

## بررسی ریسک سیستمی در صنعت بانکی بورس تهران: رویکرد نظریه گراف و ARMA-gjrGARCH-DCCt

مهدی صادقی شاهدانی

استاد تمام دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران

sadeghi@isu.ac.ir

حمیدرضا توکلی

دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

hrt2036@gmail.com

ابوالفضل صالحی شهبازی

دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران

shiemamar@gmail.com

امروزه بانک‌ها نقش بسیار مهمی در اقتصاد کشورها دارند و این اثر در ایران به مراتب بیشتر می‌باشد. بنابراین ضعف در نظام مالی کشور و وقوع ریسک‌های سیستمی در نظام بانکی، ثبات و عملکرد اقتصاد را تضعیف می‌کند. این پژوهش با توجه به اهمیت ریسک سیستمی در شبکه بانکی کشور به بررسی عوامل مؤثر در وقوع ریسک سیستمی و مؤسسات مالی مهم از نظر سیستمی می‌پردازد. این مقاله با ترکیب مدل ARMA-gjrGARCH-DCCt و نظریه گراف، ریسک سیستمی را با به کارگیری رویکرد شبکه، در سیستم بانکی ایران را به صورت پویا و ایستا بررسی و تحلیل می‌کند و از شاخص  $\Delta\text{CoVaR}$  نیز برای تحلیل ریسک سیستمی و عوامل مؤثر بر آن استفاده می‌کند. بررسی این پژوهش بر روی داده‌های ۹ مؤسسه مهم بانکی موجود در بورس ایران برای دو دوره ۱۳۹۰/۰۶/۱۲ تا ۱۳۹۵/۰۴/۰۱ و ۱۳۹۷/۱۰/۱۱ تا ۱۳۹۹/۱۰/۰۱، انجام شده است. نتایج پژوهش بیان می‌کند بر اساس شاخص‌های مرکزیت در هر دو دوره بانک ملت مهم‌ترین مؤسسه بانکی در شبکه بانکی می‌باشد و بانک صادرات در دوره اول و بانک پاسارگاد در دوره دوم به‌عنوان دومین مؤسسه مهم در شبکه بانکی می‌باشند. علاوه بر این، یکپارچگی در شبکه بانکی در طول زمان متغیر بوده ولی به‌طور کلی افزایش یافته است و همبستگی بین شبکه بانکی در طول زمان افزایش یافته که باعث تقویت احتمال وقوع ریسک سیستمی و انتقال ریسک در شبکه می‌شود. همچنین اندازه بانک‌ها، و ارزش در معرض خطر بانک‌ها و به صورت خاص، توپولوژی و ساختار شبکه بانکی کشور بر وقوع ریسک سیستمی در شبکه بانکی بسیار اثر گذار هستند.

طبقه‌بندی JEL: C58, C02, D40, G32, G21, G18, JEL

واژگان کلیدی: ARMA-gjrGARCH-DCC، سیستم مالی، حداقل درخت پوشا، مهم‌ترین مؤسسه سیستم مالی، شبکه مالی

## ۱. مقدمه

بحران مالی اخیر باعث ایجاد تحقیقات گسترده‌ای در زمینه ریسک سیستمی شده است به طوری که بسیاری از مطالعات بر روی معنا و مفهوم ریسک سیستمی و همچنین شاخص‌های اندازه‌گیری ریسک سیستمی متمرکز بوده‌اند. تا به حال تعریف دقیقی از ریسک سیستمی ارائه نشده ولی با توجه به وقایع تاریخی و بحران‌های شکل گرفته، نقصان و عدم کارایی قسمتی یا کل بخش مالی و تسری این بحران به سایر بخش‌های اقتصاد، نشان‌دهنده وقوع ریسک سیستمی در بازارهای مالی می‌باشد. یک نکته بسیار مهم در این زمینه اینست که با توجه به تجربه بحران‌هایی جهانی، مطالعات زیادی نشان دادند که در مقابل شوک‌های برون‌زا حاصل از سیاست و مخاطرات طبیعی و...، تعاملات درون سیستم مالی است که باعث ایجاد ریسک سیستمی می‌شود (بیلیو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). با توجه به این موضوع در این زمینه مطالعاتی بر روی پیدا کردن نهاد یا نهادهایی که بیشترین تأثیر را در ایجاد ریسک در کل سیستم مالی دارند، متمرکز بوده‌اند. این نهادها به عنوان مؤسسات مالی مهم از نظر سیستمی<sup>۲</sup> (SIFI) نام گرفته‌اند. به طور کلی مهمترین مؤسسات مالی، مؤسساتی هستند که ورشکستگی یا بحران در آنها به سبب اندازه، پیچیدگی و ارتباط سیستمی باعث سرایت و بروز اختلالات قابل توجهی در کل سیستم مالی و همچنین فعالیت‌های اقتصادی می‌شود. سیاست‌گذاران و قانونگذاران معمولاً خواستار نظارت دقیق‌تر بر این نهادها هستند زیرا که این مؤسسات تهدید بزرگی برای سیستم مالی و همچنین اقتصاد به حساب می‌آیند (بنویت<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). بنابراین شناسایی مهمترین موسسه سیستم مالی یک نیاز ضروری برای قانون‌گذاران و سیاست‌گذاران می‌باشد.

شناسایی مهمترین مؤسسات مالی از نظر سیستمی اهمیت زیادی در پیشگیری و مدیریت وقوع ریسک سیستمی دارد اما یک مبحث گسترده در این زمینه شناسایی عوامل مؤثر در بروز ریسک سیستمی می‌باشد. مطالعات گسترده‌ای به بررسی عوامل تأثیرگذار بر ریسک سیستمی پرداخته‌اند.

1. Billio

2. Systemically Important Financial Institutions

3. Benoit

در این بین عوامل بسیار زیادی مورد بحث قرار گرفته‌اند. برای مثال اندازه مؤسسات مالی به عنوان یک عامل مهم در بروز ریسک سیستمی در نظر گرفته شده‌اند. همچنین شاخص‌های رقابت‌پذیری بازارهای مالی و همچنین میزان قانون‌گذاری و نظارت بر مؤسسات مالی به عنوان عوامل تأثیرگذار مورد بررسی قرار گرفته‌اند (انگینر و همکاران، ۲۰۱۴؛ آچاریا و ریچاردسون، ۲۰۰۹). همچنین مطالعات نشان دادند که ساختار و ارتباط مؤسسات مالی می‌تواند باعث ایجاد ریسک سیستمی شود. برای مثال ورشکستگی مؤسساتی که در نظام مالی دارای ارتباط بیشتری با مؤسسات مالی دیگر هستند، شوک سیستمی بزرگی را می‌تواند به شبکه مالی وارد کند. بنابراین پیدا کردن مسیرهای اصلی انتقال ریسک و اطلاعات در شبکه مالی، بسیار مهم و حیاتی است در واقع بررسی مؤسسات و مسیرهای مهم انتقال ریسک در شبکه مالی برای بررسی ریسک سیستمی بسیار مهم است، زیرا این مؤسسات و مسیرها باعث تقویت اثرات ریسک سیستمی در شبکه مالی می‌شوند و ریسک در چند نهاد مهم باعث تسری این ریسک در کل شبکه می‌شود و ریسک سیستمی را تقویت می‌کنند (آسم اوغلو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). در واقع طبق این نظر، مؤسساتی که باعث ایجاد بحران‌های مالی می‌شوند دارای ارتباطات زیادی با دیگر مؤسسات هستند، به این ترتیب که سوء عملکرد موسسه‌ای که با مؤسسات مالی دیگر ارتباطی ندارد باعث ایجاد ریسک سیستمی نمی‌شود بلکه سوء عملکرد موسسه‌ای که با بقیه مؤسسات مالی بیشترین ارتباط را دارد و در رأس این ارتباطات قرار دارد باعث ایجاد ریسک سیستمی می‌شود. در واقع ما باید به دنبال مؤسساتی باشیم که در بازارهای مالی درجه تمرکز و ارتباطات بالاتری نسبت به بقیه مؤسسات دارند (ژانگ<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۵).

با توجه به موارد ذکر شده، بیان شده که پیدا کردن مهمترین موسسه مالی از نظر سیستمی و همچنین دلایل بروز ریسک سیستمی بسیار در تحلیل ریسک سیستمی مهم می‌باشند. اما برای بررسی موضوعات ذکر شده، شناسایی شاخصی برای ریسک سیستمی ضروری می‌باشد. در مطالعات مختلف شاخص‌های مختلف ریسک سیستمی برای پیدا کردن مهمترین موسسه مالی از نظر سیستمی و همچنین عوامل بروز ریسک سیستمی، بررسی شده است. بعضی از این شاخص‌ها صرفاً جنبه

1. Acemoglu
2. Zhang

آماری داشته‌اند و از توزیع احتمال مشترک زیان مؤسسات مالی برای شاخص‌سازی استفاده شده است. در این بین شاخص  $\Delta\text{CoVaR}$  دارای اهمیت بسیار زیادی می‌باشد. همچنین برای اندازه‌گیری اثرات ساختار و ارتباطات سیستم مالی بر ریسک سیستمی، شاخص‌هایی با توجه به رویکرد شبکه برای اندازه‌گیری ریسک سیستمی به وجود آمده‌اند که در بخش مبانی نظری به بررسی دقیق‌تر این شاخص‌ها پرداخته خواهد شد.

با توجه به سهم بسیار بالای نظام بانکی کشور در بین دیگر نهادهای مالی، ما مطالعات خود را بر روی این نهاد مالی متمرکز می‌کنیم. در این پژوهش ما به بررسی مهمترین مؤسسات بانکی از نظر سیستمی با روش  $\Delta\text{CoVaR}$  و روش شبکه می‌پردازیم. همچنین به بررسی عوامل مؤثر بر ریسک سیستمی در شبکه بانکی کشور می‌پردازیم. روش شبکه به ما این اجازه را می‌دهد که ساختار و ارتباطات نظام مالی با یکدیگر را برای بررسی ریسک سیستمی در نظر بگیریم. در واقع سؤال این است که «آیا مؤسساتی که دارای ارتباط بیشتری هستند در ریسک سیستمی اثرگذاری بیشتری دارند یا خیر؟».

در چند سال اخیر مطالعات بسیار زیادی در داخل و خارج از کشور به بررسی ریسک سیستمی و پیدا کردن مهمترین موسسه مالی از نظر سیستمی پرداخته‌اند. همچنین پس از اندازه‌گیری شاخص‌های مختلف ریسک سیستمی به بررسی تجربی عوامل مؤثر بر ریسک سیستمی اندازه‌گیری شده، پرداخته‌اند. اما پرداختن به پژوهش جدید در این زمینه از چند جنبه مهم و ضروری می‌باشد. بر اساس اطلاعات ما تاکنون مطالعه‌ای در داخل کشور به بررسی نقش توپولوژی و ارتباطات نظام بانکی کشور در ایجاد ریسک سیستمی نپرداخته است. همچنین عمده مطالعات در این زمینه، به بررسی و اندازه‌گیری ریسک سیستمی با توجه به شاخص‌های احتمال مشترک زیان پرداخته‌اند و مطالعاتی کمتری با استفاده از روش شبکه به اندازه‌گیری ریسک سیستمی پرداخته‌اند، که عمده مطالعات بر اساس روش شبکه با استفاده از داده‌های صورت‌های مالی بوده است و از داده‌های بازار که نشان دهنده اطلاعات بسیار بهتر و دقیق‌تری هستند به ندرت استفاده شده است. همچنین در تحلیل شبکه از روش حداقل درخت پوشا<sup>۱</sup> استفاده شده است، که بر اساس اطلاعات ما در این زمینه

---

1. minimum spanning tree (MST)

از چنین روشی در مطالعات داخلی استفاده نشده است. ضرورت این پژوهش پر کردن خلاءهای ذکر شده می‌باشد.

در این مقاله در قدم اول ما به بررسی ارتباطات موجود درون سیستم بانکی ایران می‌پردازیم. برای این منظور ما از مدل‌های ایستا و پویا استفاده می‌کنیم. سپس بر اساس حداقل درخت پوشا، مهم‌ترین نهادها و کانال‌های انتقال ریسک در سیستم بانکی کشور را به دست می‌آوریم و همچنین به اندازه‌گیری ریسک سیستمی با استفاده از روش  $\Delta\text{CoVaR}$  می‌پردازیم و سرانجام به بررسی عوامل مؤثر بر ریسک سیستمی محاسبه شده می‌پردازیم. نتایج ما برای بررسی مقررات احتیاط کلان<sup>۱</sup> بسیار مهم است. در ادامه در بخش ۲ به مرور مبانی نظری، در این زمینه می‌پردازیم و در بخش ۳ به مرور ادبیات پژوهش، می‌پردازیم و همچنین در بخش ۴ به معرفی روش به کار گرفته شده در مقاله می‌پردازیم و در بخش ۵ به بررسی نتایج و تحلیل آن می‌پردازیم و در نهایت در بخش ۶ به نتیجه‌گیری می‌پردازیم.

## ۲. مبانی نظری ریسک سیستمی

تابه‌حال تعاریف بسیار زیادی از ریسک سیستمی ارائه شده است ولی محققان هنوز به جمع‌بندی درستی در این زمینه نرسیده‌اند. از نظر (بیلیو و همکاران، ۲۰۱۰) هر مجموعه شرایطی را که ثبات و اعتماد عمومی به سیستم مالی را تهدید می‌کند، به عنوان ریسک سیستمی به حساب می‌آید. بانک مرکزی اروپا در سال ۲۰۱۰ بیان کرد ریسک سیستمی به وقایعی گفته می‌شود که عملکرد سیستم مالی را بی‌ثبات می‌کند و ریسک بی‌ثباتی مالی را افزایش می‌دهد به طوری که رشد اقتصادی و رفاه اقتصادی را تهدید می‌کند. تاکنون منشأهای متفاوتی برای ریسک سیستمی در نظر گرفته شده است (بنویت و همکاران، ۲۰۱۷). منشأهای ریسک سیستمی را در سه دسته ریسک‌پذیری سیستمی، مکانیسم سرایت<sup>۲</sup> و مکانیسم تقویت<sup>۳</sup>، تقسیم‌بندی کرده‌اند. ریسک‌پذیری سیستمی رفتار

۱. سیاست‌های احتیاط کلان (Macroprudential regulation)، به سیاست‌ها و مقررات‌گذاری‌های مالی گفته می‌شود که هدف از آن کاهش ریسک برای سیستم مالی به عنوان یک کل است.

2. Contagion  
3. Amplification

ریسک‌پذیری یک موسسه را تشریح می‌کند که این رفتار با رفتار بقیه مؤسسات همبسته می‌باشد و همچنین این ریسک‌پذیری بیش از اندازه این مؤسسات، دلیل بر ایجاد ریسک سیستمی می‌باشد. مکانیسم سرایت، سرریز ریسک بین مؤسسات مالی را دلیل بر ایجاد ریسک سیستمی می‌داند و همچنین مکانیسم تقویت نشان می‌دهد که چگونه یک شوک کوچک در بازار مالی باعث ایجاد ریسک سیستمی می‌شود.

با این حال بحث در مورد ماهیت و منشأ ریسک سیستمی بسیار زیاد است و از حوزه بررسی‌های این تحقیق به دور می‌باشد اما این مطالعات و تعاریف گوناگون بیانگر این نکته است که برای در نظر گرفتن ریسک سیستمی یک شاخص مجزا و یکتا وجود ندارد و این ماهیت مبهم ریسک سیستمی باعث شده که شاخص‌ها و روش‌های گوناگونی برای محاسبه آن به کار گرفته شود. روش‌های اندازه‌گیری ریسک سیستمی مطابق با منشأهای در نظر گرفته شده برای ایجاد ریسک سیستمی می‌باشد. در ادامه ما به بررسی روش‌های بسیار پرکاربرد اندازه‌گیری ریسک سیستمی می‌پردازیم که شامل روش احتمال زیان<sup>۱</sup>، روش تحلیل شبکه<sup>۲</sup> می‌باشد (بیسپاس<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). یکی از مهم‌ترین روش‌های اندازه‌گیری ریسک سیستمی، در نظر گرفتن توزیع مشترک احتمال زیان تمام مؤسسات مالی در اقتصاد است. مدل‌های مختلفی برای به دست آوردن توزیع مشترک بازدهی‌های سهام مؤسسات مالی در نظر گرفته شده‌اند. از پر استفاده‌ترین این روش‌ها می‌توان روش  $\Delta\text{CoVaR}$  و  $\text{CoVaR}^4$  را نام برد. این روش به بررسی تأثیر وضعیت مخاطره‌ای یک نهاد مالی بر روی ریسک کل سیستم مالی می‌پردازد (توبیاس و برونرمایر<sup>۵</sup>، ۲۰۱۶). همچنین برخلاف روش  $\text{CoVaR}$ ، مدل‌هایی در این روش وجود دارند که ریسک کل سیستم مالی را بر روی یک نهاد مالی خاص بررسی می‌کنند. از جمله این مدل‌ها می‌توان به مدل ریزش مورد انتظار نهایی<sup>۶</sup> (MES) (آچاریا<sup>۷</sup> و همکاران،

- 
1. Probabilities of loss
  2. Network analysis
  3. Bisias
  4. Conditional value at risk
  5. Tobias & Brunnermeier
  6. Marginal expected shortfall
  7. Acharya

۲۰۱۶)، SRISK (انگل و برونلیس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷) اشاره کرد. نقطه ضعف این روش‌ها در این موضوع نهفته که این روش‌ها به بررسی تأثیر یک نهاد مالی بر روی ریسک سیستمی می‌پردازند و یا به بررسی ریسک سیستمی بر روی یک نهاد خاص می‌پردازند و تمرکز آنها بر روی نهاد مالی خاصی می‌باشد و ارتباط بین نهادهای مالی را در نظر نمی‌گیرند. این موضوع باعث می‌شود ما در این روش‌ها از موضوع بسیار مهم سرریز ریسک بین نهادهای مالی چشم‌پوشی کنیم. این روش‌ها عمدتاً منشأ ریسک سیستمی را ریسک‌پذیری مؤسسات مالی در سیستم می‌دانند (بنویت و همکاران، ۲۰۱۷).

روش تحلیل شبکه یکی از روش‌هایی است که اخیراً در بررسی ریسک سیستمی فراوان یافت می‌شود برخلاف روش نخست ارزیابی ریسک سیستمی که وابستگی و ارتباط بین نهادهای مالی را در نظر نمی‌گرفت، این روش به بررسی سرریز نوسانات و ریسک بین نهادهای مالی در کل شبکه مالی می‌پردازد. در واقع بحران مالی ۲۰۰۸ نشان داد که نوع ساختار بازارهای مالی می‌تواند باعث ایجاد ریسک سیستمی و شکنندگی بازارهای مالی شود و همچنین تعیین مهم‌ترین موسسه مالی در یک سیستم مالی بسیار در ارزیابی و جلوگیری ریسک سیستمی مهم می‌باشد (آچاریا و همکاران، ۲۰۱۲). همچنین این روش امکان به‌دست آوردن ساختار انتقال ریسک بین نهادهای مالی را می‌دهد. به‌دست آوردن این اطلاعات از سیستم مالی امکان بررسی ریسک شکست یک نهاد مالی بر روی کل سیستم مالی بر اثر یک شوک درون‌زا را به ما می‌دهد. روش‌های متفاوتی برای به‌دست آوردن شبکه سیستم مالی وجود دارد که می‌توان به روش تجزیه واریانس (دایبولد و ییلماز<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴)، روش شبکه وابستگی متقابل ریسک دم‌پهن (هاوتس و همکاران، ۲۰۱۵) و شبکه علیت گرنجری (بیلیو و همکاران، ۲۰۱۲)، اشاره کرد. مطالعه شبکه انتقال ریسک و پیدا کردن مهم‌ترین موسسه مالی در شبکه این اجازه را به ما می‌دهد که مکانیسم تقویت که یکی از منشأهای ایجاد ریسک سیستمی بوده، بررسی شود. زیرا مؤسسات دیگر بسیار به مهم‌ترین موسسه موجود در شبکه متصل هستند و اگر شوک کوچکی بر روی مهم‌ترین نهاد مالی موجود در شبکه ایجاد شود، باعث تسری این شوک به کل شبکه و ایجاد ریسک سیستمی می‌شود.

1. Brownlees & Engle
2. Diebold & Yilmaz

### ۳. پیشینه تحقیق

در این قسمت ما به بررسی ادبیات پژوهش‌های انجام شده در زمینه ریسک سیستمی در بازارهای مالی می‌پردازیم. پس از بحران مالی ایالات متحده، اندازه‌گیری ریسک سیستمیک و سهم مؤسسات مالی در ریسک سیستمیک به اجزای مهم اصلاحات نظارتی مالی جهانی تبدیل شده است. با توجه به کمبودهای روش‌های اندازه‌گیری سنتی، پس از وقوع بحران، نهادهای نظارتی و محققان مجموعه‌ای از روش‌ها را برای اندازه‌گیری ریسک سیستمیک و سهم ریسک نهایی مؤسسات مالی پیشنهاد کردند. این روش‌ها را می‌توان با توجه به انواع داده‌ها عمدتاً به دو دسته زیر تقسیم کرد.

دسته اول شامل روش‌هایی هستند که مبتنی بر شبکه می‌باشند. این روش‌ها عمدتاً بر روی داده‌های ترازنامه‌ای بانک‌ها تمرکز داشته‌اند و البته مطالعاتی هم بوده که بر روی داده‌های قیمتی بازارهای مالی متمرکز شده‌اند. مطالعات بیشتر بر روی این موضوع تمرکز داشته‌اند که بر اساس بدهی بین مؤسسات مالی به بررسی ریسک سیستمی در کل سیستم مالی بپردازند و همچنین هدف از این بررسی‌ها پیدا کردن موسسه یا مؤسساتی بوده که از نظر سیستمی در شبکه مالی بسیار پر اهمیت هستند و نکول و ورشکستگی این مؤسسات منجر به آسیب به کل شبکه و وقوع ریسک سیستمی می‌شود (مسترولی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱).

دسته دوم شامل روش‌هایی هستند که به عنوان روش‌های فرم کاهش یافته<sup>۲</sup> (احتمال زیان) شناخته می‌شوند و عمدتاً از داده‌های قیمتی بازارهای مالی استفاده می‌کنند و فرض بر این می‌کنند که بازارها کارا هستند. چنین روش‌هایی مزایایی نسبت به دیگر روش‌ها دارند. نخست به دلیل اینکه تغییرات قیمت دارایی‌های مؤسسات مالی منعکس‌کننده انتظارات بازار از عملکرد آینده آنها است، پذیرش داده‌های بازار آینده نگرتر است. بنابراین، می‌تواند به سرعت تغییرات ریسک سیستمیک بخش مالی را منعکس کند (هوانگ<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). همچنین دستیابی به اطلاعات بازارهای مالی نسبتاً آسان است، که این امر پژوهشگران را برای تحقیق و به‌کارگیری چنین شاخص‌هایی

- 
1. Mistrulli
  2. Reduced-form
  3. Huang



مناسب می‌کند. در این روش ریسک سیستمیک و سهم مؤسسات مالی در کل سیستم مالی یا سایر مؤسسات مالی (یا سرریز ریسک) را عمدتاً از طریق رفتارهای آماری بازده دارایی‌های موسسه مالی اندازه‌گیری می‌کند (درمن و تاراشف<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). از پرستفاده‌ترین این روش‌ها می‌توان روش CoVaR و  $\Delta\text{CoVaR}$  را نام برد. این روش به بررسی تأثیر وضعیت مخاطره‌ای یک نهاد مالی بر روی ریسک کل سیستم مالی می‌پردازد (تویاس و برونرمایر، ۲۰۱۶). همچنین برخلاف روش CoVaR، مدل‌هایی در این روش وجود دارند که ریسک کل سیستم مالی را بر روی یک نهاد مالی خاص بررسی می‌کنند. از جمله این مدل‌ها می‌توان به مدل ریزش مورد انتظار نهایی (MES) (آچارایا و همکاران، ۲۰۱۶)، SRISK (انگل و برونلیس، ۲۰۱۷) اشاره کرد. در ادامه ما به مطالعات اخیر که با استفاده از روش‌های ذکر شده به بررسی ریسک سیستمی می‌پردازند، را بررسی می‌کنیم.

### ۳-۱. مطالعات خارجی

بر اساس روش‌های فرم کاهش یافته، (آچارایا و همکاران، ۲۰۱۷) بر اساس مدل ریزش مورد انتظار، مدل ریزش مورد انتظار نهایی را ارائه دادند. آنها نشان دادند که میزان مشارکت مؤسسات مالی در ریسک سیستماتیک در طول بحران‌های مالی بر اساس این شاخص محاسبه شده، قابل پیش‌بینی می‌باشد. دربالی<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) بر اساس شاخص SRISK به محاسبه ریسک سیستمی در مؤسسات مالی بزرگ کشور یونان در دوره بحران مالی اخیر، پرداختند. نتایج آنها نشان از پیدا کردن مهمترین مؤسسات مالی از نظر سیستمی بوده و همچنین بیان می‌کند که در از دوره بحران مالی تا سال‌های ۲۰۱۲ و ۲۰۱۳، شاخص SRISK به حداکثر مقدار خود رسیده است که توضیح دهنده بحران‌های سیستمی کشور یونان می‌باشد.

دربالی (۲۰۱۷) بر اساس شاخص SRISK به محاسبه ریسک سیستمی در مؤسسات مالی بزرگ کشور چین در دوره بحران مالی اخیر، پرداخته. نتایج نشان از پیدا کردن مهمترین مؤسسات مالی از نظر سیستمی بوده و همچنین بیان می‌کند که مشارکت هر کدام از نهادهای مالی در ریسک سیستمی

1. Drehmann & Tarashev  
2. Derbali

در بازارهای مالی چین بسیار چشمگیر است و مؤسساتی که دارای بدهی‌های بیشتری هستند مشارکت مثبت بسیار بیشتری نسبت به مؤسسات دیگر دارند.

مطابق با مطالعه قبلی ژو<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی ریسک سیستمی در دوره سقوط بازار سهام کشور چین با محاسبه سه شاخص CoVaR، MES و SRISK پرداختند. بر اساس این سه شاخص نتایج حاکی از این است که بانک در پیدایش ریسک سیستمی نقش بیشتری از دیگر بخش‌ها دارند. منگوزوارن و ویراستراس<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) بر اساس مدل رگرسیون چندکی به محاسبه شاخص CoVaR برای شبکه بانکی آفریقای جنوبی پرداختند. نتایج آنها نشان از مهم‌ترین مؤسسات مالی از نظر سیستمی می‌باشد و بانک‌های بزرگ‌تر نسبت به بانک‌های کوچک‌تر تأثیر بیشتری بر ریسک سیستمی دارند. همچنین نشان دادند که بحران جهانی ۲۰۰۸ نقش بسیار پررنگی در زیاد شدن ریسک در شبکه بانکی دارد.

نومیکوس و کریمالیس<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) به وسیله یک روش جدید به بررسی ریسک سیستمی موجود در ۴۶ موسسه بزرگ بانکی در اروپا با معیار CoVaR و CoES پرداختند. آنها برای تخمین معیارهای مدنظر از روش توابع کاپیولا بهره برده‌اند و بعد از تخمین معیارهای ریسک سیستمی به بررسی عوامل مشترک و تأثیر گذار در ریسک سیستمی در این مؤسسات مالی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که وقفه ریسک تأمین مالی نقدینگی، شاخص اختلاف اعتبار و نوسانات بازار تأثیر مستقیمی بر ریسک سیستمی دارند.

دی مندونسا و داسیلوا<sup>۴</sup> (۲۰۱۸)، با محاسبه معیار  $\Delta\text{CoVaR}$  به محاسبه ریسک سیستمی بخش بانکی کشور برزیل و مقایسه آن با متغیرهای سطح بانک و متغیرهای کلان با روش آنالیز داده‌های پنل، پرداختند. بر اساس مطالعه آنها، نقدینگی بانک‌ها، سود دهی و میزان اهرم بر ریسک سیماتیک محاسبه شده اثر دارند و همچنین نرخ بهره هم اثر تعیین کننده‌ای در ریسک سیستمی بخش بانکی دارند.

- 
1. Zhou
  2. Manguzvane & Weirstrass
  3. Karimalis & Nomikos
  4. De Mendonça & da Silva

خو<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۸) با به کارگیری روش DCC-MIDAS با توزیع تی استودنت به محاسبه شاخص CoVaR برای دوره سقوط بازار سهام کشور چین در سال ۲۰۱۵ پرداختند. نتایج نشان از این دارد که صنعت بانکی کشور چین بعد از سقوط بازار سهام بسیار ضربه خورده است و سرریز ریسک در این صنعت بسیار افزایش یافته است و همچنین متغیرهای کلان نظیر نقدینگی (m2)، نقش بسیار مؤثری در تعیین ریسک سیستمی دارند.

همچنین بر اساس روش تحلیل شبکه، رویکرد بررسی ساختار شبکه بین بانکی توجهات زیادی را در سال‌های اخیر به خود جلب کرده است. هدف از این رویکرد تحلیل سیستمی شبکه بانکی و پیدا کردن مهم‌ترین مؤسسه موجود در شبکه بانکی می‌باشد. آسم اوغلو و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی مهم‌ترین مؤسسه مالی در شبکه مالی با توجه به فاصله آن با دیگر مؤسسات، پرداختند و نشان دادند که هر چه مقدار اتصالات یک شبکه متراکم‌تر باشد نشان از شکنندگی بیشتر شبکه مالی می‌باشد.

وانگ، جیانگ<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۸) با روش شبکه بر اساس رفتار مؤسسات در مواقع پرخطر دریافتند، زمانی که اتصالات شبکه به بیشترین حد خود می‌رسد، شبکه تحت فشار قرار می‌گیرد همچنین بانک‌ها و مؤسسات بیمه‌ای بزرگ معمولاً به عنوان مهم‌ترین مؤسسه مالی در شبکه تعیین می‌شوند.

وانگ، خو و همکاران (۲۰۱۸) با استفاده از رویکرد تجزیه واریانس در حالت پویا و ایستا نشان دادند که اتصالات شبکه در بانک‌های تجاری چین بسیار زیاد می‌باشد. همچنین در دیگر مطالعه در این زمینه، دیو و لوکسا<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) با استفاده از شبکه مقطعی - کوانتیلوگرام<sup>۴</sup> به بررسی شبکه ۲۰۵ مؤسسه مالی در اروپا در چندک‌های مختلف، پرداختند. نتایج تحقیقات آنها نشان داد که اتصالات مؤسسات مالی در زمان ریسک سیستمی، افزایش می‌یابد. این مطالعات نشان می‌دهند که در مواقع بروز ریسک سیستمی اتصالات شبکه مالی افزایش می‌یابد و یا به عبارتی افزایش ارتباطات موجود در شبکه همراه

- 
1. Xu
  2. Wang & Jiang
  3. Deev & Lyócsa
  4. Cross-quantilogram networks

با ریسک‌های سیستمی، بوده است. این نتایج توسط مطالعات دیگری با روش‌های آنالیز شبکه نیز تأیید شده‌اند (فولگلیا و آنجلینا، ۲۰۲۰؛ توری و همکاران، ۲۰۲۰).

ژانگ<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۲۰) با استفاده از تئوری گراف و توابع کاپیولا، به استخراج شبکه مالی کشور چین در حالت پویا و ایستا پرداختند. نتایج مطالعات آنها بیانگر مهم‌ترین موسسه مالی و مهم‌ترین مسیرهای انتقال ریسک در صنعت مالی کشور چین در حالت پویا و ایستا بوده است.

### ۳-۲. پژوهش‌های داخلی

عمده پژوهش‌های در این زمینه در داخل کشور مبتنی بر رویکرد فرم کاهش یافته می‌باشد و کمتر به تحلیل شبکه سیستم مالی کشور توجه شده است. براین اساس، دانش جعفری و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی ریسک سیستمی در نظام منتخب بانکی ایران با روش DCC بر اساس داده‌های بین سال ۱۳۸۸-۱۳۹۵ پرداختند. آنها برای محاسبه ریسک سیستمی با استفاده از روش GARCH-DCC، مقدار شاخص کسری مورد انتظار نهایی (MES) را برای بخش بانکی ایران محاسبه کرده‌اند و نتایج بیانگر از عدم پذیرش تأثیر معنادار سیستم بانکداری داخلی از بحران‌های مالی اخیر جهانی بوده است.

مطابق روش مطالعه قبل، گیلانی پور (۱۳۹۸) با هدف بررسی میزان تأثیرپذیری بانک‌ها از بحران‌های مالی، از داده‌های فصلی ۱۷ بانک موجود در بورس تهران در سال‌های بین ۱۳۸۹-۱۳۹۷ استفاده کرده‌اند. یافته‌های پژوهش برخلاف پژوهش قبل، نشان می‌دهد، میزان اثرپذیری بانک‌ها از بحران‌های مالی برای همه بانک‌ها وجود دارد اما به صورتی متفاوت که بر اساس MES ارزیابی شده در هر بانک می‌باشد.

فدایی واحد و همکاران (۱۳۹۹) با محاسبه شاخص ریسک سیستمی MES نشان دادند که بر اساس رگرسیون پنل دیتا تخمین زده شده با روش GMM، رابطه مستقیمی بین شاخص ریسک نکول با ریسک سیستمی صنعت بانکداری، رابطه مستقیمی بین شاخص‌های رقابت و رابطه مستقیمی بین

1. Foglia & Angelini
2. Torri
3. Zhang

نرخ بهره و تورم با ریسک سیستمی بانک‌ها وجود دارد. این مطالعات برای محاسبه ریسک سیستمی از شاخص MES استفاده کرده‌اند.

در همین راستا مطالعات دیگری از شاخص CoVaR و  $\Delta\text{CoVaR}$  و SRISK و یا تعداد مختلفی از این شاخص‌ها استفاده کرده‌اند. بر همین اساس حکمتی فرید و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی ریسک سیستمی موجود در صنعت مالی ایران با معیار  $\Delta\text{CoVaR}$  پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان داد که صنعت بیمه بیشترین و بخش بانکی کمترین سهم را در ایجاد ریسک سیستمی در بخش مالی ایران را دارد.

صادقی شریف و همکاران (۱۳۹۷) معیار قبلی ریسک سیستمی، را با استفاده از رگرسیون چندک EGARCH برای بخش بانکی محاسبه کرده‌اند. نتایج مطالعه نشان داد میانگین  $\Delta\text{CoVaR}$  برآورد شده ۰.۸۵۸۷- می‌باشد که نشان‌دهنده ریسک سیستمی بالای نظام بانکی است. همچنین رادفر و همکاران (۱۳۹۷) با استفاده از معیار قبل، نشان دادند که ریسک سیستمی در بازار بانکی با افزایش اندازه بانک‌ها افزایش پیدا می‌کند.

تهرانی و همکاران (۱۳۹۸) با استفاده از مدل ARDL به محاسبه ریسک سیستمی صنعت بانکی با استفاده از معیار SRISK پرداختند و به بررسی رابطه بین شاخص محاسبه شده و متغیرهای کلان پرداختند. نتایج حاکی از رابطه منفی معنادار بین ریسک سیستمی بخش بانکی و تولید ناخالص داخلی و تحت تأثیر قراردادن کلیه اجزای تولید ناخالص داخلی نسبت به تغییرات ریسک سیستمی بالاخص جزء سرمایه‌گذاری، می‌باشد.

ابریشمی و همکاران (۱۳۹۸) در این پژوهش ریسک سیستمی بر مبنای سه معیار MES،  $\Delta\text{CoVaR}$  و SRISK برای بانک‌های فعال در بازار سرمایه محاسبه و اندازه‌گیری شد. نتایج نشان داد، ریسک سیستمی تنها معطوف به بانک‌های بزرگ نیست بلکه بانک‌های کوچک نیز در پیدایش و گسترش این ریسک نقش دارند.

شاگری و همکاران (۱۳۹۸) به موضوع «برآورد ریسک سیستمی نظام بانکی با استفاده از سنج‌های MES و CoVaR» پرداخته‌اند. هدف از این پژوهش علاوه بر برآورد ریسک سیستمی، ارزیابی تأثیر بحران بانکی بر کل اقتصاد و استخراج سهم نظام بانکی در ریسک سیستمی است. برای

این مهم شاخص‌های MES و CoVaR محاسبه شده و نتایج عبارت بوده از اینکه شاخص ریسک سیستمی  $\Delta\text{CoVaR}$  برآورد شده به روش OLS کمتر از شاخص ریسک سیستمی  $\Delta\text{CoVaR}$  برآورد شده با روش DCC-GARCH است. همچنین روش  $\Delta\text{CoVaR}$  به طور متوسط ریسک سیستمی نظام بانکی را کمتر از روش MES برآورد می‌کند.

علاوه بر این مطالعاتی برای سنجش ریسک سیستمی با روش آنالیز شبکه در ایران انجام شده است. رحیمی باغی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی ریسک سیستمی بخش مالی در ایران با روش شبکه علیت گرنجری پرداختند. نتایج نشان داد، میزان ارتباط سیستمی بین نهادهای مالی در گذر زمان تغییر می‌کند و همچنین بخش بانکی و بیمه به ترتیب دارای بیشترین و کمترین ریسک سیستمی هستند.

زنگنه و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی ریسک سیستمی نظام بانکی از طریق مدل‌سازی توپولوژی شبکه بازار بین‌بانکی پرداخته‌اند. در این پژوهش دو شاخص توزیع تجمعی درجه و معیار شباهت را بررسی کردند. نتایج نشان داد که شبکه بازار بین‌بانکی ایران از نوع شبکه بدون مقیاس بوده و توزیع درجه از توزیع پاور لاور تبعیت می‌کند. همچنین یافتیم در صورت بروز نکول، بحران در شبکه به صورت دومینویی به کل شبکه تسری پیدا می‌کند که البته بانک‌های خصوصی بیشترین اثر را دارند.

#### ۴. روش‌شناسی پژوهش

این مقاله باتکیه بر منطقی که در مقدمه بیان شد، سعی دارد ابتدا همبستگی متقابل بین مؤسسات بانکی ایران را بررسی کند تا توپولوژی ساختار شبکه در سیستم بانکی ایران را بیان کند. برای تشخیص همبستگی، هم از روش همبستگی ایستا و هم از روش همبستگی پویا استفاده می‌کند تا وابستگی در طول زمان متغیرها را تشخیص دهد. بعد از تشخیص ساختار شبکه مؤسسات بانکی با استفاده از الگوریتم حداقل درخت پوشا<sup>۱</sup> (MST) به بررسی ساختار انتقال ریسک و تشخیص مهم‌ترین نهاد در شبکه بانکی کشور می‌پردازیم. همچنین در قسمت دوم به محاسبه شاخص  $\Delta\text{CoVaR}$  با استفاده از همبستگی پویای محاسبه شده می‌پردازیم و نتایج آن را مورد بررسی قرار

می‌دهیم. سرانجام در قسمت آخر با استفاده از مدل رگرسیون پنل، به بررسی عوامل مؤثر بر ریسک سیستمی محاسبه شده می‌پردازیم.

#### ۱-۴. همبستگی ایستا

برای تحلیل و بررسی همبستگی داده‌های مالی باید ویژگی‌های ساختاری این داده‌ها را در نظر گرفت. داده‌های سری زمانی مالی به شدت دارای خودهمبستگی<sup>۱</sup> و واریانس ناهمسانی<sup>۲</sup> هستند و برای هرگونه تحلیل بررسی این داده‌ها باید این خصوصیت‌ها را در نظر گرفت. برای این منظور در قدم اول ما توزیع حاشیه‌ای<sup>۳</sup> همه متغیرها را به دست می‌آوریم. برای به‌دست آوردن توزیع حاشیه‌ای ما از مدل ARMA-gjrGARCH استفاده می‌کنیم. این مدل به طور فراوانی در ادبیات برای استخراج توزیع حاشیه‌ای شرطی استفاده شده است. قسمت AR<sup>۴</sup> و MA<sup>۵</sup> برای در نظر گرفتن خودهمبستگی داده‌ها در نظر گرفته شده‌اند که به‌طور کلی در همه داده‌های مالی یافت می‌شود و مدل gjrGARCH<sup>۶</sup> برای در نظر گرفتن ناهمسانی واریانس و نوسانات خوشه‌ای انتخاب شده است که این ویژگی‌ها هم به‌وفور در داده‌های مالی یافت می‌شود. مدل ARMA(p,q)-gjrGARCH(1,1) به شرح زیر می‌باشد.

$$r_t = c + \sum_{i=1}^p \alpha_i r_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_i \varepsilon_{t-i} \quad (1)$$

$$\varepsilon_t = \sigma_t^{1/2} v_t \quad (2)$$

$$\sigma_t^2 = \zeta_0 + \zeta_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \zeta_2 \varepsilon_{t-1}^2 d_{t-1} + \zeta_3 \sigma_{t-1}^2 \quad (3)$$

- 
1. Autocorrelation
  2. Heteroscedastic
  3. Marginal distribution
  4. Autoregressive
  5. Moving average
  6. Glosen-Jagannathan-Runkle (gjr) generalized autoregressive conditional heteroskedasticity (GARCH)

معادله اول (۱) مدل ARMA(p,q) را نشان می‌دهد که p تعداد وقفه‌های مدل AR و q تعداد وقفه‌های مدل MA می‌باشد.  $r_t$  نشان‌دهنده بازدهی سری زمانی و  $\varepsilon_t$  نشان‌دهنده باقی‌مانده‌های مدل در زمان t می‌باشد. همچنین در این مدل باقی‌مانده‌های مدل ARMA از رابطه (۲) تبعیت می‌کنند به طوری که  $v_t$  یک متغیر تصادفی با توزیع استاندارد نرمال می‌باشد و  $\sigma_t$  نشان‌دهنده نوسانات شرطی بازدهی سری زمانی می‌باشد که از طریق معادله واریانس (۳) مدل‌سازی می‌شود. ضریب  $\phi_1$  نشان‌دهنده اثر آرچ<sup>۱</sup> و ضریب  $\phi_2$  نشان‌دهنده اثر گارچ<sup>۲</sup> و ضریب  $\phi_3$  نشان‌دهنده اثر نامتقارن<sup>۳</sup> داده‌های سری زمانی می‌باشد که در آن  $d_{t-1}$  زمانی که  $\varepsilon_{t-1}$  منفی باشد برابر با یک می‌باشد و زمانی که مثبت باشد برابر با صفر. در واقع ضریب  $\phi_2$  بیان می‌کند که در زمان نوسانات منفی بازار داده‌ها رفتار متفاوتی را نشان می‌دهند که از آن به‌عنوان اثر نامتقارن یا اثر اهرم<sup>۴</sup> یاد می‌شود. در واقع اثر اهرم یک پدیده نامتقارن استخراج شده از واقعیت‌های تجربی است به این معنا که شوک‌های منفی در زمان t اثر بیشتری از شوک‌های مثبت در همان زمان دارند (جیانگ<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۷).

بعد از استخراج توزیع حاشیه‌ای شرطی برای به‌دست آوردن همبستگی بین توزیع‌های حاشیه‌ای شرطی از ضریب همبستگی پیرسون<sup>۶</sup> استفاده می‌کنیم.

## ۲-۴. همبستگی پویا

برای تخمین همبستگی پویای بین متغیرها همانند (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۹؛ سنسوی و تاباک<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴؛ سینگهال و گوش<sup>۸</sup>، ۲۰۱۶) ما از تخمین دو مرحله مدل ARMA-gjrGARCH-bivariateDCCt استفاده می‌کنیم. امکان تخمین همبستگی به صورت rolling window وجود داشت ولی به علت شرایط خاص داده‌های سری زمانی مالی از مدل bivariateDCCt استفاده شده است (مارتی<sup>۹</sup> و

1. ARCH effect
2. GARCH effect
3. Asymmetric effect
4. leverage effect
5. Jiang
6. Pearson's correlation coefficient
7. Sensoy & Tabak
8. Singhal & Ghosh
9. Marti



همکاران، ۲۰۱۷). در مرحله اول ما مدل ARMA-gjrGARCH را که در قسمت قبل معرفی شد تخمین می‌زنیم. بعد از آن در مرحله دوم ما مدل bivariate-DCC<sup>۱</sup> را تخمین می‌زنیم. در این مطالعه از مدل دو متغیره (bivariate) استفاده شده است بدین معنا که ما همبستگی بین همه متغیرها را دو به دو بررسی می‌کنیم و ماتریس همبستگی در طول زمان را تشکیل می‌دهیم.

فرض اصلی مدل DCC این است که متغیرها یک توزیع مشترک با میانگین صفر و واریانس  $H_t$  در طول زمان دارند که واریانس این توزیع به صورت زیر محاسبه می‌شود و همچنین به علت اینکه بازدهی دارایی‌ها معمولاً توزیع پهن تری نسبت به توزیع نرمال دارند نوع این توزیع در مطالعه ما توزیع تی استیودنت می‌باشد.

$$H_t = D_t R_t D_t \quad (۴)$$

که در عبارت بالا ماتریس  $D_t$  به صورت ماتریس قطری روبرو ساخته می‌شود به طوری که  $\sigma_{it}$  نشان‌دهنده نوسانات شرطی تخمین زده شده با مدل gjr-GARCH در مرحله اول برای زمان  $t$  و متغیر  $i$  می‌باشد.

$$D_t = \text{diag}\{\sigma_{1t}, \sigma_{2t}\} \quad (۵)$$

همچنین  $R_t$  ماتریس ضریب همبستگی شرطی بین متغیرهای استاندارد شده را نشان می‌دهد که این متغیرهای استاندارد شده به شکل زیر محاسبه می‌شوند.

$$\tau_t = D_t^{-1} r_t \quad (۶)$$

ما ماتریس  $R_t$  را می‌توانیم به صورت زیر تجزیه کنیم که در آن  $Q_t$  ماتریس قطری کوواریانس بین متغیرهای استاندارد شده می‌باشد.

$$R_t = Q_t^{-1/2} Q_t Q_t^{-1/2} \quad (۷)$$

$$Q_t^{-1/2} = \text{diag}(1/\sqrt{q_{11t}}, 1/\sqrt{q_{22t}}) \quad (۸)$$

سرانجام مدل bivariate-DCC(1,1) به صورت زیر تعیین می‌گردد.

$$Q_t = w + \alpha \tau_{t-1} \tau_{t-1}' + \beta Q_{t-1} \quad (۹)$$

$$w = (1 - \alpha - \beta) \bar{Q}; \bar{Q} = E(\tau_t \tau_t') \quad (۱۰)$$

که در آن  $Q$  بار ماتریس واریانس غیرشرطی بین متغیرها و  $\alpha + \beta < 1$  می‌باشد. برای تخمین مدل همان‌طور که گفته شد اول به تخمین مدل گارچ تک متغیر می‌پردازیم و به‌وسیله نوسانات شرطی استخراج شده از مدل متغیرهای استاندارد شده را استخراج می‌کنیم و به‌وسیله آن مدل bivariate-DCC(1,1) را تخمین می‌زنیم و بعد آن ماتریس ضریب همبستگی شرطی ( $R_t$ ) بین متغیرها را استخراج می‌کنیم.

### ۳-۴. حداقل درخت پوشا (MST)

بعد از پیدا کردن همبستگی شرطی ایستا و پویا بین متغیرها، ما با استفاده از روش حداقل درخت پوشا به استخراج ساختار شبکه‌ای کانال‌های انتقال ریسک در سیستم می‌پردازیم. این روش مبتنی بر نظریه گراف‌ها می‌باشد که در آن متغیرها به‌عنوان گره‌ها<sup>۱</sup> و فاصله<sup>۲</sup> بین دو گره به‌وسیله ضریب همبستگی استخراج شده تعیین می‌شود. روش حداقل درخت پوشا روشی برای استخراج ارتباطات متقابل به هم در یک سیستم می‌باشد. حداقل درخت پوشا یک درخت متصل، یک‌طرفه و یال وزن‌دار<sup>۳</sup> می‌باشد که همه گره‌های یک شبکه را با استفاده حداقل کردن وزن تمام یال‌های شبکه، به هم وصل می‌کند (مسیرهای تولید شده در این شبکه فاقد مسیر<sup>۴</sup> دایره‌ای می‌باشند چون قرار است شبکه به‌عنوان درخت تعیین شود و در درخت مسیر دایره‌ای متصل وجود ندارد). این روش فقط قوی‌ترین اتصال‌ها (کمترین فاصله) را در یک شبکه در نظر می‌گیرد به‌طوری‌که فاصله بین تمام گره‌ها در شبکه حداقل شود.

در نظریه گراف الگوریتم‌های مختلفی وجود دارند که این ساختار حداقل درخت پوشا را استخراج می‌کنند. در این مطالعه ما به پیروی از دیگر مطالعات موجود در این زمینه از الگوریتم پرایم<sup>۵</sup> (۱۹۵۷) برای استخراج این ساختار استفاده می‌کنیم. همچنین برای پیدا کردن این ساختار ما باید ضرایب همبستگی محاسبه شده را به فاصله تبدیل کنیم. زیرا اگر ضرایب همبستگی را به عنوان

1. Nodes
2. Distance
3. Edge-weighted
4. Path
5. Prim's algorithm

وزن هر یال در نظر بگیریم، همبستگی بیشتر نشان دهنده ارتباط قوی تر می باشد و برای استخراج این ساختار ما باید ارتباطات بین متغیرها را حداقل کنیم که در این صورت ضرایب همبستگی کمتر انتخاب می شوند. بنابراین ما باید ضرایب همبستگی را تبدیل به ضریب دیگری به نام فاصله کنیم به طوری که همبستگی بیشتر نشان دهنده فاصله کمتر باشد تا بتوان این فاصله ها را حداقل کرد (جی و فان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). برای اینکار ما فاصله  $d_{i,j}$  را که توسط مانتگیا<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) معرفی شده به صورت زیر تعریف می کنیم که در آن  $\rho_{i,j}$  نشان دهنده ضریب همبستگی استخراج شده می باشد.

$$d_{i,j} = \sqrt{2(1 - \rho_{i,j})} \quad (11)$$

همچنین بعد از استخراج حداقل درخت پوشا ایستا و پویا، بر اساس مطالعه جی و فان (۲۰۱۶)، اهرن و هارفورد<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) ما سه شاخص مرکزیت<sup>۴</sup> را برای هر درخت محاسبه می کنیم و همچنین برای حداقل درخت پوشا در حالت پویا به بررسی ثبات ساختار درخت و رفتار در طول زمان درخت پرداخته می شود. برای این منظور ویژگی های آماری توزیع همبستگی محاسبه می شود و همچنین شاخص طول درخت نرمال شده<sup>۵</sup> را در طول زمان محاسبه می کنیم. در ادامه این شاخص ها توضیح داده می شوند:

• شاخص مرکزیت درجه گره درخت<sup>۶</sup>

این شاخص تعداد یال هایی که از یک متغیر به بقیه متغیرها متصل شده است را نشان می دهد که به صورت زیر تعیین می شود.  $k(i)$  نشان دهنده این شاخص برای متغیر  $i$  ام می باشد و اگر یالی از متغیر  $i$  به  $j$  متصل باشد  $\alpha_{ij}$  برابر با یک می شود و گرنه مقدارش برابر با صفر می باشد و  $n$  نیز برابر با تعداد متغیرها در حداقل درخت پوشا می باشد. هر چه مقدار این شاخص برای یک متغیر بیشتر باشد نشان دهنده این است که آن متغیر بیشتر در مرکزیت شبکه استخراج شده قرار دارد و به عنوان متغیر اصلی و مهم تلقی می شود.

1. Ji & Fan
2. Mantegna
3. Ahern & Harford
4. Centrality measures
5. Normalised tree length
6. Node degree

$$k(i) = \sum_{j=1}^n \alpha_{ij} \quad (12)$$

• شاخص مرکزیت درجه قدرت گره درخت<sup>۱</sup>

این شاخص به مانند شاخص درجه گره درخت می‌باشد اما با این تفاوت که علاوه بر بررسی اتصال یال‌ها فاصله یال‌ها را هم در نظر می‌گیرد که در معادله زیر  $R_{ij}$  نشان دهنده فاصله بین گره  $i$  و  $j$  می‌باشد.

$$k(i) = \sum_{j=1}^n \alpha_{ij} R_{ij} \quad (13)$$

• شاخص مرکزیت بین بودن گره درخت<sup>۲</sup>

شاخص بین بودن هم یک شاخص مرکزیت به حساب می‌آید که به دنبال پیدا کردن مهم‌ترین متغیر در شبکه می‌باشد که به صورت زیر تعیین می‌شود که در آن  $B(i)$  شاخص بین بودن متغیر  $i$  و  $\sigma_{jl(i)}$  نشان دهنده تعداد کوتاه‌ترین مسیرهای بین  $z$  و  $l$  می‌باشد که از  $i$  می‌گذرد و  $\sigma_{jl}$  تعداد کوتاه‌ترین مسیرهای بین  $z$  و  $l$  می‌باشد.  $B(i)$  نشان دهنده درجه تکیه دادن و وابسته بودن متغیرهای موجود در شبکه به متغیر  $i$  می‌باشد و مقدار بیشتر متغیر  $i$  نشان دهنده درجه مرکزیت بیشتر این متغیر در حداقل درخت پوشا می‌باشد.

$$B(i) = \frac{2}{N(N-1)} \sum_{(j,l)} \frac{\sigma_{jl(i)}}{\sigma_{jl}} \cdot j \neq i \neq l \quad (14)$$

• شاخص مرکزیت نزدیکی گره درخت<sup>۳</sup>

این شاخص نشان دهنده میانگین مجموع فاصله‌های یک متغیر از دیگر متغیرهای موجود در حداقل درخت پوشا می‌باشد و به صورت زیر محاسبه می‌شود که  $R_{ij}$  نشان دهنده کوتاه‌ترین مسیر از  $i$  به  $j$  می‌باشد. هر چه قدر مقدار  $c(i)$  کوچک‌تر باشد نشان دهنده درجه مرکزیت بیشتری برای متغیر  $i$  می‌باشد زیرا نشان دهنده این است که متغیر  $i$  به طور میانگین به بقیه متغیرها نزدیک‌تر است.

$$c(i) = 1 / \sum_{(i,j)} R_{ij} \cdot i \neq j \quad (15)$$

1. Node strength degree
2. Betweenness node
3. Node closeness

• توزیع همبستگی

در این قسمت ویژگی‌های همبستگی استخراج شده از مدل ۰ در طول زمان محاسبه می‌شود. هدف از این محاسبه، بررسی رفتار همبستگی بین سری‌های زمانی، در طول زمان است و همچنین بررسی پویا بودن این همبستگی محاسبه شده، در طول زمان می‌باشد. در واقع ما به این سؤال پاسخ می‌دهیم که آیا رفتار همبستگی‌های محاسبه شده در طول زمان تغییر می‌کند و تغییر آن به چه صورت است؟ یا به عبارتی، آیا ساختار درخت و شبکه به دست آمده در طول زمان تغییر می‌کند و تغییر آن به چه صورت است؟ برای این منظور ما ویژگی‌های زیر را محاسبه می‌کنیم.

$$\text{Mean: } \Phi_1^t = \frac{2}{N(N-1)} \sum_{i < j} \varphi_{i,j}^t \quad (16)$$

$$\text{Variance: } \Phi_2^t = \frac{2}{N(N-1)} \sum_{i < j} (\varphi_{i,j}^t - \Phi_1^t)^2 \quad (17)$$

$$\text{Skewness: } \Phi_3^t = \frac{2}{N(N-1)(\Phi_2^t)^{3/2}} \sum_{i < j} (\varphi_{i,j}^t - \Phi_1^t)^3 \quad (18)$$

$$\text{Kurtosis: } \Phi_4^t = \frac{2}{N(N-1)(\Phi_2^t)^2} \sum_{i < j} (\varphi_{i,j}^t - \Phi_1^t)^4 \quad (19)$$

که در معادلات بالا  $\Phi_1^t$  برابر با ضریب همبستگی می‌باشد که برابر با مجموع پایین مثلثی ماتریس همبستگی محاسبه شده از روش ARMA-gjrGARCH-bivariateDCCt می‌باشد که نشان‌دهنده همبستگی محاسبه شده بین دو متغیر  $i$  و  $j$  در زمان  $t$  می‌باشد. همچنین  $\Phi_2^t$  و  $\Phi_3^t$  و  $\Phi_4^t$  به ترتیب نشان‌دهنده واریانس، چولگی و کشیدگی ضریب همبستگی می‌باشد. میانگین ضریب همبستگی نشان‌دهنده وابستگی میان سری‌های زمانی موجود در شبکه می‌باشد. هر چه مقدار شاخص بیشتر باشد نشان‌دهنده یکپارچگی بیشتر بازار مالی می‌باشد.

• طول درخت نرمال شده

طول درخت نرمال شده شاخصی است که میزان یک‌پارچگی بازار<sup>۱</sup> را نشان می‌دهد. این شاخص تابع زمان می‌باشد و یکپارچگی بازار را در طول زمان نشان می‌دهد.

$$L(t) = \frac{1}{N-1} \sum_{e_{ij} \in MST} e_{ij} \quad (20)$$

مقدار  $L(t)$  نشان‌دهنده طول درخت نرمال شده می‌باشد و  $e_{ij}$  نشان‌دهنده طول یال‌های موجود در حداقل درخت پوشا می‌باشد و  $N$  نشان‌دهنده تعداد گره‌ها در ساختار حداقل درخت پوشا می‌باشد. هرچقدر مقدار این شاخص در طول زمان کاهش یابد نشان‌دهنده یکپارچگی بیشتر در ساختار حداقل درخت پوشا می‌باشد.

#### ۴-۴. محاسبه شاخص $\Delta\text{CoVaR}$

بعد از بررسی روش استخراج حداقل درخت پوشا به صورت پویا حال به محاسبه شاخص  $\Delta\text{CoVaR}$  می‌پردازیم. با استفاده از همبستگی پویای استخراج شده در قسمت ۴.۲، ما روش محاسبه  $\Delta\text{CoVaR}$  را بر اساس مطالعه (W.-Q. Huang et al., 2016) بررسی می‌کنیم. بر اساس نتایج مدل DCC،  $\text{CoVar}_{s|i}^t$  یک فرم بسته‌ای بر اساس توزیع نرمال دارد. بر این اساس توزیع بازدهی سیستم مالی بر اساس بازدهی موسسه  $i$  به صورت زیر، نرمال می‌باشد.

$$r_s^t | r_i^t \sim N \left( \frac{r_i^t \sigma_s^t \rho_{i,s}^t}{\sigma_i^t}, (1 - (\rho_{i,s}^t)^2) (\sigma_s^t)^2 \right) \quad (21)$$

که در معادله بالا،  $r_s^t$  نشان‌دهنده بازدهی شبکه مالی و  $r_i^t$  نشان‌دهنده بازدهی موسسه مالی  $i$  در زمان  $t$  می‌باشد. همچنین نشان‌دهنده همبستگی به دست آمده از مدل DCC، بین بازدهی سیستم مالی و بازدهی موسسه  $i$  می‌باشد. همچنین  $\sigma_s^t$  و  $\sigma_i^t$  نشان‌دهنده نوسانات سیستم مالی و موسسه مالی  $i$  در زمان  $t$ ، استخراج شده از مدل DCC می‌باشند. همچنین  $\text{CoVar}_{s|i}^t$  نشان‌دهنده ارزش در معرض خطر سیستم مالی، مشروط به اینکه که میزان ارزش در معرض خطر (Var) موسسه  $i$  در سطح  $p_1$  درصد قرار داشته باشد، به صورت زیر بیان می‌شود. در واقع  $\text{CoVar}_{s|i}^t$  نشان‌دهنده مشارکت موسسه  $i$  در زمانی است که وضعیت سیستم دچار مشکل و بحرانی شده باشد.

$$Pr (r_s^t < \text{CoVar}_{s|i}^t(p_2) | r_i^t = \text{Var}_i^t(p_1)) = p_2 \quad (22)$$

پس از قرار دادن معادله ۲۰ در معادله ۲۱ و همچنین تعریف کردن ارزش در معرض خطر موسسه  $i$  در زمان  $t$  در سطح  $p_1$  به صورت روبرو  $\text{Var}_i^t(p_1) = \varphi^{-1}(p_1)\sigma_i^t$ ،  $\text{CoVar}_{s|i}^t(p_2)$  به صورت زیر تعریف می‌شود.

$$\text{CoVar}_{s|i}^t(p_2) = \varphi^{-1}(p_1)\sigma_s^t \sqrt{1 - (\rho_{i,s}^t)^2} + \varphi^{-1}(p_1)\rho_{i,s}^t\sigma_s^t \quad (23)$$

بر همین اساس  $\Delta \text{CoVar}_{s|i}^t(p_2)$  که نشان دهنده اختلاف بین  $\text{CoVar}_{s|i}^t(p_2)$  زمانی که موسسه  $i$  در شرایط بحرانی قرار داشته باشد و  $\text{CoVar}_{s|i}^t(p_2)$  زمانی که موسسه  $i$  در شرایط نرمال قرار داشته باشد را نشان می‌دهد. معادله ۲۴ نشان دهنده این تعریف می‌باشد.

$$\Delta \text{CoVar}_{s|i}^t(p_2) = \varphi^{-1}(p_1) \rho_{i,s}^t \sigma_s^t \quad (24)$$

## ۵. نتایج پژوهش

### ۵-۱. بررسی داده‌ها و آزمون‌های مانایی

در این مقاله ما بر روی شبکه بانکی ایران متمرکز شده‌ایم و از سایر بخش‌های مالی ایران صرف‌نظر می‌کنیم. داده‌های پژوهش ما شامل داده‌های روزانه ۹ بانک موجود در بورس تهران می‌باشد. انتخاب بانک‌ها بر اساس ارزش بازار به صنعت (بانک‌هایی که ارزش بانک به صنعت آنها، بیش از دو درصد باشد) بوده است. به علت در دسترس نبودن داده‌های بانک سامان، برای مدت زیادی این بانک در تحلیل وارد نمی‌شود و همچنین به علت در دسترس نبودن داده‌های چند بانک مهم شبکه بانکی (دی، پاسارگاد، صادرات، تجارت، در سال‌های بین ۱۳۹۵/۰۴/۰۱ تا ۱۳۹۷/۱۰/۱۱) تحلیل این مقاله بر اساس دو بازه زمانی انجام می‌شود. دوره اول بین تاریخ ۱۳۹۰/۰۶/۱۲ تا ۱۳۹۵/۰۴/۰۱ و دوره دوم بین تاریخ ۱۳۹۷/۱۰/۱۱ تا ۱۳۹۹/۱۰/۰۱ می‌باشد و همچنین مقدار لگاریتم بازدهی داده‌ها ( $r_t$ ) بر اساس فرمول زیر محاسبه شده است و بررسی‌ها بر روی بازدهی‌ها انجام می‌شود ( $p_t$  نشان‌دهنده قیمت در زمان  $t$  می‌باشد). جدول ۱ و جدول ۲ خلاصه آمار توصیفی و آزمون‌های مانایی برای دوره اول و دوم را نمایش می‌دهد همچنین تمام محاسبات پژوهش بر اساس زبان  $R^1$  انجام گرفته است و تمام داده‌ها از سایت بورس تهران<sup>۲</sup> به دست آمده است.

$$r_t = 100 \times \ln(p_t/p_{t-1})$$

۱. برای تخمین از پکیج‌های متفاوتی در زبان  $R$  نظیر، `igraph`، `rmgarch` و `optrees` استفاده شده است.

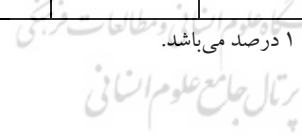
2. <http://tsetmc.com/>

جدول ۱ توصیف آماری و آزمون‌های ریشه ی واحد برای دوره اول

دوره اول	دی	ملت	پارسیان	پاسارگاد	صادرات	تجارت	کارآفرین	اقتصاد نوین	سینا
میانگین	۰/۰۶۷۴۳	۰/۰۹۲۱۶	۰/۰۰۴۶۲	-۰/۰۰۲۰۶	۰/۰۵۸۷۹	۰/۰۶۳۴۴	۰/۱۰۰۸۲	۰/۰۱۳۳۱	۰/۰۵۸۳۲
انحراف معیار	۲/۵۶۴۶۹	۱/۷۲۲۰۹	۱/۶۳۱۹۹	۱/۵۵۳۳۳	۱/۷۱۹۸۰	۱/۷۲۴۹۴	۱/۳۹۷۰۰	۱/۴۲۰۲۳	۱/۸۹۵۵۲
چولگی	۰/۱۴۶۴۱	۰/۱۵۴۰۴	۰/۴۳۸۹۵	۰/۲۷۹۱۲	۰/۲۷۶۶۳	۰/۳۱۰۱۶	۰/۳۶۴۳۹	۰/۵۳۴۸۶	۰/۲۱۶۳۰
کشیدگی	۲/۳۶۵۵۵	۳/۷۱۳۵۱	۴/۳۶۸۶۵	۴/۴۹۷۹۵	۳/۷۱۶۵۷	۴/۱۱۱۹۰	۵/۶۹۱۱۹	۶/۳۴۸۴۱	۳/۳۸۷۸۷
Jarque-Bera	۲۰/۴۴۵۹۵xxx	۲۶/۸۷۸۰۲xxx	۱۰۷/۷۳۸۳۳xxx	۱۱۴/۳۵۸۰۶xxx	۳۶/۹۱۴۴۸xxx	۷۴/۷۷۴۶۳xxx	۳۵۱/۱۰۹۸۲xxx	۵۶۲/۲۰۴۵۵xxx	۱۵/۲۱۹۶۵xxx
ADF	-۲۴/۰۵۶۳xxx	-۲۱/۹۰۸۹xxx	-۱۷/۴۹۶۳xxx	-۲۰/۴۱۰۵xxx	-۲۱/۰۰۱۴xxx	-۲۱/۵۶۵۲xxx	-۱۹/۴۰۷۰xxx	-۱۸/۳۹۳۱xxx	-۱۹/۷۳۲۴xxx
PP	-۲۶/۳۲۹۹xxx	-۲۶/۸۴۰۵xxx	-۲۱/۲۶۲۲xxx	-۲۶/۱۳۷۳xxx	-۲۵/۷۹۷۸xxx	-۲۶/۲۰۴۷xxx	-۲۴/۵۱۷۸xxx	-۲۲/۸۷۳۶xxx	-۲۵/۱۸۵۹xxx
Ljung-Box	۴۹/۳۰۷۶۷xxx	۵۲/۸۳۴۹۴xxx	۱۶۷/۲۸۸۷۶xxx	۷۳/۰۹۴۱۳xxx	۷۹/۰۵۷۰۳xxx	۸۸/۷۹۵۹۰xxx	۱۱۴/۳۹۶۴۱xxx	۲۲۳/۷۵۴۸۹xxx	۹۰/۰۵۱۵۶xxx
ArchTest (20)	۱۵۲/۵۷۷۲۳xxx	۱۷۲/۲۸۳۰۶xxx	۲۸۱/۵۹۰۵۲xxx	۲۰۵/۹۴۵۲۶xxx	۲۵۹/۱۶۴۰۶xxx	۲۹۱/۶۲۹۰۲xxx	۱۰۶/۷۱۴۹۷xxx	۲۰۷/۴۶۱۱۹xxx	۲۱۱/۲۸۲۰۵xxx

توضیح: \*، \*\*، \*\*\* نشان‌دهنده رد شدن فرض صفر در سطح معناداری ۱۰، ۵، ۱ درصد می‌باشد.

منبع: یافته‌های تحقیق





جدول ۲ توصیف آماری و آزمون‌های ریشه‌ی واحد برای دوره دوم

دوره دوم	دی	ملت	پارسیان	پاسارگاد	صادرات	تجارت	کارآفرین	اقتصاد نوین	سینا
میانگین	۰/۸۴۰۹	۰/۴۶۷۵	۰/۶۵۳۷	۰/۵۲۸۹	۰/۴۳۸۱	۰/۴۷۵۵	۰/۴۸۹۵	۰/۳۷۲۹	۰/۵۰۱۹
انحراف معیار	۳/۴۶۸۵	۲/۹۹۵۵	۳/۳۳۹۳	۲/۸۸۰۳	۳/۱۰۳۶	۲/۹۶۹۲	۲/۶۸۲۸	۳/۱۱۹۲	۳/۲۵۴۶
چولگی	-۰/۳۰۷۲	-۰/۱۳۵۰	-۰/۲۲۱۲	-۰/۰۹۰۶	-۰/۰۵۳۴	-۰/۱۰۳۲	-۰/۰۲۲۳	-۰/۱۱۳۹	-۰/۱۸۹۹
کشیدگی	۱/۶۲۶۱	۱/۹۴۴۹	۱/۷۱۰۳	۲/۰۸۰۸	۱/۸۱۳۷	۱/۹۳۵۱	۲/۲۸۴۲	۱/۹۶۲۲	۱/۷۸۱۰
Jarque-Bera	۳۷/۱۸۱۹ <sup>***</sup>	۱۷/۹۹۰۸ <sup>***</sup>	۳۲/۶۱۳۱ <sup>***</sup>	۱۶/۷۴۹۶ <sup>***</sup>	۲۵/۶۵۴۷ <sup>***</sup>	۲۰/۷۳۷۶ <sup>***</sup>	۹/۲۱۵۲ <sup>***</sup>	۲۰/۳۲۰۴ <sup>***</sup>	۳۱/۰۳۹۰ <sup>***</sup>
ADF	-۹/۹۹۳۸ <sup>***</sup>	-۱۱/۵۸۲۶ <sup>***</sup>	-۱۰/۱۴۱۰ <sup>***</sup>	-۱۲/۵۴۲۶ <sup>***</sup>	-۱۱/۳۹۱۹ <sup>***</sup>	-۱۱/۳۶۸۹ <sup>***</sup>	-۱۱/۵۱۱۰ <sup>***</sup>	-۱۱/۶۲۸۰ <sup>***</sup>	-۱۱/۸۸۴۱ <sup>***</sup>
PP	-۱۲/۵۳۳۹ <sup>***</sup>	-۱۴/۲۷۴۵ <sup>***</sup>	-۱۲/۸۵۶۸ <sup>***</sup>	-۱۵/۴۳۴۲ <sup>***</sup>	-۱۳/۴۷۹۳ <sup>***</sup>	-۱۴/۰۳۳۱ <sup>***</sup>	-۱۴/۹۳۷۶ <sup>***</sup>	-۱۴/۱۳۸۳ <sup>***</sup>	-۱۴/۵۱۹۹ <sup>***</sup>
Ljung-Box	۱۲۶/۹۴۶۳ <sup>***</sup>	۳۶/۴۰۸۸ <sup>***</sup>	۱۳۱/۴۵۳۶ <sup>***</sup>	۷۲/۴۵۰۴ <sup>***</sup>	۱۲۲/۹۰۸۰ <sup>***</sup>	۷۷/۷۳۶۶ <sup>***</sup>	۷۴/۹۶۳۵ <sup>***</sup>	۷۱/۵۴۱۶ <sup>***</sup>	۸۴/۶۶۶۶ <sup>***</sup>
ArchTest (20)	۳۳/۴۶۹۲ <sup>***</sup>	۶۸/۲۰۲۶ <sup>***</sup>	۶۰/۴۱۳۷ <sup>***</sup>	۸۲/۴۹۴۶ <sup>***</sup>	۹۷/۳۶۶۸ <sup>***</sup>	۱۳۱/۰۵۶۶ <sup>***</sup>	۵۳/۳۱۹۴ <sup>***</sup>	۹۷/۱۵۷۲ <sup>***</sup>	۹۱/۹۳۳۷ <sup>***</sup>

توضیح: \*\*\*, \*\*, \* نشان‌دهنده رد شدن فرض صفر در سطح معناداری ۱۰، ۵، ۱ درصد می‌باشد.

منبع: یافته‌های تحقیق

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

طبق جدول ۱ و ۲ میانگین همه بازدهی‌ها در طول دو دوره مثبت می‌باشد (به جز بانک پاسارگاد در دوره اول). بیشترین بازدهی و انحراف معیار در دوره مربوط به بانک دی می‌باشد. همچنین فرض صفر آزمون نرمالتی جارقویبرا (Jarque-Bera) در سطح یک درصد برای همه سری‌های زمانی رد شده که نشان‌دهنده عدم نرمالتی سری‌های زمانی است. این نتیجه از مشاهده چولگی و کشیدگی داده‌ها هم قابل مشاهده است. برخلاف داده‌های دوره دوم، داده‌های دوره اول چوله به راست هستند و همین‌طور کشیدگی داده‌های دوره اول بیش از ۳ می‌باشد که نشان‌دهنده دنباله پهن (fat tail) بودن توزیع این سری‌های زمانی می‌باشد. همین‌طور فرض صفر آزمون‌های ریشه واحد دیکی فولر تعمیم‌یافته ( $ADF^1$ ) و فیلیپس پرون ( $pp^2$ ) در سطح یک درصد برای تمام سری‌های زمانی رد شده است که نشان‌دهنده رد فرض ریشه واحد داده‌ها می‌باشد و بنابراین داده‌های ما مانا می‌باشند. همچنین فرض صفر آزمون خودهمبستگی جانگ باکس (Ljung-Box) برای داده‌های هر دو دوره در سطح یک درصد رد شده است (تعداد وقفه‌های آزمون بر اساس (Tsay, 2005) انتخاب شده است)، که نشان‌دهنده خودهمبستگی شدید بین سری‌های زمانی می‌باشد که برای برطرف کردن آن نیاز به مدل‌های ARMA می‌باشد. همچنین فرض صفر واریانس همسانی آزمون آرچ (ArchTest 20) با ۲۰ وقفه در سطح یک درصد رد شده است که نشان‌دهنده اثر واریانس ناهمسانی داده‌ها می‌باشد که نیازمندی داده‌ها به مدل گارچ را نشان می‌دهد.

## ۲-۵. حداقل درخت پوشا در حالت ایستا

در قدم اول برای به دست آوردن همبستگی ایستا بین متغیرها، مدل  $ARMA(p,q)$ -gjrGARCH-t(1,1) را بر روی داده‌های بانک‌های موجود در هر دو بازه اعمال می‌کنیم و توزیع حاشیه‌ای داده‌ها را استخراج می‌شود. مقدار وقفه‌های بهینه مدل ARMA بر اساس معیار اطلاعاتی AIC به دست آمده، جدول ۳ و ۴ نتایج اعمال این مدل را نمایش می‌دهد. بعد از استخراج توزیع‌های حاشیه‌ای، همبستگی پیرسون میان این توزیع‌های حاشیه‌ای را به دست محاسبه می‌شود و با استفاده از همبستگی به دست آمده حداقل درخت پوشا را تشکیل می‌شود.

1. Augmented Dickey Fuller
2. Phillips-Perron

جدول ۳. نتایج تخمین مدل ARMA-gjrGARCH برای سری‌های زمانی موجود در دوره اول

دوره اول	دی	ملت	پارسیان	پاسارگاد	صادرات	تجارت	کارآفرین	اقتصاد نوین	سینا
C	۰/۰۲۴۶۹	۰/۰۲۲۵۶	-۰/۰۹۶۲۲	-۰/۰۸۵۷۰	۰/۰۲۹۸۳	۰/۰۱۷۵۹	۰/۰۴۹۳۱	-۰/۰۸۷۹۱	-۰/۰۰۳۹۴
سطح معناداری	۰/۷۲۹۶۴	۰/۶۵۵۶۰	۰/۱۰۷۲۶	۰/۰۴۸۶۳	۰/۵۴۱۷۲	۰/۷۱۲۷۰	۰/۳۸۹۹۳	۰/۱۴۵۳۸	۰/۹۴۸۵۴
$\alpha_1$	۰/۱۷۹۴۱	۰/۷۴۷۳۲	-۰/۷۵۷۷۴	-۰/۳۳۰۹۳	۱/۰۳۸۵۵	۰/۳۷۲۲۸	۰/۵۱۰۰۰	۰/۸۱۱۰۸	۱/۴۳۰۳۷
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۵۶۷	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰
$\alpha_2$	-۰/۱۷۲۲۷	-۰/۹۵۲۸۰	-۰/۳۰۴۹۱	-۰/۶۰۸۷۷	-۱/۱۷۰۰۰	-۰/۷۸۷۲۵			-۰/۸۹۸۸۵
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۱۲۷۲۴	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰۰
$\alpha_3$			۰/۰۷۵۲۶	۰/۴۵۵۸۷	۰/۲۴۶۵۱	۰/۴۶۶۴۶			
سطح معناداری			۰/۳۴۰۹۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰			
$\beta_1$	-۰/۵۱۸۰۸	۱/۲۳۶۵۸	۰/۵۷۸۰۹	-۰/۷۹۷۳۶	-۰/۰۸۷۸۸	-۰/۲۰۴۳۵	-۰/۴۸۱۱۱	-۱/۱۵۱۰۹	
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۷۳۶۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰
$\beta_2$	۰/۷۵۴۱۰	۰/۸۰۴۴۵	۰/۷۸۸۵۹	-۰/۹۸۱۹۷	۰/۷۶۲۲۴	۰/۱۷۶۳۶	-۰/۱۷۶۳۶	۰/۵۳۷۴۳	
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۳۰۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰
$\beta_3$	۰/۲۵۰۸۶	۰/۲۲۳۷۲	-۰/۲۱۳۲۷		-۰/۲۶۶۷۴			۰/۲۵۷۱۲	
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۱۵۳۹	۰/۰۰۰۰۰		۰/۰۱۴۸۱			۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰
$\zeta_0$	۰/۲۸۹۲۲	۰/۲۵۵۲۵	۰/۱۶۹۳۳	۰/۰۹۰۰۷	۰/۰۴۹۸۰	۰/۰۶۱۴۲	۰/۵۷۰۷۴	۰/۱۳۲۷۶	۰/۱۲۵۰۳

دوره اول	دی	ملت	پارسیان	پاسارگاد	صادرات	تجارت	کارآفرین	اقتصاد نوین	سینا
سطح معناداری	۰/۰۱۵۴۸	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۷۰	۰/۰۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۱۵	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۱
۱	۰/۱۵۷۱۸	۰/۲۹۹۷۷	۰/۳۵۲۲۳	۰/۳۶۷۲۳	۰/۱۵۱۸۱	۰/۱۵۹۲۹	۰/۴۲۶۲۹	۰/۱۸۵۶۷	۰/۱۶۶۵۰
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۲۲	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
۳	۰/۸۱۸۱۷	۰/۶۷۲۲۹	۰/۶۵۰۱۴	۰/۷۰۶۶۸	۰/۸۷۸۳۵	۰/۸۳۸۰۱	۰/۳۷۶۳۶	۰/۷۸۸۰۵	۰/۸۳۷۱۸
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
۲	--/۰۴۴۷۷	--/۱۰۳۹۴	--/۱۳۱۰۵	--/۱۶۰۹۵	--/۱۰۱۹۳	--/۰۳۸۱۵	--/۱۸۳۲۹	--/۱۰۳۳۰	--/۰۹۱۶۱
سطح معناداری	۰/۲۵۴۴۳	۰/۰۸۰۲۰	۰/۰۴۱۱۵	۰/۰۰۴۲۸	۰/۰۰۰۰۲۳	۰/۳۰۲۲۴	۰/۰۳۷۸۰	۰/۰۰۰۱۸۰	۰/۰۰۰۲۷۳
Ljung-Box	۲/۵۹۸۱۸	۲/۷۹۴۳۸	۷/۲۸۱۳۴	۲/۸۶۶۸۰	۴/۲۴۰۸۰	۸/۲۳۱۵۰	۳/۸۱۹۸۸	۵/۳۹۴۶۱	۲/۳۵۶۷۷
سطح معناداری	۰/۹۱۹۵۲	۰/۹۰۳۳۵	۰/۴۰۰۱۹	۰/۸۹۷۰۴	۰/۷۵۱۶۶	۰/۴۱۱۱۹	۰/۸۰۰۲۷	۰/۶۱۱۹۲	۰/۹۳۷۴۹
ArchTest	۲۱/۷۵۳۰۴	۱۲/۶۵۵۴۷	۸/۱۸۴۰۷	۱۹/۸۶۰۴۶	۸/۵۳۰۵۰	۵/۶۸۳۵۴	۷/۶۰۰۳۹	۱۳/۰۴۲۴۸	۲۱/۲۳۸۴۶
سطح معناداری	۰/۳۵۴۰۶	۰/۸۹۱۶۷	۰/۹۹۰۵۸	۰/۴۶۶۶۹	۰/۹۸۷۷۳	۰/۹۹۹۲۶	۰/۹۹۴۲۰	۰/۸۷۵۵۵	۰/۳۸۳۲۲

منبع: محاسبات تحقیق

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
 رتال جامع علوم انسانی

جدول ۴. نتایج تخمین مدل ARMA-gjrGARCH برای سری‌های زمانی موجود در دوره دوم

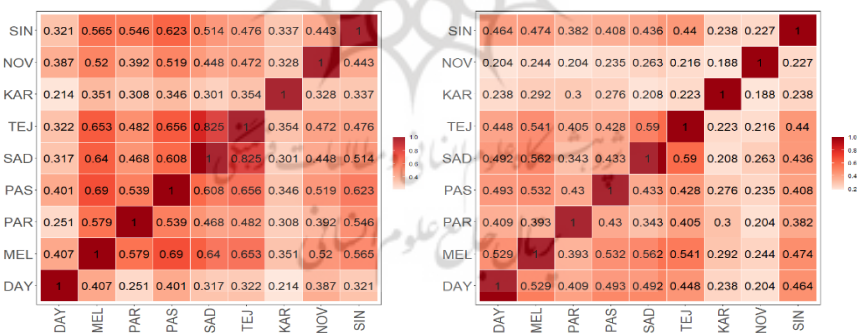
دوره دوم	دی	ملت	پارسیان	پاسارگاد	صادرات	تجارت	کارآفرین	اقتصاد نوین	سینا
C	۱/۶۲۲۱۲	۰/۴۴۵۴۶	۰/۶۹۸۴۸	۰/۶۹۹۸۴	۰/۴۳۷۶۱	۰/۳۹۱۹۱	۰/۵۶۷۱۲	۰/۳۵۹۸۷	۰/۵۵۳۲۹
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۳۱۳۷	۰/۰۰۲۶۴	۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۲۴۷۹	۰/۰۰۵۴۳	۰/۰۲۴۷۲	۰/۰۱۱۰۳
$\alpha_1$	۰/۲۷۷۸۰		۰/۴۲۱۴۹	۱/۲۸۸۹۵		۰/۳۰۸۷۷	۰/۵۶۶۵۶	۰/۳۲۶۲۷	
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	
$\alpha_2$	۰/۸۶۲۹۸			-۰/۰۱۹۷۱					
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰			۰/۰۳۶۱۴					
$\alpha_3$	-۰/۲۹۷۲۱			-۰/۲۸۵۸۲					
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰۰					
$\beta_1$	۰/۲۴۳۰۴	۰/۳۱۶۱۶		-۰/۹۸۹۴۳	-۰/۳۹۲۸۲		-۰/۲۳۱۱۲		۰/۳۶۸۳۳
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰۰	-۰/۰۰۰۰۰		۰/۱۱۰۵۲		۰/۰۰۰۰۰
$\beta_2$	-۰/۸۰۳۶۹	۰/۰۱۵۴۸		-۰/۳۲۱۵۰	۰/۰۸۷۴۸				۰/۰۷۰۸۵
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰	۰/۷۸۹۲۵		۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۴۴۶۶				۰/۱۵۴۴۹
$\beta_3$	۰/۱۵۵۲۲			۰/۳۳۲۷۵	۰/۱۱۱۹۹				۰/۱۵۴۰۰
سطح معناداری	۰/۰۰۳۱۶			۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۱۱۵۶				۰/۰۰۱۲۰

دوره دوم	دی	ملت	پارسیان	پاسارگاد	صادرات	تجارت	کار آفرین	اقتصاد نوین	سینا
50	۰/۰۳۷۷۱	۰/۱۴۲۰۸	۰/۱۰۲۴۵	۰/۱۸۳۶۵	۰/۰۲۲۳۷	۰/۱۰۰۶۳	۰/۱۸۴۱۳	۰/۲۱۸۳۳	۰/۰۳۷۳۴
سطح معناداری	۰/۱۹۵۶۴	۰/۲۶۵۴۸	۰/۲۵۱۸۴	۰/۰۹۲۳۸	-/۰۰۰۰۰	۰/۲۷۸۱۴	۰/۱۲۳۶۲	۰/۰۴۲۲۰	۰/۸۲۴۷۷
51	۰/۰۰۵۹۷	۰/۰۸۱۶۰	۰/۱۶۴۲۸	۰/۱۵۰۲۰	۰/۰۳۷۲۷	۰/۱۰۷۰۰	۰/۱۲۴۵۹	۰/۲۰۹۹۲	۰/۰۶۷۶۲
سطح معناداری	۰/۶۹۴۳۰	۰/۰۱۹۷۳	۰/۰۰۱۴۹	۰/۰۰۰۸۶	-/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۸۰۱	۰/۰۰۱۹۷	۰/۰۰۳۴۰	۰/۰۱۱۶۸
53	۰/۹۹۶۵۷	۰/۹۲۲۶۱	۰/۸۹۸۷۰	۰/۸۲۹۸۲	۱/۰۰۰۰۰	۰/۹۱۸۳۸	۰/۸۹۲۳۸	۰/۷۸۶۲۳	۰/۹۶۱۳۱
سطح معناداری	-/۰۰۰۰۰	-/۰۰۰۰۰	-/۰۰۰۰۰	-/۰۰۰۰۰	-/۰۰۰۰۰	-/۰۰۰۰۰	-/۰۰۰۰۰	-/۰۰۰۰۰	-/۰۰۰۰۰
52	-/۰۱۱۰۸	-/۰۴۴۵۰	-/۰۱۳۱۲۷	-/۰۰۰۱۵۰	-/۰۰۷۶۵۴	-/۰۰۷۶۲۲	-/۰۰۸۹۲۴	-/۰۰۱۷۹۱	-/۰۰۵۹۸۷
سطح معناداری	۰/۷۱۵۶۸	۰/۳۵۹۵۴	۰/۰۱۲۰۶	۰/۹۸۰۴۸	-/۰۰۰۰۰	۰/۰۷۷۳۲	۰/۰۷۶۸۲	۰/۸۱۰۲۶	۰/۱۱۶۰۱
Ljung-Box	۶/۹۵۱۸۶۱۲۸۳	۲/۰۷۴۸۱۳۰۱۶	۴/۸۴۵۰۷۰۴۵۵	۱/۵۸۳۰۲۷۸۳۹	۴/۲۱۶۴۲۹۲۶۶	۱/۹۶۸۹۰۵۹۳	۴/۴۱۱۶۹۹۷۲۲	۳/۸۳۰۲۳۹۱۴۵	۱/۱۵۲۵۲۷۱۴۲
سطح معناداری	۰/۳۲۵۳۲۲۰۱۲	۰/۹۱۲۶۹۰۹۹۱	۰/۶۷۸۸۶۳۳۸۶	۰/۹۷۹۲۹۵۲۵۶	۰/۷۵۴۵۳۸۸۴۹	۰/۹۶۱۵۴۱۲۶۹	۰/۷۳۱۳۲۲۳۶۷	۰/۷۹۹۱۰۹۸۴	۰/۹۹۱۹۷۹۱۹۳
ArchTest	۱۵/۱۰۷۹۳۰۲۱	۱۲/۸۹۴۱۷۶۹۵	۱۷/۶۶۸۳۳۱۵۸	۱۵/۲۶۴۰۲۰۵۴	۳۰/۷۶۹۹۱۱۹۶	۲۳/۴۴۸۴۲۱۹۶	۱۰/۸۰۳۹۳۱۲۱	۱۲/۱۲۷۴۷۴۸۶	۲۹/۵۴۵۴۶۷۰۴
سطح معناداری	۰/۷۷۰۱۹۸۸۵۴	۰/۸۸۱۸۷۸۱۰۷	۰/۶۰۹۲۴۶۶۱۱	۰/۷۶۱۱۰۶۱۸۹	۰/۴۱۰۷۸۴۹۴۸	۰/۲۶۷۳۱۶۰۰۹	۰/۹۵۱۱۴۹۴۷۹	۰/۹۱۱۶۱۸۴۸۹	۰/۰۷۷۵۶۱۱۳۳

منبع: محاسبات تحقیق

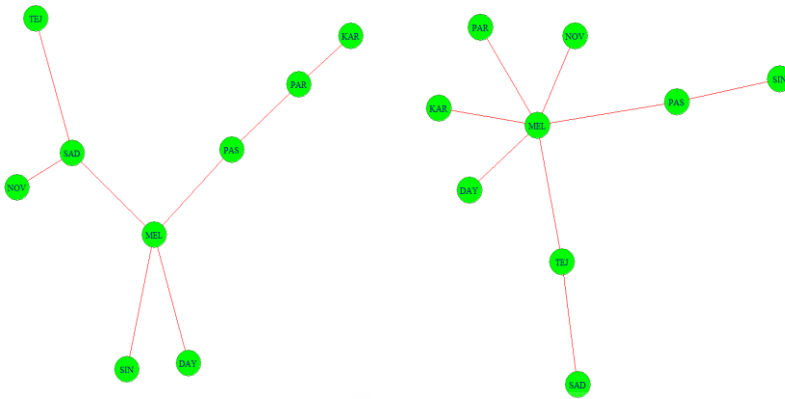
پروژه‌های علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
 پرتال جامع علوم انسانی

نتایج جدول ۳ و ۴ نشان می‌دهد که برای مدل‌سازی سری زمانی بانک‌ها در هر دو دوره از وقفه‌های متفاوتی باید استفاده شود و داده‌ها از این نظر با هم تفاوت دارند. دو آزمون جانگ باکس و آرچ بر روی توزیع‌های حاشیه‌ای استاندارد شده، به کار گرفته شده است. فرض صفر عدم خودهمبستگی آزمون جانگ باکس (تعداد وقفه بهینه بر اساس (Tsay, 2005) انتخاب شده است) در سطح معناداری ۵ درصد رد نشده است و همین‌طور فرض صفر واریانس همسانی آزمون آرچ با ۲۰ وقفه در سطح معناداری ۵ درصد رد نشده است. نتایج این آزمون نشان از بهینه بودن مدل‌های  $ARMA(p,q)$ - $gjrgARCH(1,1)$  برای حذف کردن اثر خودهمبستگی و اثر واریانس ناهمسانی در توزیع‌های حاشیه‌ای استاندارد شده، می‌باشد. بعد از استخراج توزیع‌های حاشیه‌ای استاندارد شده برای هر دو دوره، همبستگی پیرسون میان دو به دو توزیع‌های حاشیه‌ای استخراج شده محاسبه شده است. شکل ۱ نتایج همبستگی محاسبه شده برای دو دوره را نشان می‌دهد و از ماتریس همبستگی به دست آمده، حداقل درخت پوشا حاصل شده است. شکل ۲ شبکه حاصل از حداقل درخت پوشا را نشان می‌دهد.



شکل ۱. همبستگی محاسبه شده بر روی دو به دو ی توزیع‌های حاشیه‌ای در طول دو دوره. شکل سمت چپ نشان‌دهنده همبستگی به دست آمده برای دوره اول می‌باشد و شکل راست نتایج دوره دوم را نشان می‌دهد.<sup>۱</sup>

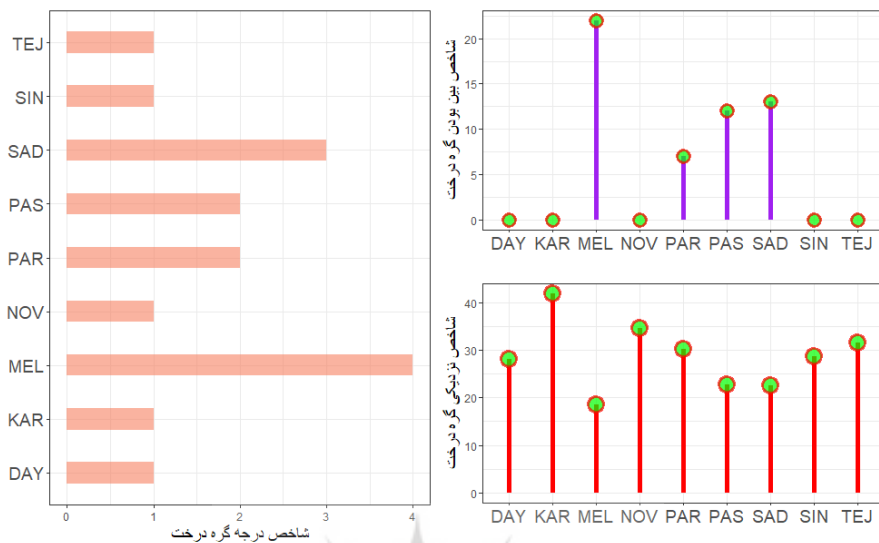
۱. جهت فهم نماد های به کار برده شده به جدول ۶ در پیوست مراجعه کنید.



شکل ۲. نتایج حاصل از حداقل درخت پوشا برای حالت ایستا. شکل سمت چپ نشان‌دهنده شبکه به‌دست‌آمده برای دوره اول می‌باشد و شکل راست نتایج دوره دوم را نشان می‌دهد.  
منبع: محاسبات تحقیق

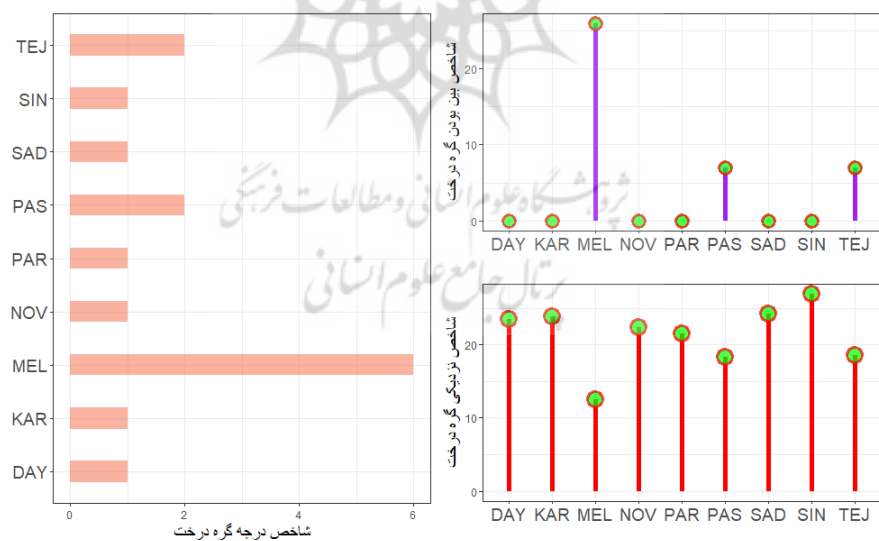
همان‌طور که در شکل ۲ نشان داده شده است، هر گره نشان‌دهنده یک نهاد بانکی می‌باشد که به وسیله یال‌هایی که نشان‌دهنده فاصله‌های به‌دست‌آمده از همبستگی پیرسون هستند، به هم وصل شدند. در واقع این درخت به‌دست‌آمده در میان تمام درخت‌های موجود، مجموع فاصله‌های بین یال‌ها را کمینه می‌کند و این عملیات بر اساس حداقل درخت پوشا محاسبه شده است. بر اساس شکل ۲، بانک ملت در هر دو دوره مهم‌ترین مؤسسه بانکی می‌باشد که این نتیجه در دوره دوم واضح‌تر می‌باشد.





شکل ۳. شاخص‌های مرکزیت برای دوره اول

منبع: محاسبات تحقیق



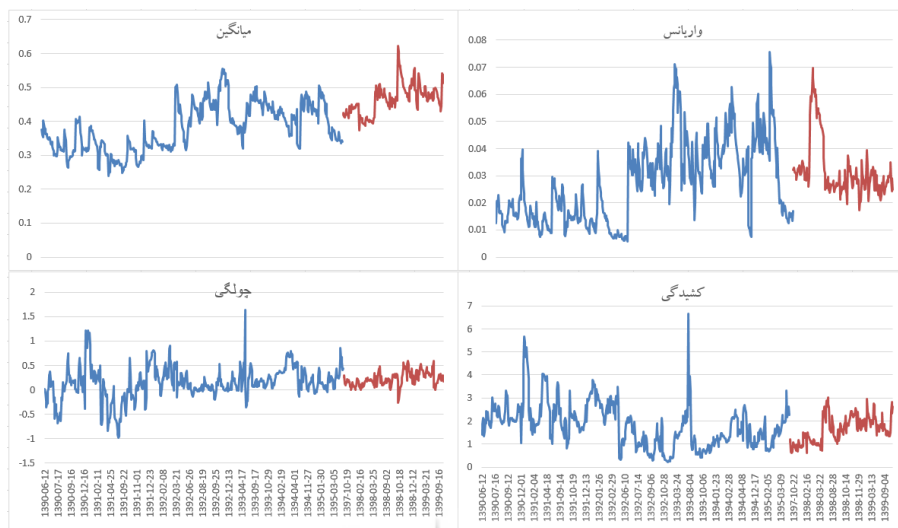
شکل ۴. شاخص‌های مرکزیت برای دوره دوم

منبع: محاسبات تحقیق

شکل ۳ و ۴، نتایج آزمون‌های مرکزیت برای دو دوره را به ترتیب نشان می‌دهند. بر اساس شکل ۳، بانک ملت بیشترین شاخص درجه درخت و بین بودن درخت را دارد و همچنین کمترین شاخص نزدیکی درخت را در دوره اول دارد که نشان از مرکزیت این بانک در دوره اول در شبکه بانکی می‌باشد. همچنین بر اساس این سه شاخص دومین بانک مهم این شبکه در دوره اول بانک صادرات می‌باشد. بر اساس شکل ۴، مانند دوره اول، بانک ملت مهم‌ترین بانک (با اختلاف بیشتری نسبت به دوره اول) در دوره دوم می‌باشد. همچنین عنوان دومین بانک مهم در شبکه به بانک پاسارگاد اختصاص می‌یابد.

### ۳-۵. حداقل درخت پوша تحلیل پویا

برای تحلیل پویای بین متغیرها، باید همبستگی پویای دوبه‌دو متغیرها استخراج شود. برای این هدف، از مدل دومرحله‌ای  $ARMA-gjrGARCH-bivariateDCCt(1,1)$  استفاده شده است. در مرحله اول مشابه حالت ایستا، توزیع‌های حاشیه‌ای و نوسانات شرطی سری‌های زمانی را بر اساس مدل  $ARMA-gjrGARCH(1,1)$  استخراج شده است که نتایج کاملاً مشابه جدول ۳ و ۴ برای دوره‌های اول و دوم می‌باشد. در مرحله دوم با استفاده از توزیع‌های حاشیه‌ای و نوسانات استخراج شده از مرحله اول، مدل  $DCCt(1,1)$  دو متغیره تخمین خورده است و همبستگی در طول زمان برای دو به دوی سری‌های زمانی در دو دوره به دست آمده است. در مجموع ۷۲ مدل  $DCCt(1,1)$  دو متغیره در دو دوره تخمین خورده است. به علت حجم زیاد نتایج تخمین، از گزارش آن در این پژوهش خودداری شده است.



شکل ۵. میانگین، واریانس، چولگی و کشیدگی ضریب همبستگی در طول زمان برای دو دوره. شکل بالا سمت چپ، میانگین و شکل بالا سمت راست، واریانس و شکل پایین سمت چپ، چولگی و شکل پایین سمت راست، کشیدگی ضریب همبستگی در طول زمان را نشان می‌دهد و همچنین رنگ آبی نشان‌دهنده دوره اول و رنگ قرمز نشان‌دهنده دوره دوم می‌باشد.

بر اساس شکل ۵ میانگین ضریب همبستگی در طول زمان متغیر است ولی مقدار آن بین حدود  $0/2$  تا  $0/55$  تغییر می‌کند و همچنین این ضریب همبستگی دارای یک حرکت بلندمدت روبه‌بالا می‌باشد که نشان‌دهنده همبستگی بیشتر بازار در طول زمان می‌باشد یعنی به عبارتی بازار در طول زمان یکپارچه‌تر شده است و همبستگی بین اجزای بازار بیشتر شده است. همچنین واریانس این ضریب در طول زمان متغیر است و بعد از نیمه دوم سال ۱۳۹۸ این واریانس شروع به کاهش کرده است. کاهش واریانس و افزایش میانگین نشان‌دهنده افزایش یکپارچگی و همبستگی در این بازار می‌باشد. همچنین افزایش واریانس نشان‌دهنده عدم ثبات بازار می‌باشد که این اتفاق در سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ و میانه سال ۱۳۹۸ رخ داده است. میزان چولگی بین ۱ تا -۱ در طول زمان متغیر بوده و عمدتاً میزانش مثبت بوده که نشان از چوله به راست بودن توزیع در طول زمان می‌باشد و همچنین کشیدگی در اکثر مواقع از ۳ فاصله داشته است که نشان‌دهنده عدم نرمالیتی توزیع ضریب همبستگی در طول زمان می‌باشد.



شکل ۶. شاخص مرکزیت نزدیکی گره درخت در طول زمان. شکل چپ بالا، نشان‌دهنده مؤسسه‌ای با بالاترین شاخص نزدیکی گره درخت در طول زمان در دوره اول می‌باشد و شکل راست بالا نشان‌دهنده این است که هر مؤسسه در نسبت کل دوره چند درصد مواقع بیشترین شاخص مرکزیت نزدیکی گره درخت در دوره اول را دارد. دو نمودار پایین، همین مفاهیم را طول دوره دوم نشان می‌دهد.

بر اساس همبستگی استخراج شده در طول زمان، حداقل درخت پوشا در تمام نقاط در طول زمان تشکیل می‌شود. براین اساس در هر نقطه از زمان، بانک با بالاترین شاخص مرکزیت استخراج می‌شود. شکل ۶ و ۷ نتایج این بررسی را برای شاخص مرکزیت نزدیکی گره درخت و شاخص مرکزیت بین بودن گره درخت نشان می‌دهد. بر اساس نتایج شکل ۶ بانک ملت در طول زمان بیشترین تکرار شاخص مرکزیت نزدیک بودن را دارا است. حدود ۴۳ درصد مواقع، بانک ملت در دوره اول دارای بیشترین شاخص مرکزیت بوده و برای دوره دوم این میزان به ۵۶ درصد می‌رسد. هم در دوره اول و هم در دوره دوم بانک پاسارگاد، دومین بانک با بیشترین شاخص مرکزیت

می‌باشد. شکل ۷ همین نتایج را برای شاخص مرکزیت بین بودن نشان می‌دهد و همانند شاخص نزدیکی گره درخت، بانک ملت دارای بیشترین مرکزیت در طول دو دوره می‌باشد. همین‌طور دوم بانک مهم در طول دوره اول بر اساس شاخص بین بودن، بانک تجارت می‌باشد و در طول دوره دوم بانک پاسارگاد می‌باشد.

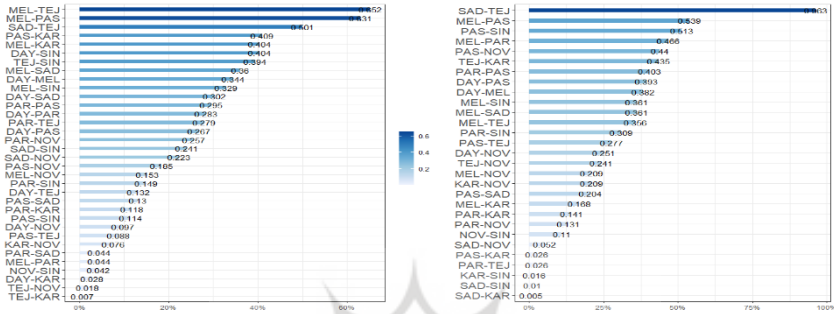


شکل ۷. شاخص مرکزیت بین بودن گره درخت در طول زمان. شکل چپ بالا، نشان‌دهنده مؤسسه‌ای با بالاترین شاخص بین بودن گره درخت در طول زمان در دوره اول می‌باشد و شکل راست بالا نشان‌دهنده این است که هر مؤسسه در نسبت کل دوره چند درصد مواقع بیشترین شاخص مرکزیت بین بودن گره درخت در دوره اول را دارد. دو نمودار پایین، همین مفاهیم را طول دوره دوم نشان می‌دهد.

منبع: محاسبات تحقیق

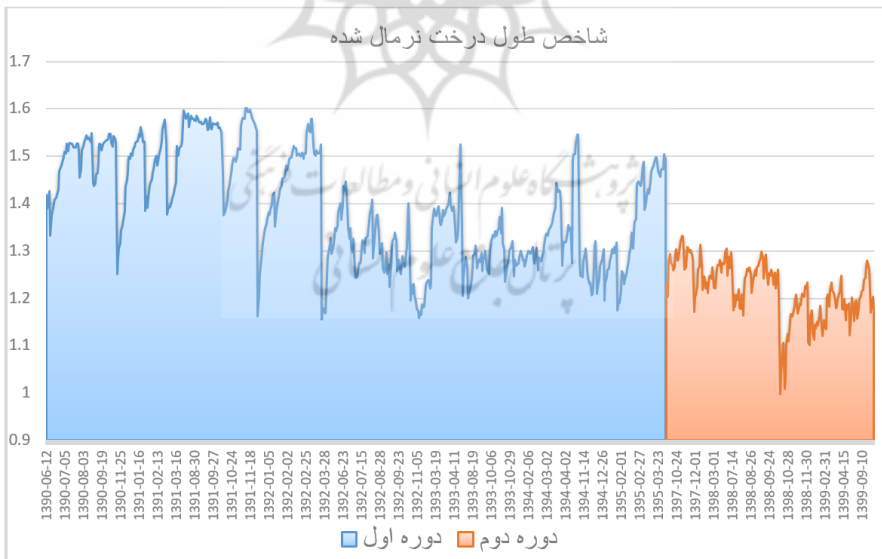
همچنین شکل ۸ درصد فراوانی رابطه دویه‌دو بین بانک‌ها در طول دوره اول و دوم را نشان می‌دهد. بر اساس شکل ۸ در دوره اول، ۶۵.۲٪ مواقع در کل دوره بانک ملت و پاسارگاد در ساختار حداقل درخت پوشا بدون واسطه به هم متصل بوده‌اند. در واقع هدف از این شکل، نمایش دادن مستحکم‌ترین رابطه‌ها و مسیرهای انتقال اطلاعات در طول زمان می‌باشد. در دوره اول رابطه بین بانک ملت و پاسارگاد و رابطه بین صادرات و تجارت و رابطه بین بانک ملت و تجارت جزء

مهم‌ترین رابطه‌ها به حساب می‌آیند. در دوره دوم به ترتیب، رابطه بین صادرات و تجارت و رابطه بین ملت و پاسارگاد و رابطه بین ملت و تجارت جزء سه رابطه مهم شبکه بانکی در طول زمان می‌باشند و همین‌طور کمترین رابطه‌ها و مسیرها هم به طور واضح برای دو دوره مشخص هستند.



شکل ۸. فراوانی رابطه‌های موجود در حداقل درخت پوشا در طول زمان برای دوره اول و دوم. شکل سمت چپ مربوط به دوره اول و شکل سمت راست مربوط به دوره دوم می‌باشد

منبع: محاسبات تحقیق



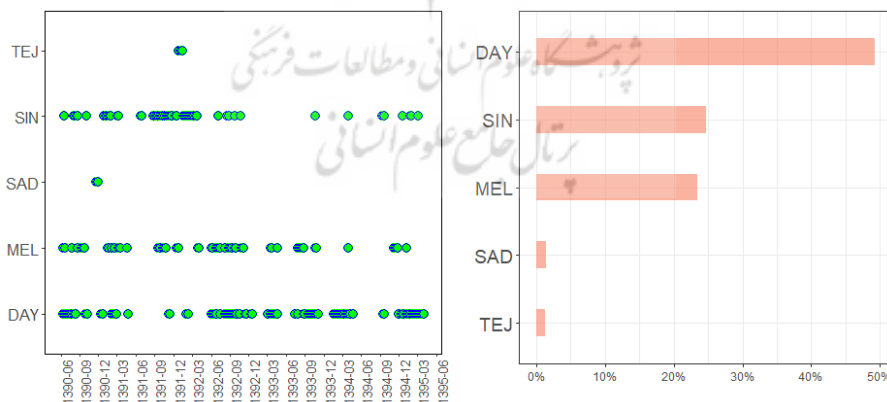
شکل ۹. شاخص طول درخت نرمال شده. قسمت آبی نشان‌دهنده دوره اول و قسمت قرمز نشان‌دهنده دوره دوم است.

منبع: محاسبات تحقیق

شکل ۹ شاخص طول درخت نرمال شده را نشان می‌دهد. بر اساس این شکل این شاخص در طول دوره دوم نسبت به دوره اول کاهش پیدا کرده است که نشان می‌دهد بازار بانکی کشور در طول دوره دوم یکپارچه‌تر شده است و انتقال ریسک و اطلاعات بیشتر شده است که این موضوع می‌تواند احتمال ایجاد بحران‌ها و ریسک‌های سیستمی را بیشتر کند، زیرا از شکست یک بانک باعث تسری بیشتر این شکست در شبکه بانکی کشور می‌شود و کل سیستم را تحت تأثیر قرار می‌دهد و خطرات ریسک سیستمی را افزایش می‌دهد.

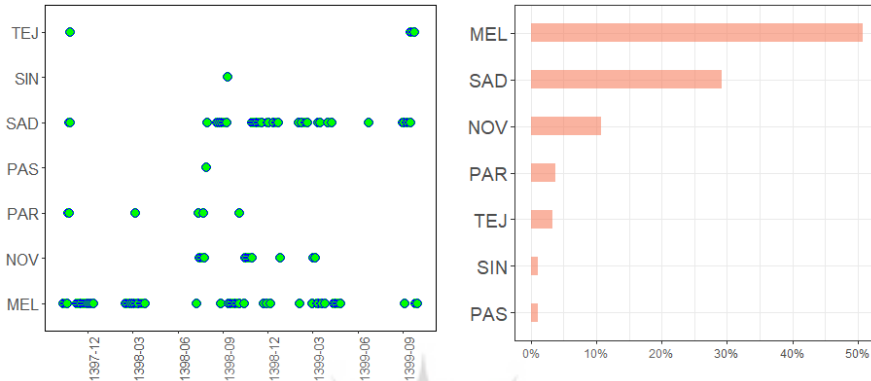
#### ۴-۵. سنجش $\Delta\text{CoVaR}$

شکل ۱۰ و ۱۱ نتایج محاسبه  $\Delta\text{CoVaR}$  را دوره اول و دوم نشان می‌دهد. شکل ۱۰ نشان می‌دهد در دوره اول بانک دی در طول زمان که بیشترین ریسک را به سیستم وارد می‌کند. در واقع در ۵۰ درصد از زمان‌ها بانک دی به عنوان موسسه‌ای که بیشترین ریسک را به سیستم وارد می‌کند به حساب می‌آید. همچنین بانک سینا و بانک ملت به ترتیب رتبه دوم و سوم را دارا هستند. همین‌طور بر اساس شکل ۱۱، بانک ملت به عنوان مهمترین موسسه مالی در دوره دوم به حساب می‌آید و بعد آن بانک‌های صادرات و اقتصاد نوین قرار دارند.



شکل ۱۰. شکل بالامهم‌ترین موسسه بانکی را بر اساس شاخص  $\Delta\text{CoVaR}$  در طول زمان دوره اول نشان می‌دهد. بر این اساس موسسه‌ای که بیشترین سهم را در ایجاد ریسک در شبکه داشته به عنوان مهم‌ترین موسسه از لحاظ ریسک

سیستمی، در نظر گرفته شده است. شکل سمت چپ مهم‌ترین موسسه بانکی را در طول زمان نشان می‌دهد و همچنین شکل سمت راست، نسبت اینکه یک موسسه در طول زمان به عنوان مهم‌ترین موسسه باشد را به کل زمان نشان می‌دهد.



شکل ۱۱. شکل بالامهم‌ترین موسسه بانکی را بر اساس شاخص  $\Delta\text{CoVaR}$  در طول زمان دوره دوم نشان می‌دهد. بر این اساس موسسه‌ای که بیشترین سهم را در ایجاد ریسک در شبکه داشته به عنوان مهم‌ترین موسسه از لحاظ ریسک سیستمی، در نظر گرفته شده است. شکل سمت چپ مهم‌ترین موسسه بانکی را در طول زمان نشان می‌دهد و همچنین شکل سمت راست، نسبت اینکه یک موسسه در طول زمان به عنوان مهم‌ترین موسسه باشد را به کل زمان نشان می‌دهد.

### رابطه بین $\Delta\text{CoVaR}$ و شاخص‌های مرکزی

در این قسمت ما به بررسی عوامل ایجاد ریسک سیستمی می‌پردازیم. در این زمینه مطالعات خوبی در مقالات داخلی انجام شده است. اما در این بررسی ما به اهمیت ساختار شبکه بانکی می‌پردازیم. در واقع سؤال اصلی ما این است که آیا ساختار ارتباط بین مؤسسات بانکی در شبکه تأثیری در ریسک سیستمی شبکه بانکی دارد یا خیر؟ در واقع ما نشان می‌دهیم که آیا رابطه‌ی خاصی بین شاخص‌های مرکزیت و نوع ساختار شبکه بانکی و شاخص ریسک سیستمی محاسبه شده با روش  $\Delta\text{CoVaR}$  وجود دارد یا خیر؟

بر این اساس ما به مطالعه رابطه بین شاخص‌های مرکزیت و ریسک سیستمی محاسبه شده با شاخص  $\Delta\text{CoVaR}$  می‌پردازیم. با توجه به هدف مسئله ما از مدل پنل استفاده می‌کنیم تا رابطه بین شاخص‌های مرکزیت و ریسک سیستمی را نشان دهیم. بر اساس مطالعه ابریشمی و همکاران (۱۳۹۸) رابطه بین ارزش در معرض خطر بانک‌ها و اندازه بانک‌ها با ریسک سیستمی نشان داده شده است.



بر همین اساس ما این دو متغیر را به عنوان متغیر کنترل وارد مدل می‌کنیم. همچنین به علت همبستگی شدید بین سه شاخص مرکزیت، ما رگرسیون را به صورت جداگانه با هر شاخص مرکزیت ارزیابی می‌کنیم. همچنین آزمون لیمر و هاسمن بر روی داده‌ها انجام شدند تا انتخاب درست مدل پنل انجام شود و دو آزمون‌های مانایی داده‌های پنل، ایم<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۳)؛ مادالا و وو<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) نشان دهنده مانایی داده‌ها در سطح پنل بوده است. بر اساس آزمون مدنظر برای همه مدل‌های برآورد شده مدل پنل با اثرات ثابت به عنوان مدل بهینه انتخاب شده است. جدول ۵ نتایج این تخمین را نشان می‌دهد.

جدول ۵. جدول بالا نتایج مدل پنل را با توجه به متغیرهای مرکزیت مختلف

دوره	شاخص مرکزیت	متغیرهای توضیحی	ضریب	سطح اطمینان
دوره اول	شاخص نزدیکی گره درخت	شاخص نزدیکی گره درخت	۰/۰۷۵۹۴۴۰۹	۰/۰۰۰۰۰
		ارزش در معرض خطر	۰/۳۵۰۰۲۹۸۴	۰/۰۰۰۰۰
		اندازه بانک	۰/۱۹۴۲۱۸۱۲	۰/۰۰۰۰۰
	شاخص بین بودن گره درخت	شاخص بین بودن گره درخت	-۰/۰۵۵۷۲۱۳	۰/۰۰۰۰۰
		ارزش در معرض خطر	۰/۳۵۲۰۹۹۶	۰/۰۰۰۰۰
		اندازه بانک	۰/۲۰۹۸۹۶۸	۰/۰۰۰۰۰
	شاخص درجه قدرت گره درخت	شاخص درجه قدرت گره درخت	-۰/۲۲۴۷۸۹۵	۰/۰۰۰۰۰
		ارزش در معرض خطر	۰/۳۸۱۶۸۳۰	۰/۰۰۰۰۰
		اندازه بانک	۰/۱۴۷۰۳۷۶	۰/۰۰۰۰۰
دوره دوم	شاخص نزدیکی گره درخت	شاخص نزدیکی گره درخت	۰/۰۶۳۰۶۹۳	۰/۰۰۰۰۰
		ارزش در معرض خطر	۰/۵۶۳۹۰۰۷	۰/۰۰۰۰۰
		اندازه بانک	-۰/۲۶۱۶۸۹۱	۰/۰۰۰۰۰

1. Im
2. Maddala & Wu

دوره	شاخص مرکزیت	متغیرهای توضیحی	ضریب	سطح اطمینان
	شاخص بین بودن گره درخت	شاخص بین بودن گره درخت	-۰/۰۱۶۸۸۴۶	۰/۰۰۰۰۰
		ارزش در معرض خطر	۰/۵۶۱۷۷۱۲	۰/۰۰۰۰۰
		اندازه بانک	-۰/۴۲۳۲۰۷۵	۰/۰۰۰۰۰
	شاخص درجه قدرت گره درخت	شاخص درجه قدرت گره درخت	-۰/۰۳۳۴۹۹	۰/۰۱۷۸۵
		ارزش در معرض خطر	۰/۵۷۰۵۳۷	۰/۰۰۰۰۰
		اندازه بانک	-۰/۴۹۴۰۵۳	۰/۰۰۰۰۰

منبع: محاسبات تحقیق

بر اساس نتایج جدول ۵ در دوره اول، تمامی شاخص‌های مرکزی نشان دهنده رابطه مستقیم ریسک سیستماتیک ایجاد شده توسط موسسه‌ها و مرکزیت ساختار شبکه و توپولوژی موسسه‌ها در سیستم بانکی می‌باشند. زیرا ضریب شاخص نزدیکی گره درخت مثبت می‌باشد که با توجه به منفی بودن  $\Delta\text{CoVaR}$  و اهمیت داشتن مقدار بزرگی (قدرمطلق) این شاخص و همچنین رابطه عکس داشتن شاخص نزدیکی گره درخت و با درجه مرکزیت گره درخت، این عدد مثبت نشان دهنده رابطه مثبت بین ریسک سیستمی ایجاد شده بین مؤسسات و مرکزیت و یکپارچگی بیشتر سیستم بانکی را نشان می‌دهد. دو شاخص دیگر هم نشان دهنده این موضوع می‌باشند ولی چون رابطه مثبتی بین آن دو شاخص و درجه مرکزیت گره درخت برقرار است، مقدرا آن‌ها منفی شده است. همچنین در دوره دوم نیز این رابطه به همین نحو برقرار می‌باشد. همچنین متغیر کنترل ارزش در معرض خطر هم در دو دوره رابطه معناداری با ریسک سیستمی ایجاد شده دارد. اما تأثیر متغیر کنترل اندازه بانک در دو دوره متفاوت می‌باشد و در دوره اول این رابطه مثبت می‌باشد و در دوره دوم این رابطه منفی می‌باشد که با توجه به ارزش داشتن مقدار بزرگی (قدرمطلق)  $\Delta\text{CoVaR}$ ، در دوره اول رابطه منفی

بین اندازه موسسه بانکی و ریسک سیستمی ایجاد شده توسط آنها، برقرار است و در دوره دوم این رابطه عکس می‌باشد.

## ۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

بررسی رابطه بین نهادهای مالی و پیدا کردن مسیرهای انتقال ریسک و اطلاعات و همچنین پیدا کردن مهم‌ترین نهاد مالی در شبکه مالی، در تحلیل‌های ریسک سیستمی بسیار حائز اهمیت است. این پژوهش به دنبال پیدا کردن مهم‌ترین نهاد مالی و مهم‌ترین ارتباط و مسیرهای انتقال ریسک بر اساس فهم ایستا و پویای همبستگی بین نهادها و پیدا کردن ساختار شبکه‌ای این اتصالات، بوده است. برای بررسی همبستگی ایستا از همبستگی پیرسون بین توزیع‌های حاشیه‌ای استخراج شده از مدل ARMA-GJR-GARCH، استفاده می‌شود و همچنین برای بررسی همبستگی پویا از مدل دومرحله‌ای ARMA-GJR-GARCH-bivariateDCCt استفاده می‌شود. سپس بعد از استخراج همبستگی، ساختار شبکه را در حالت ایستا و پویا بر اساس حداقل درخت پوشا بنا می‌شود. همچنین با محاسبه  $\Delta\text{CoVaR}$  با استفاده از مدل پویا، به بررسی سهم هر یک از مؤسسات بانکی کشور در ریسک سیستمی می‌پردازیم و همچنین به بررسی عوامل مؤثر بر این ریسک می‌پردازیم.

نتایج پژوهش در حالت ایستا بیان می‌کند بر اساس سه شاخص مرکزیت نزدیک بودن گره درخت و بین بودن گره درخت و درجه گره درخت، در هر دو دوره بانک ملت مهم‌ترین مؤسسه بانکی در شبکه بانکی می‌باشد و همچنین بانک صادرات در دوره اول و بانک پاسارگاد در دوره دوم به‌عنوان دومین مؤسسه مهم در شبکه بانکی می‌باشند و همچنین نتایج تحلیل پویا بیان می‌کند ساختار همبستگی بین مؤسسه‌های مالی در طول زمان متغیر است و در هر نقطه از زمان مهم‌ترین مؤسسه مالی متفاوتی وجود دارد. در مجموع، در طول زمان بانک ملت در هر دو دوره به‌عنوان مهم‌ترین نهاد مالی می‌باشد و جایگاه دوم را در دوره اول بانک تجارت و در دوره دوم بانک پاسارگاد دارا می‌باشد. همچنین نتایج بیان می‌کنند که یکپارچگی در طول سیستم مالی در طول زمان متغیر بوده ولی به‌طور کلی افزایش یافته است و همبستگی بین شبکه بانکی در طول زمان افزایش یافته که باعث تقویت ریسک سیستمی و انتقال ریسک در شبکه می‌شود. همچنین نتایج مدل  $\Delta\text{CoVaR}$

بیان می‌کند که بانک‌های دی، سینا و ملت در دوره اول و بانک‌های ملت و صادرات در دوره دوم دارای بیشترین سهم در ایجاد ریسک در شبکه بانکی کشور می‌باشند.

نتایج این پژوهش نشان دهنده این واقعیت می‌باشد که بین ریسک سیستماتیک ایجاد شده توسط موسسه و مرکزیت آن موسسه رابطه مستقیم وجود دارد در واقع هر چه موسسه‌ای دارای مرکزیت بیشتری باشد ریسک سیستمی بیشتری هم ایجاد می‌کند و در واقع هر چه موسسه در ساختار بانکی دارای اتصال‌های بیشتری باشد، ریسک سیستمی بیشتری را به سیستم بانکی تحمیل می‌کند. و این رابطه برای اندازه موسسه در دوره دوم نیز برقرار است یعنی هرچه موسسه بزرگ‌تر باشد ریسک سیستمی بیشتری را به سیستم تحمیل می‌کند.

در این پژوهش ما به بررسی ساختار شبکه بانکی کشور و همچنین ریسک سیستمی در آن پرداختیم و عوامل مؤثر بر ریسک سیستمی و مهمترین نهاد از نظر سیستمی در شبکه بانکی کشور را بررسی کردیم. بر اساس نتایج این مطالعه توصیه‌های زیر در خصوص شبکه بانکی کشور پیشنهاد می‌شود:

۱. جهت جلوگیری از وقوع ریسک سیستمی در سیستم بانکی کشور، پیشنهاد می‌شود که بانک مرکزی سنجش ریسک سیستم بانکی را مورد توجه قرار دهد و اقدامات سیاستی مطابق با آن را اعمال کند.

۲. جهت جلوگیری از وقوع بحران‌های بانکی و قانون‌گذاری شبکه بانکی کشور، نهاد سیاست‌گذار باید SIFI را در هر دوره شناسایی کند و برای بی‌ثباتی احتمالی این نهادها چاره‌ای بیندیشد.

۳. ادبیات ریسک سیستمی در ایران کمتر مورد توجه نهادهای سیاستی قرار گرفته و عمدتاً تکیه بر ارزش در معرض خطر می‌شود. بنابراین رابطه مثبت بین ارزش در معرض خطر و ریسک سیستمی شبکه بانکی، نشان از اهمیت ریسک سیستمی در شبکه بانکی کشور می‌باشد که باید مورد توجه قانون‌گذاران قرار گیرد.

۴. همین‌طور که در نتایج آمده، توپولوژی و ساختار شبکه بانکی بر ریسک سیستمی تأثیرگذار است و سیاست‌گذار باید این ساختار را بررسی کند و با استفاده از شاخص‌های استفاده شده در این

- پژوهش (شاخص‌های مربوط به گراف شبکه بانکی) و محدودیت‌ها و قوانین مورد نیاز، ساختار شبکه بانکی را طوری کنترل کند که سبب کاهش ریسک سیستماتیک شود.
۵. نتایج بیان می‌کنند که اندازه بانک‌ها در زمان‌هایی رابطه مثبت با ریسک سیستمی دارند و در زمان‌هایی بالعکس که نشان دهنده این است که قاعده "Too big to fail" در مورد بانک‌های ایرانی لزوماً صادق نیست ولی روابط بین شاخص‌های مرکزی با ریسک سیستمی، نشان می‌دهد که عبارت "too connected to fail" در ایران برقرار است. یعنی شکست مؤسساتی که دارای بیشترین رابطه در شبکه بانکی هستند دارای آثار سیستمی زیان باری خواهند بود و در نتیجه سیاست‌گذار باید به این نهادها توجه کند و با قوانین و مقررات مانع از شکست این نهادها شوند.
۶. همچنین نتایج این پژوهش می‌تواند به اجزاء مختلف بازار بورس در تصمیم‌گیری کمک کند. سرمایه‌گذاران می‌توانند از نتایج این پژوهش برای گرفتن تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتر بهره ببرند و همچنین نهاد تنظیم‌کننده در سازمان بورس هم می‌تواند از نتایج این پژوهش جهت کنترل صنعت بانکی در بورس استفاده کند.
۷. همچنین پیشنهاد می‌شود برای مطالعات آتی، بر روی تمام نهادهای مالی فعال در ایران نظیر، بانک، بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری تمرکز شود و کل سیستم مالی کشور از نظر ریسک سیستمی مورد بررسی قرار گیرد.

## منابع

- ابریشمی، حمید؛ مهرآرا، محسن و محمد رحمانی (۱۳۹۸). "اندازه‌گیری و تحلیل ریسک سیستمی در بخش بانکداری ایران و بررسی عوامل مؤثر بر آن". *مجله‌سازی اقتصادسنجی*، ۴(۳)، صص ۳۶-۱۱.
- رحیمی باغی، علی؛ عرب صالحی نصرآبادی، مهدی و محمد واعظ برزانی (۱۳۹۷). "ارزیابی ریسک سیستمی در نظام مالی کشور با استفاده از روش شبکه علیت گرنجر". *تحقیقات مالی*، ۲۱(۱)، صص ۱۲۱-۴۲.

رحیمی باغی، علی؛ عرب صالحی نصرآبادی، مهدی و محمد واعظ برزانی (۱۳۹۸). "ارزیابی ریسک سیستمی در خرده‌نظام‌های مالی کشور با استفاده از روش گرنجر غیرخطی". مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۷(۲)، صص ۸۰-۵۹.

تهرانی، رضا؛ سراج، مصطفی؛ فروش باستانی، علی و سعید فلاح‌پور (۱۳۹۹). "ارزیابی اثر ریسک سیستمی بخش بانکی بر عملکرد اقتصاد کلان ایران". تحقیقات مالی، ۲۲(۳)، صص ۳۱۹-۲۹۷.

دانش جعفری، داود؛ محمدی، تیمور؛ بت‌شکن، محمدحاشم و حام پاشازاده (۱۳۹۶). "بررسی ریسک سیستمیک بانک‌های منتخب نظام بانکی در ایران با استفاده از روش همبستگی شرطی پویا (DCC)". فصلنامه پژوهش‌های پولی-بانکی، ۱۰(۳۳)، صص ۴۵۷-۸۰.

رادفر، محمدرضا؛ کریمخانی، مسعود و منصوره علیقلی (۱۳۹۹). "بررسی رابطه اندازه بانک و سرمایه با ریسک سیستمی در بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". راهبرد مدیریت مالی، ۸(۱)، صص ۱۶۳-۷۶.

زنگنه، طیبه؛ رستگار، محمدعلی؛ چاوشی، سیدکاظم و میرفیض فلاح شمس (۱۳۹۹). "ارزیابی ریسک سیستمی نظام بانکی از طریق مدل‌سازی توپولوژی شبکه بازار بین بانکی". دانش سرمایه‌گذاری، ۹(۳۵)، صص ۴۸-۲۱.

شاکری، عبدالرضا؛ خسروی پور، نگار و سیده محبوبه جعفری (۱۳۹۹). "برآورد ریسک سیستمی نظام بانکی با استفاده از سنج‌های MSE و CoVAR". راهبرد مدیریت مالی، ۸(۳۱)، صص ۲۳۵-۲۵۶.

شریف صادقی، سید جلال؛ سوری، علی و علی استادهاشمی (۱۳۹۷). "مدلسازی و برآورد ریسک سیستم بانکی در قالب یک مدل شبکه‌ای با استفاده از سنج CoVAR". فصلنامه پژوهش‌های پولی-بانکی، ۱۱(۳۶) ۷ صص ۲۱۰-۱۸۳.

صمد، حکمتی فرید؛ رضازاده، علی و علی مالک (۱۳۹۷). "برآورد ریسک سیستمی در بخش‌های مالی اقتصاد ایران (رهیافت ارزش در معرض ریسک شرطی تفاضلی)". مدل‌سازی اقتصادی، ۱۲(۴۳)، صص ۱۲۲-۹۹.

فدائی واحد، میثم؛ دهقان دهنوی، محمدعلی؛ دیواندری، علی و میثم امیری (۱۳۹۹). "بررسی تأثیر شاخص‌های ریسک و رقابتی بانک‌ها بر ریسک سیستمی با رویکرد ریزش مورد انتظار نهایی (MES) با استفاده از مدل GMM". دانش سرمایه‌گذاری، ۹(۳۶)، صص ۳۱۷-۳۴.

فرزین‌وش، اسدالله؛ الهی، ناصر؛ گیلانی‌پور، جواد و غدیر مهدوی (۱۳۹۶). "ارزیابی ریسک سیستمی در شبکه بانکی ایران توسط معیار تغییرات ارزش در معرض خطر شرطی". *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۸(۳۳)، صص ۲۸۱-۲۶۵.

- Acemoglu D., Ozdaglar A. and A. Tahbaz-Salehi** (2015). "Systemic risk and stability in financial networks". *American Economic Review*, 105(2), pp. 564-608.
- Acharya V., Engle R. and M. Richardson** (2012). "Capital Shortfall: A new approach to ranking and regulating systemic risks". *American Economic Review*, 102(3), pp.59-64.
- Acharya V.V. Pedersen L.H., Philippon T. and M. Richardson** (2017). "Measuring systemic risk". *The Review of Financial Studies*, 30(1), pp. 2-47.
- Ahern K.R. and J. Harford** (2014). "The Importance of Industry links in Merger Waves". *The Journal of Finance*, 69(2), pp. 527-576.
- Anginer D., Demircuc-Kunt A. and M. Zhu** (2014). "How does Competition affect bank systemic risk?". *Journal of Financial Intermediation*, 23(1), 1-26.
- Benoit S., Colletaz G., Hurlin C. and C. Pérignon** (2013). "A Theoretical and Empirical Comparison of Systemic risk measures". *HEC Paris Research Paper*, No. FIN-2014-1030.
- Benoit S., Colliard J. E., Hurlin C. and C. Pérignon** (2017). "Where the risks lie: A survey on systemic risk". *Review of Finance*, 21(1), pp. 109-152.
- Billio M., Getmansky M., Lo A.W. and L. Pelizzon** (2010). "Econometric Measures of Systemic risk in the Finance and Insurance Sectors". *National Bureau of Economic Research*.
- Billio M., Getmansky M., Lo A.W. and L. Pelizzon** (2012). "Econometric measures of Connectedness and Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors". *Journal of Financial Economics*, 104(3), pp. 535-559.
- Bisias D., Flood M., Lo A.W. and S. Valavanis** (2012). "A Survey of Systemic Risk Analytics". *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 4(1), pp. 255-296.
- Brownlees C. and R.F. Engle** (2017). "SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk". *The Review of Financial Studies*, 30(1), pp. 48-79.
- de Mendonça H.F. and R.B. da Silva** (2018). "Effect of Banking and macroeconomic variables on systemic risk: An application of  $\Delta$ COVAR for an emerging economy". *The North American Journal of Economics and Finance*, No. 43, pp. 141-157.
- Deev O. and S. Lyócsa** (2020). *Connectedness of financial institutions in Europe: A network approach across quantiles*. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, No. 550, 124035.
- Derbali A.** (2017). "Systemic risk in the Chinese financial system: Measuring and ranking". *The Chinese Economy*, 50(1), 34-58.
- Derbali A., Hallara S. and A. Sy** (2015). "Systemic risk of the Greek Financial Institutions: Application of the SRISK model". *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 4(1), pp. 7-28.
- Diebold F.X. and K. Yilmaz** (2014). "On the network topology of variance decompositions: Measuring the connectedness of financial firms". *Journal of Econometrics*, 182(1), pp. 119-134.

- Drehmann M. and N.A. Tarashev** (2011). Systemic Importance: some simple Indicators. *BIS Quarterly Review*, March.
- Foglia M. and E. Angelini** (2020). "From me to you: Measuring connectedness between Eurozone financial institutions". *Research in International Business and Finance*.
- Hautsch N., Schaumburg J. and M. Schienle** (2015). "Financial network systemic risk contributions". *Review of Finance*, 19(2), pp. 685-738.
- Huang X., Zhou H. and H. Zhu** (2009). "A framework for assessing the systemic risk of major financial institutions". *Journal of Banking & Finance*, 33(11), pp. 2036-2049.
- Huang W.Q., Zhuang X.T., Yao S. and S. Uryasev** (2016). "A Financial Network Perspective of Financial Institutions' systemic risk Contributions". *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, No. 456, pp. 183-196.
- Im K.S., Pesaran M.H. and Y. Shin** (2003). "Testing for unit roots in heterogeneous panels". *Journal of Econometrics*, 115(1), pp. 53-74.
- Ji Q. and Y. Fan** (2016). "Evolution of the world crude oil market integration: a graph theory analysis". *Energy Economics*, No. 53, pp. 90-100.
- Jiang Y., Jiang C., Nie H. and B. Mo** (2019). "The time-varying linkages between global oil market and China's commodity sectors: Evidence from DCC-GJR-GARCH analyses". *Energy*, No. 166, pp. 577-586.
- Jiang Y., Nie H. and J.Y. Monginsidi** (2017). "Co-movement of ASEAN stock markets: New evidence from wavelet and VMD-based copula tests". *Economic Modelling*, No. 64, pp. 384-398.
- Karimalis E.N. and N.K. Nomikos** (2018). "Measuring systemic risk in the European banking sector: a copula CoVaR approach". *The European Journal of Finance*, 24(11), pp. 944-975.
- Maddala G.S. and S. Wu** (1999). "A Comparative Study of unit root tests with panel data and a new simple test". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61(S1), pp.631-652.
- Mantegna R.N.** (1999). "Hierarchical Structure in Financial Markets". *The European Physical Journal B-Condensed Matter and Complex Systems*, 11(1), pp. 193-197.
- Marti G., Nielsen F., Bińkowski M. and P. Donnat** (2017). *A Review of two decades of Correlations, hierarchies, networks and clustering in financial markets*. ArXiv Preprint ArXiv.
- Mistrulli P.E.** (2011). "Assessing Financial Contagion in the Interbank market: Maximum entropy versus observed interbank lending patterns". *Journal of Banking & Finance*, 35(5), pp. 1114-1127.
- Prim R.C.** (1957). "Shortest connection networks and some generalizations". *The Bell System Technical Journal*, 36(6), pp. 1389-1401.
- Sensoy A. and B.M. Tabak** (2014). "Dynamic spanning trees in stock market networks: The case of Asia-Pacific". *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, No.414, pp. 387-402.
- Singhal S. and S. Ghosh** (2016). *Returns and volatility linkages between international crude oil price, metal and other stock indices in India: evidence from VAR-DCC-GARCH models*. *Resources Policy*, No. 50, pp. 276-288.
- Tobias A. and M.K. Brunnermeier** (2016). "CoVaR". *The American Economic Review*, 106(7), 1705.



- Torri G., Giacometti R. and T. Tichy** (2020). *Network Tail Risk Estimation in the European Banking System*. Available at SSRN 3724390.
- Tsay R. S.** (2005). "Analysis of Financial time series". John wiley & sons. Vol. 543.
- Wang G.J., Jiang Z.Q., Lin M., Xie C. and H.E. Stanley** (2018). "Interconnectedness and systemic risk of China's Financial Institutions". *Emerging Markets Review*, No. 35, pp.1-18.
- Wang G.J., Xie C., Zhao L. and Z.Q. Jiang** (2018). "Volatility connectedness in the Chinese banking system: Do state-owned commercial banks contribute more?". *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, No. 57, pp. 205-230.
- Xu Q., Chen L., Jiang C. and J. Yuan** (2018). "Measuring systemic risk of the banking industry in China: A DCC-MIDAS-t approach". *Pacific-Basin Finance Journal*, No. 51, pp. 13-31.
- Zhang Z., Zhang D., Wu F. and Q. Ji** (2020). "Systemic risk in the Chinese financial system: A copula-based network approach". *International Journal of Finance & Economics*.
- Zhou H., Liu W. and L. Wang** (2020). "Systemic Risk of China's Financial System (2007-2018): A Comparison between  $\Delta$  CoVaR, MES and SRISK across Banks, Insurance and Securities Firms". *The Chinese Economy*, 53(3), pp. 221-245.

## پیوست

جدول ۶. مفهوم نمادهای به کار برده شده در مقاله.

نام بانک	دی	ملت	پارسیان	پاسارگاد	صادرات	تجارت	کارآفرین	اقتصاد نوین	سینا
نماد انگلیسی	DAY	MEL	PAR	PAS	SAD	TEJ	KAR	NOV	SIN