. در تحلیل دیگر، با مقایسه انحراف معیار در برابر میانگین، این متغیر در طول دوره بررسی از تلاطم زیادی برخوردار بوده‌است.

جدول شماره ۱- آماره توصیفی بازده TEPIX

2667	تعداد مشاهدات
0.090097	میانگین
0.61762	انحراف معیار
0.39776**	چولگی
10.696**	کشیدگی اضافی
-5.4503	مینیمم
5.2608	ماکزیمم
12784.0**	$J-B$
1235.51*	$Q(20)$
375.545*	$Q_s(20)$
32.583*	$ARCH(5)$
<p>توضیحات: <math>J-B</math> ارزش آماره جارک-برا باقیمانده‌های بازده را نشان می‌دهد. <math>Q(20)</math> و <math>Q_s(20)</math> آماره تست باکس-پیرس را به ترتیب برای باقیمانده بازده و باقیمانده مربعات بازده تا مرتبه ۲۰ سریال همبستگی، بیان می‌کنند. <math>ARCH(5)</math> نمایانگر آماره-تی شاخص آزمون <math>ARCH</math> است.</p> <p>** و * به ترتیب نشان‌دهنده رد معناداری در سطح ۵٪ و ۱۰٪ می‌باشند.</p>	

برای آزمون فرضیه صفر مبتنی بر نوبه سفید بودن  $r_t$  از آماره‌های باکس-پیرس باقیمانده‌های بازده  $(Q(20))$  و مربع باقیمانده‌های بازده  $(Q_s(20))$  استفاده می‌گردد که به ترتیب هر کدام دارای توزیع مجانبی و خی‌دو  $(\chi^2)$  با ۲۰ درجه آزادی هستند. باقیمانده‌های بازده و مربع باقیمانده‌های بازده این آزمون برای در برداشتن فرایند *I.I.D* و مستقل، رد می‌شوند و از این رو باقیمانده‌های مربع و بازده، تا وقفه ۲۰ همبستگی بسیار بالایی دارند. در این خصوص آماره  $Q_s(20)$  بشدت بالا می‌باشد که نشان‌دهنده نفوذ فراگیر تلاطم خوشه‌ای در بازار سرمایه است. همان‌طور که آزمون مربوط به نشانه‌های *ARCH* (آزمون ضرایب لاگرانژ *LM*) این ویژگی را مورد تأیید قرار می‌دهد.

همچنین با انجام آزمون‌های ایستایی (جدول شماره ۲) که توسط آماره دیکی-فولر تعمیم‌یافته  $(ADF)$ ، آماره فیلپس-پرون  $(PP)$  و آماره کوویت کووسکی-فیلپس-اشمیت-شین  $(KPSS)$  در سطح معنی‌داری ۱٪ صورت گرفته‌است، فرض صفر این سه آزمون (فرض صفر دو آزمون  $ADF$  و  $PP$  وجود ریشه واحد می‌باشد در حالی  $KPSS$  فرض صفر مبنی بر عدم وجود ریشه را دارا می‌باشد) رد می‌شود. طبق مطالعات بایلی و همکاران<sup>۶</sup> (۱۹۹۶)، رد شدن هر دو آماره  $kpss$  و  $pp$  حاکی از این است که فرایند نه توسط  $I(0)$  و نه توسط  $I(1)$  توصیف می‌شود، بنابراین چنین فرایندی ممکن است توسط فرایند کسری جزئی بهتر توصیف شود.

جدول شماره ۲: آزمون‌های ریشه واحد برای بازده *TEPIX*

آماره‌ها	مقادیر تخمین زده‌شده
<i>ADF</i>	$-12.56069(7)***$
<i>PP</i>	$-41.66481(27)***$
<i>KPSS</i>	$0.261882(30)$

توضیحات: ارزش حیاتی ۱٪ مکینان<sup>۷</sup> برای آزمون  $ADF$  و  $PP$  برابر با  $-3.435$  است. برای آزمون  $KPSS$  ارزش حیاتی  $0.739$  برابر با سطح معناداری ۱٪ می‌باشد. اعداد داخل پرانتز به ترتیب نمایانگر وقفه دوره‌ها و پهنای باند برای آماره  $ADF$  و آماره‌های  $PP$  و  $KPSS$  می‌باشد.  
\*\*\* نشان‌دهنده رد معناداری در سطح ۱٪ می‌باشد.

- 1- Box-Pierce
- 2- Lagrange multiplier
- 3- Augmented Dickey-Fuller
- 4- Phillips & Perron
- 5- Kwiatkowski, Philips, Schmidt, Shin
- 6- Baillie & et al
- 7- Mackinnon



### نتایج تخمین حافظه بلندمدت در بازده

انتخاب تعداد عرض فرکانس مرتبه پایین (پهنای باند) در تخمین پارامتر حافظه بلندمدت با روش‌های  $GPH$  و  $GSP$  از مباحث مهم در این نوع تخمین می‌باشند؛ به طوری که مرتبه بالای عرض دوره نگاهت باعث اریب در تخمین  $\xi$  می‌شود و از سوی دیگر، با در نظر گرفتن مرتبه بسیار پایین عرض دوره نگاهت، منجر به افزایش تغییرپذیری نمونه‌گیری تخمین به علت کاهش اندازه نمونه، خواهد شد. به این منظور برای ارزیابی مستدل و محکم برآوردهای  $GPH$  و  $GSP$  بر حسب انتخاب پهنای باند، چندین ارزش پهنای باند  $m$  انتخاب می‌گردد؛ به طوری که تغییر ارزش‌ها تابعی از اندازه نمونه  $T$  خواهند بود و از طریق  $m = [T^\alpha]$  به واسطه  $\alpha = \{0.5, 0.55, 0.65\}$  مشخص می‌شوند. نتایج پیرو جدول ۳ و طبق آماره  $GPH$  از وجود حافظه بلندمدت در تمام ارزش‌های پهنای باند  $m$  حمایت می‌کند و همچنین آماره  $GSP$  فاصله معناداری از صفر نداشته و فرض صفر این آزمون (عدم وجود حافظه بلندمدت) ( $\xi = 0$ ) در بازده، شبیه آماره  $GPH$  رد می‌شود.

جدول شماره ۳: تخمین پارامتر  $\xi$  با روش‌های نیمه پارامتریک

$m=168$	$m=76$	$m=51$	$m = T^{\alpha(0.5,0.55,0.65)}$
0.284627 (0.052336) [0.0000]	0.290688 (0.0809966) [0.0003]	0.288288 (0.101851) [0.0046]	$GPH(\xi \text{ parameter})$
0.337498 (0.0385758) [0.0000]	0.244393 (0.0573539) [0.0000]	0.207734 (0.070014) [0.0030]	$GSP(\xi \text{ parameter})$
توضیحات: اعداد داخل پرانتز خطای استاندارد پارامتر $\xi$ می‌باشند. مقادیر داخل کروشه $p$ -value فرض صفر ( $\xi = 0$ ) آزمون‌ها می‌باشند.			

در ادامه با توجه به اینکه تخمین روش‌های  $GPH$  و  $GSP$  برای فرایند  $ARFIMA(n, \xi, s)$  به دلیل نادیده انگاشتن اجزای کوتاه‌مدت، دارای اریب خواهند بود (همان‌طور که اگیاکلو گلو و همکاران (۱۹۹۲) این امر را در آزمون  $GPH$  اثبات کردند)، به بررسی همزمان تخمین پارامتر انباشته کسری ( $\xi$ ) با پارامترهای کوتاه‌مدت ( $n, s$ ) برای بازده

*TEPIX* پرداخته می‌شود. برخی از مدل‌های *ARFIMA* را در ازاا مرتبه‌های متفاوت  $(n, s)$  با فرض توزیع نرمال تخمین زده شده و عملکرد مدل‌های *ARFIMA* برای تعیین مرتبه شایسته در جهت تشخیص خصوصیات حافظه بلندمدت در سطح بازده سری‌ها، مورد مقایسه قرار می‌گیرد. با توجه به اینکه پیامد انتخاب مرتبه وقفه برای ساختن مدل مرتبه بالاتر پویا، مهم است و اینکه مرتبه‌های بالا باعث ارزش تخمین بالا برای ضرایب *AR* و *MA* می‌شوند، لذا، براساس مدل چونگ<sup>۱</sup> (۱۹۹۳) در ازاا محدودیت مرتبه‌های  $n = 0, 1, 2$  و  $s = 0, 1, 2$ ، مدل‌های متفاوت  $ARFIMA(n, \xi, s)$  برای سری بازده تخمین زده می‌شود. نتایج تخمین و آماره‌های تشخیصی مدل‌های  $ARFIMA(n, \xi, s)$  به‌طور خلاصه در جدول شماره ۴ ارائه شده است.

جدول شماره ۴: نتایج تخمین مدل‌های *ARFIMA* برای بازده *TEPIX*

$(2, \xi, 2)$	$(2, \xi, 1)$	$(1, \xi, 2)$	$(1, \xi, 1)$	$(2, \xi, 0)$	$(1, \xi, 0)$	$(0, \xi, 2)$	$(0, \xi, 1)$	$(0, \xi, 0)$	$(n, \xi, s)$
0.093 (0.065)**	0.114 (0.085)**	0.101 (0.041)	0.102 (0.056)**	0.104 (0.059)**	0.102 (0.055)**	0.102 (0.057)**	0.103 (0.057)**	0.108 (0.079)**	$\mu$
-0.248 (0.151)**	0.719 (0.108)	-0.981 (0.016)	0.026 (0.279)**	0.116 (0.058)	0.128 (0.052)	-	-	-	$\psi_1$
-0.792 (0.226)	-0.081 (0.038)	-	-	-0.018 (0.049)**	-	-	-	-	$\psi_2$
0.264 (0.036)	0.314 (0.116)	0.216 (0.033)	0.218 (0.042)	0.224 (0.055)	0.211 (0.038)	0.217 (0.055)	0.221 (0.0336)	0.293 (0.0334)	$\xi$
0.309 (0.126)	-0.692 (0.118)	1.109 (0.049)	0.095 (0.264)**	-	-	0.124 (0.061)	0.119 (0.0476)	-	$\theta_1$
0.794 (0.242)	-	0.133 (0.045)	-	-	-	0.005 (0.059)**	-	-	$\theta_2$
0.313 (0.02367)	0.313 (0.0236)	0.313 (0.023)	0.313 (0.023)	0.313 (0.023)	0.313 (0.023)	0.313 (0.0236)	0.313 (0.0236)	0.315 (0.0235)	$\omega$
-2235.4	-2237.0	-2235.9	-2238.7	-2238.5	-2239.0	-2238.7	-2238.8	-2247.0	$Ln(L)$
1.6816	1.6820	1.6812	1.6826	1.6824	1.6820	1.682	1.681	1.687	<i>AIC</i>
13.25**	13.180**	13.018**	13.183**	13.222**	13.112**	13.173**	13.197**	12.789**	کشیدگی اضافی
-0.189**	-0.212**	-0.151**	-0.151**	-0.160**	-0.140**	-0.149**	-0.154**	-0.180**	چولگی
19529.*	19323.*	18843.*	19323.*	19439.*	19113.*	19293.*	19363.*	18190.*	<i>J-B</i>
36.353*	37.003*	39.562*	43.461*	43.174*	43.928*	43.449*	43.468*	59.660*	$Q(20)$
43.876*	50.512*	49.533*	50.345*	50.650*	49.528*	50.264*	50.438*	22.512*	<i>ARCH(5)</i>

توضیحات: خطاهای استاندارد در پرانتز و زیر تخمین پارامترها درج شده‌اند.  $Ln(L)$  ارزش ماکزیم شده راست‌نمایی گاوسی است.  
 $ARCH(5)$  نمایانگر آماره-تی شاخص آزمون *ARCH* می‌باشد که براساس باقیمانده‌های استاندارد شده محاسبه شده است.  
 \*\* و \* به ترتیب نشان‌دهنده رد معناداری در سطح ۵٪ و ۱۰٪ می‌باشند.

بر اساس انتخاب مدل  $AIC$ ، ارزش لگاریتم راست‌نمایی و معناداری پارامترهای تخمین زده‌شده، بازده شاخص قیمت کل مدل  $ARFIMA(1, \xi, 2)$  را برای فرایند حافظه بلند نسبت به مدل‌های تصریح شده دیگر برتری داد. در جدول شماره ۴، تخمین پارامتر حافظه بلندمدت ( $\xi$ ) متفاوت از صفر بوده و از لحاظ آماری در سطح ۵٪ معنادار است. بنابراین، به‌طور واضح پذیرفته می‌شود که شواهدی از حافظه بلندمدت در بازده  $TEPIX$  وجود دارد. با این وجود، آماره‌های تشخیصی نمایان می‌سازند که برخی از محدودیت‌ها در ساخت مدل  $ARFIMA$  وجود دارد. برای مثال، باقیمانده‌های استاندارد نشان‌دهنده چولگی و کشیدگی اضافی بالایی است که رد فرض نرمال را در پی دارد. همچنین آماره  $J-B$  نشان می‌دهد که باقیمانده‌ها دچار کشیدگی هستند. به‌علاوه، آماره - تی شاخص آماره  $ARCH$  برای رد فرض صفر نبود اثرات  $ARCH$  در پسماندهای استاندارد شده دارای معناداری بالایی است. فرض صفر  $I.I.D$  سری‌های آماره  $Box-Pierce$  هم، در سطح ۱۰٪ معناداری بالایی را از خود نشان می‌دهند. بنابراین، نتایج آماره‌ها دلالت بر این موضوع دارند که مدل‌سازی در سطح بازده‌ها برای دربرگرفتن وجود ویژگی حافظه بلندمدت در بازار سهام تهران، مناسب نیست.

### نتایج تخمین حافظه بلندمدت در نوسان

در این بخش، عملکرد مدل‌های  $GARCH$ ،  $IGARCH$  و  $FIGARCH$  در مدل‌سازی فرایند نوسان حافظه بلندمدت مورد مقایسه قرار گرفته و بهترین مرتبه‌های مناسب  $GARCH$  و  $IGARCH$  طبق آماره  $AIC$  مشخص شده‌اند. نتایج مدل‌های مذکور و مدل‌های  $FIGARCH$  در جدول شماره ۵ ارائه شده‌است:

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

جدول شماره ۵: تخمین مدل‌های  $(FI)GARCH$

$FIGARCH(1,d,0)$	$FIGARCH(1,d,1)$	$IGARCH(1,1,1)$	$GARCH(1,0,1)$	مدل $(p,d,q)$
0.030205 (0.014294)	0.026115 (0.013876)**	0.021763 (0.013519)**	0.024902 (0.012903)**	$\mu$
0.072328 (0.018716)	0.112319 (0.028998)	0.065568 (0.014283)	0.069837 (0.016511)	$\omega$
-	-0.558170 (0.076588)	0.622389 (0.078403)	0.514548 (0.077994)	$\phi_1$
0.418046 (0.094928)	0.507335 (0.089275)	1.000	-	$d$
-0.145869 (0.054717)	-0.638078 (0.063231)	0.377611	0.387948 (0.079312)	$\beta_1$
-2053.446	-2040.546	-2074.024	-2069.309	$Ln(L)$
1.542891	1.533968	1.557574	1.554788	$AIC$
8.1289**	7.0894**	7.4134**	6.8418**	کشیدگی اضافی
-0.68787**	-0.62431**	-0.69459**	-0.57970**	چولگی
7553.3**	5758.3**	6321.7**	5351.2**	$J-B$
1113.71*	1107.23*	1009.32*	1055.42*	$Q(20)$
3.7834*	2.3990*	5.1699*	5.2071*	$ARCH(5)$
248.1181*	238.6243*	269.8054*	250.7728*	$P(60)$

توضیحات:  $P(60)$  آماره برازش پیرسون برای ۶۰ سلول می باشد.  
 $P(60)$  و  $ARCH(5)$  بر اساس باقیمانده‌های استاندارد شده محاسبه شده‌اند.  
 \*\* و \* به ترتیب نشان‌دهنده رد معناداری در سطح ۵٪ و ۱۰٪ می‌باشند.

همانطور که جدول شماره ۵ نشان می‌دهد، جمع تخمین‌های  $\alpha_1$  و  $\beta_1$  مدل  $GARCH$  بسیار نزدیک به یک بوده که نشان‌دهنده ماندگاری بالای فرایند نوسان می‌باشد. برای مدل‌های تخمین زده  $FIGARCH$ ، تخمین پارامتر حافظه بلندمدت ( $d$ ) به‌طور معنی‌داری متفاوت از صفر است که طبق ارزش تئوریکال، فرایند حافظه بلندمدت در نوسان بازار سهام تهران محرز می‌شود. این نتایج اهمیت مدل‌سازی حافظه بلندمدت را در نوسان متذکر می‌شود و این نکته را آشکار می‌سازد که نوسانات آینده به ارزش‌های گذشته بستگی دارند. بنابراین نوسانات قابلیت پیش‌بینی را خواهند داشت. از مقایسه آمارهای تشخیصی مدل‌های  $GARCH$  و  $IGARCH$  در مقابل مدل‌های  $FIGARCH$ ، مدل‌های  $FIGARCH$  عملکرد بهتری از دو مدل دیگر دارند. همچنین مدل  $FIGARCH(1,d,1)$  با توجه به معیار  $AIC$  در برابر مدل  $FIGARCH(1,d,0)$  تصویری بهتر از مدل‌سازی حافظه بلندمدت در نوسان را ارائه می‌دهد.

با این وجود، چندین محدودیت در مدل  $FIGARCH(1,d,1)$  باقی مانده است. برای مثال، پسماندهای استاندارد شده، چولگی و کشیدگی اضافی را نشان می‌دهد که این امر انگیزه استفاده از توزیع‌های  $Student-t$  و توزیع چوله  $Student-t$  را بوجود می‌آورد. همچنین آماره برازش پیرسون ( $P(60)$ ) نشان‌دهنده فرض نامناسب توزیع گاوسی برای دربرگرفتن پویای بازده  $TEPIX$  می‌باشد. در آزمون دیگر، آماره  $Box-Q(20)$   $Pierce$  همبستگی بالای پسماندها تا وقفه ۲۰ را آشکار می‌نماید که لزوم وجود معادله میانگین برای مدل‌سازی خصوصیت حافظه بلندمدت را محرز می‌کند. بنابراین، برای مدل‌سازی ویژگی حافظه بلندمدت، استفاده از مدل‌های ترکیبی حافظه بلندمدت دوگانه که به‌طور همزمان بازده و نوسان را تخمین می‌زنند، منطقی به نظر می‌آید.

### نتایج تخمین حافظه بلندمدت دوگانه

در بخش‌های تحلیلی قبل، خصوصیت حافظه بلندمدت به‌طور جداگانه‌ای در بازده و در نوسان، بررسی و مورد اثبات واقع شد. بنابراین در این بخش مناسب است حافظه بلندمدت دوگانه را برای دست‌یابی به مدل برتر از جهت مدل‌سازی ویژگی حافظه بلندمدت مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد.

جدول شماره ۶ نتایج مدل  $FIGARCH(1,d,1)$ - $ARFIMA(1, \xi, 2)$  را تحت توزیع‌های متفاوت نرمال، توزیع  $Student-t$  و توزیع چوله  $Student-t$  نشان داده است. مشاهدات حاصل از جدول شماره ۶ مؤید این مطلب است که پارامترهای حافظه بلندمدت  $(\xi, d)$  به‌طور معناداری متفاوت از صفر هستند که خصوصیت حافظه بلندمدت دوگانه بازده و نوسان  $TEPIX$  را مورد تأیید قرار می‌دهد. در بررسی مدل  $ARFIMA(1, \xi, 2)$   $FIGARCH(1,d,1)$  با توزیع‌های مختلف، توزیع  $Student-t$  و توزیع چوله  $Student-t$  عملکرد بهتری نسبت به توزیع نرمال بروز می‌دهند؛ نظر به اینکه آماره-تی پارامتر  $U$ ، از معناداری بالایی برخوردار است (با توجه به اینکه برتری عملکرد مدل با توزیع  $Student-t$  در برابر توزیع چوله  $Student-t$  بسیار جزئی است). در ضمن، پارامتر نامتقارن  $\ln(k)$  از معناداری برخوردار نیست؛ این امر نشان می‌دهد که پسماندهای بازده  $TEPIX$  تخمین

زده شده توسط مدل  $ARFIMA(1, \xi, 2)$ - $FIGARCH(1, d, 1)$  متقارن اند. به عبارت روشن تر، تغییر توزیع چوله  $Student-t$  برابر با توزیع  $Student-t$  می باشد. به علاوه، ارزش پایینی آماره آزمون  $P(60)$  نسبت به توزیع نرمال، تأیید دوباره ای بر کاربرد درست توزیع چوله  $Student-t$  و  $Student-t$  نسبت به توزیع نرمال خواهد بود. بنابراین می توان استنباط کرد که فرض غیر نرمال برای دربرگرفتن گرایش توزیع بازده سهام به کشیدگی لپتواز توانایی مطلوبی نسبت به توزیع نرمال برخوردار است.

جدول شماره ۶: تخمین مدل های ترکیبی  $ARFIMA$ - $FIGARCH$

$ARFIMA(1, \xi, 2)$ - $FIGARCH(1, d, 1)$ با توزیع چوله $Student-t$	$ARFIMA(1, \xi, 2)$ - $FIGARCH(1, d, 1)$ با توزیع $Student-t$	$ARFIMA(1, \xi, 2)$ - $FIGARCH(1, d, 1)$ با توزیع نرمال	مدل های $ARFIMA$ - $FIGARCH$ با توزیع های متفاوت
0.086603 (0.058085)**	0.072802 (0.037973)**	-0.006480 (0.046269)**	$\mu$
0.596292 (0.084535)	-0.316397 (0.18795)**	0.920558 (0.057909)**	$\psi_1$
-0.439384 (0.10003)	0.552887 (0.17820)	-0.582816 (0.12769)	$\theta_1$
-0.139107 (0.021055)	0.097416 (0.039464)	-0.247591 (0.038833)	$\theta_2$
0.003762 (0.0034154)**	0.020348 (0.010247)	0.026221 (0.012062)	$\omega$
0.737423 (0.18635)	0.091509 (0.22613)	0.682513 (0.14180)	$\phi_1$
0.507558 (0.090649)	0.472185 (0.054470)	0.225280 (0.12741)**	$d$
0.816713 (0.13310)	0.168614 (0.22880)	0.533933 (0.11079)	$\beta_1$
3.708682 (0.20709)	3.692142 (0.20539)	-	$\nu$
-0.013302 (0.023097)**	-	-	$Ln(k)$
-1453.191	-1453.267	-1789.677	$Ln(L)$
1.098006	1.097313	1.348839	$AIC$
21.3281	26.9456	22.0822	$Q(20)$
26.7798	26.9460	27.5161	$Q_s(20)$
2.0313	1.4363	2.1053	$ARCH(5)$
74.9798	72.9100	364.1586*	$P(60)$

توضیحات:  $Ln(k)$  نشانگر پارامتر نامتقارن است.

\*\* و \* به ترتیب نشان دهنده رد معناداری در سطح ۵٪ و ۱۰٪ می باشند.

## نتیجه گیری

فرایندهای حافظه بلندمدت، خودهمبستگی معناداری بین مشاهداتی که در پی زمان بسیار طولانی مورد بررسی قرار گرفته اند را باعث خواهد شد و از آنجایی که سری ها در طی زمان مستقل نیستند، درک گذشته به پیش بینی آینده کمک می کند. پژوهش حاضر، ویژگی مذکور (حافظه بلندمدت) را هم از لحاظ میانگین شرطی و هم از لحاظ واریانس شرطی مورد بررسی قرار داده است. برای این امر، از مدل های  $GPH$ ،  $GSP$  و  $ARFIMA$   $FIGARCH$  برای نیل به هدف تحقیق استفاده گردید. طبق بررسی و تجزیه و تحلیل های انجام شده در این مطالعه، دو نکته مهم و قابل ارزش قابل طرح است:

اول، نتایج مستدل و محکم از وجود حافظه بلندمدت دوگانه با بررسی مدل  $ARFIMA$ - $FIGARCH$  به دست آمد که به عکس مدل های  $GPH$ ،  $GSP$ ،  $ARFIMA$  و  $FIGARCH$  از جامعیت و کارایی بهتری برخوردار است. به علاوه، در مدل سازی واریانس شرطی، مدل های نوع  $FIGARCH$  تصویری بهتر از مدل سازی را نسبت به مدل های  $GARCH$  و  $IGARCH$  ارائه دادند. بنابراین، ذکر این نکته ضروری به نظر می رسد که در انجام روش های تحلیل ریسک مانند روش «ارزش در معرض ریسک» که نیازمند سری واریانس است، اگر سری واریانس، تحت بررسی مدل حافظه بلندمدت (مانند  $FIGARCH$ ) قرار گیرد، نسبت به اینکه از مدل های حافظه کوتاه مدت در تحلیل سری ها استفاده شود، عملکرد کاراتری پیدا خواهد کرد.

دومین مورد در ارتباط با استفاده از فرض غیرنرمال برای دربرگرفتن دم پهن و نامتقارن باقیمانده های تخمین زده شده می باشد. یافته های تحقیق از مناسب بودن توزیع چوله  $Student-t$  و توزیع  $Student-t$  در برابر ویژگی های دم پهن و نامتقارن حمایت می کند و پیشنهاد می دهند که مدل هایی که براساس فرض نرمال گاوسی مانند مدل قیمت گذاری سرمایه ای بنا نهاده شده اند، ممکن است از کارایی مناسب برخوردار

نباشند. در نهایت با اثبات وجود حافظه بلندمدت می‌توان چنین استنباط کرد که سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار تهران، گرایش به عکس‌العمل آهسته و تدریجی نسبت به ورود اطلاعات جدید دارند که این امر طبق فرایند شرطی در بازار خواهد بود. بنابراین، به نظر می‌رسد که بازار اوراق بهادار تهران نمی‌تواند به عنوان بازار کارا از لحاظ سرعت انتقال اطلاعات بررسی شود. از این رو، امکان کسب سودهای غیرعادی باثبات، در چنین بازاری وجود دارد و بالطبع، فرض شکل ضعیف کارایی بازار نیز نقض خواهد شد.



- توضیح اینکه، بازار کارا، بازاری است که در آن اطلاعات با سرعت بالایی بر قیمت سهام تاثیر می‌گذارد و قیمت‌ها خود را با توجه به این اطلاعات تعدیل می‌کنند. در واقع بازار کارا به سرمایه‌گذاران این اطمینان را می‌دهد که همه آنها از اطلاعات مشابهی آگاهی دارند. فرضیه بازار کارا به میزان سرعتی اشاره دارد که طبق آن اوراق بهادار موجود در بازار سرمایه نسبت به اعلام اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند. فرضیه بازار کارا، ۳ شکل دارد: ۱- شکل ضعیف: که در آن، قیمت اوراق بهادار، اطلاعات موجود در توالی قیمت‌های تاریخی (گذشته) را منعکس می‌کند؛ ۲- شکل نیمه قوی: که در آن، قیمت‌ها تمامی اطلاعات گذشته و حال را که در دسترس عموم قرار دارند، منعکس می‌کنند و ۳- شکل قوی: که در آن، قیمت‌ها منعکس کننده تمامی اطلاعات (هم عمومی، هم خصوصی و محرمانه) هستند.



## منابع

- سالارزهی، حبیب‌الله، کاشی، منصور، حسینی، سیدحسین و دنیائی، محمد. (۱۳۹۱). مقایسه کارآمدی مدل‌های ARIMA و ARFIMA برای مدل‌سازی و پیش‌بینی شاخص قیمت تهران (TEPIX)، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال اول، شماره دوم، صص ۶۳-۳۵
- تیموری، محمد و رضا طالبلو (۱۳۸۹)، پویایی‌های تورم و رابطه تورم و عدم‌اطمینان اسمی با استفاده از الگوی ARFIMA-GARCH، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال دهم، شماره اول، صص ۱۷۰-۱۳۷
- محمودی، وحید، محمدی، شاپور و چیت‌سازان، هستی. (۱۳۸۹). بررسی حافظه بلندمدت در بازارهای جهانی نفت، فصلنامه تحقیق مدل‌سازی اقتصادی، سال اول، شماره ۱، صص ۲۹-۴۸.
- مشیری، سعید و مروت، حبیب. (۱۳۸۵). پیش‌بینی شاخص کل بازدهی سهام تهران با استفاده از مدل‌های خطی و غیرخطی، فصلنامه پژوهش‌های بازرگانی، سال دهم، شماره ۴۱، صص ۲۷۵-۲۴۵.
- عرفانی، علیرضا. (۱۳۸۷). بررسی حافظه بلندمدت بودن شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، سال هشتم، شماره بیست‌وهشتم، صص ۷۷-۹۲.
- شعراپی، سعید و ثنائی اعلم، محسن. (۱۳۸۹). بررسی وجود حافظه بلندمدت در بورس اوراق بهادار تهران و ارزیابی مدل‌هایی که حافظه بلندمدت را در نظر می‌گیرند، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۴ (پیاپی ۶)، صص ۱۷۳-۱۸۹
- عرفانی، علیرضا. (۱۳۸۸). پیش‌بینی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران با مدل ARFIMA، تحقیقات اقتصادی، شماره ۸۶، صص ۱۶۳-۱۸۰
- کشاوری حداد، غلامرضا و صمدی، باقر. (۱۳۸۸). برآورد و پیش‌بینی تلاطم بازده در بازار سهام تهران و مقایسه دقت روش‌ها در تخمین ارزش در معرض خطر: کاربردی از مدل‌های خانواده FIGARCH، تحقیقات اقتصادی، شماره ۸۶، صص ۱۹۳-۲۳۵

Baillie R. T., Han, Y. W. and Kwon, T-G. (2002). Further long memory properties of inflationary shocks, *Southern Economic Journal*, 68: 496-510

Baillie, R., Bollerslev, T. and Mikkelsen, H. (1996). Fractionally Integrated Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity, *Journal of Econometrics*, 74 (1): 3–30.

Baillie, R.T. and T. Bollerslev. (1989). the message in daily exchange rates: A conditional-variance tale, *Journal of Business and Economic Statistics*, 7: 297-305.

Beine, M. and Laurent, S. (2003). Central bank interventions and jumps in double long memory models of daily exchange rates, *Journal of Empirical Finance*, 10: 641–660.

Bollerslev, T. (1987). A conditional heterosedastic time series model for speculative prices and rates of return, *Review of Economics and Statistics*, 69: 542-547.

Bollerslev, T. and Mikkelsen, H. O. (1996). Modeling and Pricing Long Memory in Stock Market Volatility, *Journal of Econometrics*, 73 (1): 151-184.

Bormetti, G., Cisana, E. Montagna, G. and Nicrosini, O. (2007). *A non-Gaussian approach to risk measures*, *Physica A*, 376: 532–542.

Cheung, Y.W. (1993). Tests for fractional integration: A Monte Carlo investigation, *Journal of Time Series Analysis*, 14: 331-45.

Conrad, C. and Karanosos, M. (2005). On the inflation-uncertainty hypothesis in the USA, Japan, and the UK: *A dual long memory approach*, *Japan and the World Economy*, 17: 327-343.

Ding, Z., Granger, C. W. J. and Engle, R. F. (1993). A long memory property of stock market returns and a new model, *Journal of Empirical Finance*, 1: 83–106.

Fang, H. and Lai, T.Y. (1997). Co-kurtosis and capital asset pricing, *Financial Review*, 32: 293-307

Harvey, C.R. and Siddique, A. (2000). Time-varying Conditional Skewness and the Market Risk Premium, *Research in Banking and Finance*, 1: 25-58.

Hosking, J. R. M. (1981). Fractional Differencing, *Biometrika*, 68 (1): 165-176.

Kang, S.H., Kim, K.S. and Yoon, S.M. (2006). Dual Long Memory Properties in the Korean Stock Market, *Journal of Economic Studies*, 24: 259-286.

Kasman, A. and Torun, E. (2007). Long memory in the Turkish stock market return and volatility, *Central Bank Review*, 2: 13-27.

Kasman, A., Kasman, S. and Torun, E. (2008). Dual long memory property in returns and volatility: Evidence from the CEE countries' stock markets, *Emerging Markets Review*, 10 (2): 122-139.

Lambert, P. and Laurent, S. (2001). *Modeling Financial Time Series using GARCH-type Models and a Skewed Student Density*, Mimeo, Université de Liège.

Nagayasu, J. (2003). The Efficiency of the Japanese Equity Market, *International Finance Review*, 4: 155-171.

Palm, F. and Vlaar, P. (1997). *Simple diagnostics procedures for modeling financial times series*, *Allg. Stat. Arch.*, 81: 85-101.

Smith, D.R. (2006). Conditional Coskewness and Asset Pricing, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=882836>

Tang, T.L. and Shieh, S.J. (2006). *Long memory in stock index futures markets: a value at risk approach*, *Physica A*, 366: 437-448.

Tse, Y.K. (1998). The Conditional Heteroskedasticity of the YEN-Dollar Exchange Rates, *Journal of Applied Econometrics*, 13 (1): 49-56.

Vilasuso, J. (2002). Forecasting exchange rate volatility, *Economics Letters*, 76: 59-64.

Robinson P. (1995). Log-periodogram regression of time series with long range dependence. *The Annals of Statistics*. 23(3): 1048-1072.

Agiakloglou C., Newbold P., Wohar M. (1993). Bias in an estimator of the fractional difference parameter. *Journal of Time Series Analysis* 14: 235-246.

Künsch, H.R. (1986). Discriminating between monotonic trends and long-range dependence. *Journal of Applied Probability*, 2: 1025-1030.

Robinson, P. M., and M. Henry. (1998): *Long and Short Memory Conditional Heteroscedasticity in Estimating the Memory Parameter of Levels*, Discussion paper STIDERC Econometrics EM/98/357, London School of Economics and Political Science, London, UK.

Robinson, P.M. (1991). *Testing for strong serial correlation and dynamic conditional heteroscedasticity in multiple regressions*, *J. Econometrics*, 47: 67-84.

Hurvich, C.M., Deo, R., and Brodsky, J. (1998). The Mean Squared Error of Geweke and Porter-Hudak's Estimator of the Memory Parameter of a Long-Memory TimeSeries," *Journal of Time Series Analysis*, 19: 19-46.

Balcılar, M. (2002). Persistence in Inflation: Long Memory, Aggregation, or Level Shifts?, *sixth METU International Conference on Economics, September 11-14, 2002, Ankara, Turkey*

Geweke J. and Porter-Hudak S. (1983). The Test and Application of Long memory Time Series Models. *Journal of Time Series Analysis*, 4(4): 221-238.

