

محاسبه ارزش در معرض خطر برای شاخص‌های عمده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش پارامتریک

اصغر شاهمرادی

استادیار اقتصاد، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

محمد زنگنه

دانشجوی دوره دکترای اقتصاد، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

تاریخ دریافت: ۱۳۸۵/۹/۱۱ تاریخ تصویب: ۱۳۸۶/۵/۱۳

چکیده

در این مقاله، با استفاده از چهار مدل از نوع مدل‌های GARCH ارزش در معرض خطر (VaR) برای ۵ شاخص عمده بورس اوراق بهادار تهران که واریانس ناهمسانی شرطی در آن‌ها مشاهده می‌شود، برآورد می‌گردد. با توجه به این که پهن بوده دنباله توزیع احتمال داده‌ها (که یک ویژگی آشکار شده داده‌های مالی به‌شمار می‌رود) در مورد شاخص‌های مورد بررسی تأیید می‌شود، مدل‌ها فرض توزیع t نیز برآورد می‌شوند. نتایج حاکی از آن است که این گروه مدل‌ها رفتار میانگین و واریانس داده‌ها را به نحوه مطلوبی توضیح می‌دهند، و فرض توزیع t بهبودی در نتایج برآوردها ایجاد نمی‌کند. در برآورد ارزش در معرض خطر، نتایج به‌دست آمده بیانگر اهمیت توجه به پهن بودن دنباله توزیع داده‌هاست؛ ضمن این که مدل ریسک‌سنجی حساسیت کم‌تری نسبت به نوع تابع توزیع احتمال دارد. در مجموع شاخص‌های قیمت و بازده نقدی، صنعت و ۵۰ شرکت فعال‌تر، نسبت به شاخص‌های دیگر ارزش در معرض خطر کم‌تری دارند.

طبقه‌بندی JEL : H26

کلید واژه‌ها: ارزش در معرض خطر، مدل‌های خودرگرسیون واریانس ناهمسانی تعمیم یافته، مدل ریسک‌سنجی، ریسک بازار.

مقدمه

مؤسساتی که به فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری می‌پردازند، به‌طور عمده با چهار نوع ریسک مواجه‌اند: ریسک اعتباری؛ که به ناتوانی طرف دیگر تجاری در ایفای تعهداتش مربوط می‌شود. ریسک عملیاتی؛ زیان بالقوه است، که از طریق بروز خطا یا

تقلب در تسویه قراردادها و مبادله اسناد ایجاد می‌شود. ریسک نقدینگی؛ زمانی بروز می‌کند که مؤسسه برای نیازهای فوری خود نقدینگی کافی در اختیار ندارد. ریسک بازار؛ عدم اطمینان در مورد بازدهی آتی سبد دارایی‌ها، در نتیجه تغییر در شرایط بازار است.

ریسک بازار، شامل اثر تغییرات بازار بر ارزش سبد دارایی‌ها است و لذا برای مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری از اهمیت فراوانی برخوردار است. معیاری که هم‌اکنون برای اندازه‌گیری این ریسک بین تحلیل‌گران و مؤسسات مالی متداول است، معیار ارزش در معرض خطر^۱ یا VaR است. این معیار حداقل کاهش در ارزش (زیان) یک سبد دارایی با یک احتمال کوچک α طی یک دوره زمانی (معمولاً ۱ روز) را نشان می‌دهد. به‌عنوان مثال اگر ارزش در معرض خطر یک روزه یک سبد دارایی در سطح $\alpha = 0.05$ ، برابر با ۱۰ میلیون ریال باشد، به این معنی است که انتظار می‌رود که در هر ۲۰ روز به‌طور متوسط ۱ روز زیان سبد دارایی بیش از ۱۰ میلیون ریال باشد. همچنین این معیار را می‌توان به‌صورت حداکثر کاهش در ارزش (زیان) یک سبد دارایی با احتمال $1 - \alpha$ طی یک دوره زمانی (معمولاً ۱ روزه) بیان کرد. با این تعریف در مثال فوق، برای $1 - \alpha = 0.95$ ، انتظار می‌رود که در هر ۲۰ روز، به‌طور متوسط در ۱۹ روز زیان سبد کم‌تر از ۱۰ میلیون ریال شود. بنابراین ارزش در معرض خطر با رابطه زیر تعریف می‌شود:

$$p(\Pi_t - \Pi_{t-1} \leq VaR(t, k, \alpha)) = p(r_t \leq VaR(t, k, \alpha)) = 1 - \alpha \quad (1)$$

در این رابطه، Π_t (معمولاً لگاریتم) ارزش سبد دارایی در دوره t ، k دوره زمانی‌ای که ارزش در معرض خطر برای آن محاسبه می‌شود، و α سطح احتمال است. یکی از دلایل اصلی مقبولیت معیار ارزش در معرض خطر، سادگی مفهوم و تفسیر آن است. با این معیار، ریسک بازار سبد دارایی‌های یک مؤسسه مالی در یک عدد و یک سطح احتمال خلاصه می‌شود.

معیار ارزش در معرض خطر برای نهادهای نظارتی بر بازار سرمایه، در تعیین سطوح سرمایه مورد نیاز برای مؤسسات مالی نیز به‌کار می‌رود. با استفاده از این مدل‌ها حداقل موجودی سرمایه برای مؤسساتی که دارایی‌هایشان ترکیبی از دارایی‌های مالی (سهام،

1-Value at Risk.

اوراق قرضه و اوراق مشتقه) را شامل می‌شود، از طریق محاسبه ارزش در معرض خطر پرتفولیوی دارایی‌های این مؤسسات برای یک دوره زمانی خاص، تعیین می‌شود. برخلاف مفهوم ساده و قابل درک ارزش در معرض خطر، محاسبه آن با دشواری‌های فراوانی روبروست. محاسبه ارزش در معرض خطر، از نظر آماری به معنی یافتن مقدار بحرانی برای سطح احتمال مورد نظر α است. با توجه به این واقعیت که توزیع احتمال بازدهی در طول زمان ثابت نیست، مشکلاتی در محاسبه ارزش در معرض خطر به وجود می‌آید. روش‌های متعددی برای محاسبه ارزش در معرض خطر ارائه شده است که آن‌ها را می‌توان در چهار گروه کلی: روش‌های پارامتریک (مدل‌های اقتصادسنجی)، روش‌های ناپارامتریک (شبیه‌سازی تاریخی)^۱، روش‌های شبه پارامتریک و روش شبیه‌سازی مونت کارلو، دسته‌بندی کرد. به عنوان نمونه، منگلی و انگل (۲۰۰۱) و هندریکس (۱۹۹۶)، مبانی نظری و عملکرد تجربی این روش‌ها را بررسی کرده‌اند. پاگان و شورتنز (۱۹۹۰) نیز عملکرد روش‌های پارامتریک را در ارتباط با روش‌های ناپارامتریک مطالعه می‌کنند. هر یک از این روش‌ها، به دنبال توضیح دادن برخی یا تمامی وقایع آشکار شده بازارهای مالی‌اند. دو ویژگی بسیار مهم بازارهای مالی که توجه بسیاری از تحلیل‌گران این بازارها را به خود معطوف داشته، واریانس ناهمسانی شرطی شوک‌های بازدهی و دنباله‌های پهن توزیع احتمال آنهاست (چانگ و همکاران (۲۰۰۵)).

در این مقاله، بر رویکرد پارامتریک یا اقتصادسنجی برای محاسبه ارزش در معرض خطر تمرکز می‌شود. این گروه از مدل‌ها، ابتدا توسط انگل (۱۹۸۲) معرفی شدند و به مدل‌های واریانس ناهمسانی شرطی خودرگرسیون شهرت یافتند. بلسلف (۱۹۸۶)، مدل انگل را تعمیم داد و گروهی از مدل‌ها را که به مدل‌های تعمیم یافته خودرگرسیون واریانس ناهمسان (GARCH)^۲ شهرت یافتند، ارائه کرد. از آن پس، این مدل‌ها با تأکید بر ویژگی‌های مختلف داده‌های مالی گسترش یافتند، که از آن جمله می‌توان به مدل‌های IGARCH^۳، EGARCH^۴، FGARCH^۵ اشاره کرد. در سال ۱۹۹۴، گروه ریسک متریکس^۶، مدلی تحت عنوان ریسک‌سنجی (ریسک متریکس) ارائه کردند، که

-
- 1- historical simulation.
 - 2- Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedastic.
 - 3- Integrated GARCH.
 - 4- Exponential GARCH.
 - 5- Fractional GARCH.
 - 6- RiskMetrics.

علی‌رغم سادگی، نتایج قابل قبولی را فراهم می‌کند و هم‌اکنون نیز به‌عنوان شاخصی برای ارزیابی ریسک بازار پذیرفته شده است. پافکا و کندر (۲۰۰۱)، عملکرد مدل ریسک‌سنجی را در برآورد/ارزش در معرض خطر، بررسی کردند. سو و یو (۲۰۰۶)، عملکرد ۷ مدل نوع GARCH را در محاسبه ارزش در معرض خطر ارزیابی می‌کنند. برخی دیگر از مطالعاتی که از مدل‌های پارامتریک برای برآورد ارزش در معرض خطر استفاده کرده‌اند، عبارتند از: چانگ و همکاران (۲۰۰۵)، پوجارلف و پلاسک (۲۰۰۰)، هندریکس (۱۹۹۶). هم‌چنین گیوت و لورنت (۲۰۰۲)، مدل‌های نوع GARCH را برای بورس‌های کالایی به‌کار بردند.

با وجود گسترش چشم‌گیر این مدل‌ها و استفاده روز افزون از آن‌ها در بازارهای مالی دنیا، در ایران این مدل‌ها در بررسی ریسک بازار مورد توجه قرار نگرفته‌اند. در این مقاله، از روش پارامتریک با تصریح چهار مدل نوع GARCH، برای ۵ شاخص بورس اوراق بهادار: شاخص کل، شاخص وزنی، شاخص صنعت، شاخص قیمت و بازده نقدی و شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر استفاده شده و عملکرد آن‌ها در مدل‌سازی هم‌زمان میانگین و واریانس بازدهی و برآورد مقادیر ارزش در معرض خطر، بررسی می‌شود. مطالعات متعددی حاکی از عملکرد مطلوب روش پارامتریک در توضیح ویژگی‌های داده‌های مالی‌اند، از جمله سو و یو (۲۰۰۶)، گیوت و لورنت (۲۰۰۴)، چانگ و همکاران (۲۰۰۵)، پوجارلف و پلاسک (۲۰۰۰)، هندریکس (۱۹۹۶). هم‌چنین پاگان و شوارتز (۱۹۹۰)، نشان می‌دهند که روش‌های پارامتریک در برآوردهای خارج از نمونه، عملکرد بهتری را نسبت به روش‌های غیر پارامتریک دارند. با توجه به پدیده پهن بودن دنباله‌های توزیع شوک‌های بازدهی (که در شاخص‌های مورد بررسی نیز تأیید می‌شوند)، علاوه بر فرض توزیع نرمال (که ادبیات متداول است)، مدل‌ها با فرض توزیع t نیز برآورد می‌شوند.

در ادامه، پس از مرور مبانی روش پارامتریک و مدل‌های واریانس ناهمسانی شرطی خود رگرسیون (ARCH) و واریانس ناهمسانی شرطی خود رگرسیونی تعمیم یافته (GARCH)، مدل‌های مورد استفاده در این مقاله، ارائه می‌شوند. در قسمت سوم، داده‌ها و ویژگی‌های آماری آن‌ها بررسی می‌شوند. روش‌های مورد استفاده در برآورد مدل‌ها، در قسمت چهارم تشریح و در قسمت پنجم نتایج برآوردها ارائه می‌شوند. برآورد ارزش در معرض خطر در قسمت ششم ارائه و در قسمت پایانی مهم‌ترین یافته‌ها مرور می‌شوند.

۱- روش پارامتریک محاسبه ارزش در معرض خطر

در رویکرد پارامتریک، روش‌های اقتصادسنجی برای مدل‌سازی هم‌زمان میانگین و نوسانات بازدهی مالی، استفاده و مقادیر میانگین و واریانس شرطی^۱ داده‌ها پیش‌بینی می‌شوند. از مقادیر پیش‌بینی شده، به‌طور مستقیم می‌توان مقادیر بحرانی و با استفاده از آن‌ها، ارزش در معرض خطر را محاسبه کرد. در این مدل‌ها، فرض می‌شود که بازده از فرایند زیر پیروی کند:

$$r_t = \mu_t + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim D(0, \sigma_t^2) \quad (2)$$

که میانگین شرطی بازدهی، مشروط به اطلاعات موجود تا دوره $t-1$ $(E_{t-1}(r_t) = \mu_{t-1})$ و ε_t ، شوک بازدهی در دوره t است. بنابراین، واریانس بازدهی برابر خواهد بود با:

$$\text{var}_{t-1}(r_t) = E[(r_t - \mu_t)^2] = E_{t-1}(\varepsilon_t^2) = \sigma_t^2$$

هم‌چنین، فرض می‌شود که ε_t از فرایند زیر تبعیت می‌کند:

$$\varepsilon_t = \sigma_t v_t \quad v_t \sim \text{iid}(0, 1) \quad (3)$$

بنابراین؛ $\text{var}_{t-1}(\varepsilon_t) = \sigma_t^2$ وابسته به زمان است. برای توضیح رفتار میانگین و واریانس شرطی در طول زمان، معادلاتی برای میانگین و واریانس به شرح زیر تصریح می‌شوند:

۱-۱- معادله میانگین^۲

برای تصریح و برآورد معادله میانگین، از روش‌های معمول سری‌های زمانی، مدل‌های ARMA استفاده می‌شود. فرم کلی معادله میانگین عبارتست از:

$$r_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_i r_{t-i} + \varepsilon_t - \sum_{j=1}^n b_j \varepsilon_{t-j} \quad (4)$$

انتخاب مدل با معیارهای معمول در مدل‌های ARMA انجام می‌گیرد. یکی از ویژگی‌هایی که به‌طور خاص در مدل‌سازی نوسانات از اهمیت برخوردار است، این است که همبستگی بین مقادیر باقیمانده معادله میانگین برداشته شود.

1- conditional.

2- mean equation.

۱-۲- معادله نوسانات^۱

در مدل‌های سنتی سری‌های زمانی، فرض بر این است که واریانس شرطی (و همین‌طور واریانس غیرشرطی) جمله‌ی اخلاص ثابت است. این فرض با یافته‌های تجربی بازارهای مالی سازگار نیست. اگرچه نوسانات در بازارهای مالی به‌طور مستقیم قابل مشاهده نیستند، ولی یافته‌های تجربی حاکی از وجود برخی ویژگی‌ها در آن‌ها است. یکی از مهم‌ترین این ویژگی‌ها، وجود رفتار خوشه‌ای در نوسانات است، به این معنی که نوسانات در برخی دوره‌ها زیاد و در برخی دوره‌ها کم است. روش مورد استفاده هنگامی که در واریانس غیرشرطی ناهمسانی وجود دارد، روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) است. انگل در سال ۱۹۸۲ مدل‌های واریانس ناهمسانی شرطی^۲ را به‌عنوان روش برآورد، زمانی که ناهمسانی در واریانس غیرشرطی وجود دارد، معرفی کرد، که در آن‌ها گشتاور مرتبه دوم بازده نیز در کنار معادله میانگین، مدل‌سازی می‌شود.^۳

مدل‌های خود رگرسیونی واریانس ناهمسان (ARCH)

این گروه از مدل‌ها توسط انگل (۱۹۸۲) ارائه شد و اولین گروه مدل‌ها برای برآورد واریانس شرطی بازدهی محسوب می‌شوند. ایده اساسی این مدل‌ها، این است که شوک‌های بازدهی، ε_t ها همبستگی سریالی ندارند، ولی به‌طور غیرخطی به یکدیگر وابسته‌اند که این وابستگی را می‌توان با یک تابع درجه دوم بیان کرد. بدین ترتیب؛

$$\varepsilon_t = \sigma_t v_t \quad v_t \sim iid(0,1) \quad (5)$$

$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \dots + \alpha_q \varepsilon_{t-q}^2$
برای اطمینان از این که واریانس غیرشرطی نامحدود نمی‌شود، ضرایب شوک‌ها، α_i ها (که ضرایب ARCH نیز نامیده می‌شوند) باید شرایط خاصی را تأمین کنند؛ برای $\alpha_k \geq 0, \alpha_0 > 0$ برای $k \geq 1$. این فرایند با ARCH(q) نشان داده می‌شود و می‌تواند پدیده نوسانات خوشه‌ای را به‌خوبی توضیح دهد. بدین ترتیب که هرچه مقادیر شوک‌های

1- Volatility equation.

2- Conditional heteroskedastic models.

۳- روش‌های معمول برای آزمون واریانس ناهمسانی شرطی جملات اخلاص، آزمون انگل و آزمون Q لیونگ-باکس برای مربع باقیمانده‌های معادله میانگین است. آزمون Q لیونگ-باکس که در این مقاله مورد استفاده قرار گرفته است، در پیوست ۱ ارائه شده است.

گذشته $\{\varepsilon_{t-k}\}_{k=1}^q$ بزرگ‌تر باشند، واریانس شوک دوره فعلی افزایش یافته و احتمال این را که شوک دوره فعلی مقدار بزرگ‌تری باشد، افزایش می‌دهد.

مدل‌های تعمیم یافته خود رگرسیون واریانس ناهمسانی (GARCH)

یکی از نقاط ضعف مدل‌های ARCH، این است که یک مدل قابل قبول به‌طور معمول نیازمند برآورد تعداد زیادی پارامتر است. علاوه بر آن، برای جلوگیری از منفی شدن مقادیر برآورد شده واریانس، نیاز است که ساختار خاص و از پیش تعیین شده‌ای بر مدل اعمال شود. برای رفع این مشکلات، بلسلف (۱۹۸۶)، گروه دیگری از مدل‌ها را با تعمیم مدل ARCH ارائه کرد. در این مدل‌ها، نوسانات به شکل زیر مدل‌سازی می‌شوند، در حالی که فرم کلی معادله میانگین تغییری نمی‌کند:

$$\varepsilon_t = \sigma_t v_t \quad v_t \sim iid(0,1)$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{k=1}^q \alpha_k \varepsilon_{t-k}^2 + \sum_{h=1}^q \gamma_h \sigma_{t-h}^2 \quad (6)$$

در این رابطه، γ_h ها را ضرایب GARCH می‌نامند. هم‌چنین، $\alpha_k \geq 0$ ، $\alpha_0 > 0$ برای $k \geq 1$ و $\beta_h \geq 0$ برای $h \geq 1$. براساس مدل عمومی GARCH، مدل‌های متعددی ارائه شده‌اند که هر یک بر ویژگی خاصی از داده‌های مالی تأکید می‌کنند.

به‌طور خلاصه، روش پارامتریک شامل مراحل زیر می‌شود:

- ۱- تصریح و برآورد معادله میانگین و آزمون وجود وابستگی بین مربع باقیمانده‌ها (یا آزمون وجود اثر ARCH)،
- ۲- برآورد هم‌زمان معادلات میانگین و نوسانات، ارزیابی مدل و تعیین مناسب‌ترین مدل،
- ۳- محاسبه ارزش در معرض خطر،

۲- چهار مدل نوع GARCH

در این مقاله، چهار مدل نوع GARCH برای محاسبه ارزش در معرض خطر برآورد می‌شوند. این کار با هدف مقایسه عملکرد برخی مدل‌های نوع GARCH در توضیح رفتار میانگین و واریانس و ارزش در معرض خطر بازدهی ۵ شاخص بورس اوراق بهادار

انجام می‌شود. بدین ترتیب، حساسیت نتایج و مقادیر ارزش در معرض خطر نسبت به تصریح مدل بررسی می‌شود.

۲-۱- مدل GARCH(p,q)

فرم کلی این مدل، همان مدل عمومی GARCH است، که از روابط (۲)، (۴) و (۶) برای برآورد هم‌زمان بازدهی و نوسانات استفاده می‌کند:

$$r_t = \mu_t + \varepsilon_t = \varepsilon_t \sim D(0, \sigma_t^2) \quad (7)$$

$$\mu_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_i r_{t-i} - \sum_{j=1}^m b_j \varepsilon_{t-j}$$

$$\varepsilon_t = \sigma_t v_t \quad v_t \sim iid(0,1)$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{k=1}^q \alpha_k \varepsilon_{t-k}^2 + \sum_{h=1}^q \gamma_h \sigma_{t-h}^2$$

در برآورد این مدل، بهترین وقفه‌ها به‌طور هم‌زمان در معادلات میانگین و نوسانات تعیین شده و اثر همبستگی‌های مرتبه بالاتر در مدل وارد می‌شوند. این موضوع، به‌خصوص در داده‌هایی که اثر شوک‌های میانگین و واریانس در آن‌ها ماناست، اهمیت بیشتری می‌یابد.

۲-۲- مدل GARCH(1,1)

این مدل حالت خاصی از مدل عمومی GARCH است، که در آن p و q برابر یک در نظر گرفته می‌شوند. یافته‌ها حاکی از آن است که این مدل در بسیاری از سری‌های زمانی مالی نتایج قابل قبولی را ارائه می‌کند (سو و یو (۲۰۰۶)). بنابراین، مدل زیر که به‌عنوان یک حالت خاص از مدل قبل برآورد می‌شود، در مقایسه با نتایج مدل GARCH(p,q)، امکان مشاهده اثر حذف وقفه‌های بالاتر (در مورد شاخص‌هایی که بر اساس مدل قبل شامل بیشتر از یک وقفه‌اند) را فراهم می‌کند:

$$\varepsilon_t = \sigma_t v_t \quad v_t \sim iid(0,1) \quad (8)$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \gamma \sigma_{t-1}^2$$

۲-۳- مدل IGARCH(۱.۱)

نتایج تجربی به دست آمده از مدل‌های GARCH، حاکی از این است که در بسیاری از موارد مجموع ضرایب α_k و γ_h ($h = 1, \dots, p$ و $k = 1, \dots, q$)، تقریباً برابر ۱ است. لذا در مدل‌های IGARCH، قید زیر بر ضرایب تحمیل می‌شود:

$$\sum_{k=1}^q \alpha_k + \sum_{h=1}^p \gamma_h = 1$$

IGARCH(1,1) حالت خاصی از این مدل‌هاست که در بسیاری از مطالعات مورد استفاده قرار گرفته و خواص خوبی را از خود نشان داده‌اند (به‌عنوان مثال سو و یو (۲۰۰۶)). فرم معادله واریانس در این مدل به شرح زیر است:

$$\begin{aligned} \varepsilon_t &= \sigma_t v_t \quad v_t \sim \text{iid}(0,1) \\ \sigma_t^2 &= \alpha_0 + \theta \varepsilon_{t-1}^2 + (1-\theta) \sigma_{t-1}^2 \end{aligned} \quad (9)$$

۲-۴- مدل ریسک‌سنجی (RiskMetrics)

در مدل ریسک‌سنجی، از میانگین متحرک نمایی (با وزن‌های نمایی) برای پیش‌بینی واریانس استفاده می‌شود. این مدل در عین سادگی ویژگی‌های مطلوبی دارد و مورد استقبال تحلیل‌گران مالی قرار گرفته است و به‌عنوان یک مدل استاندارد به کار می‌رود. در این مدل، واریانس بازدهی نسبت به شوک‌هایی که در بازار اتفاق می‌افتند، سریع‌تر پاسخ می‌دهد، چراکه به شوک‌های جدید وزن‌های بیشتری داده می‌شود. هم‌چنین، بعد از وقوع شوک، بی‌ثباتی به‌صورت نمایی کاهش می‌یابد. در این مدل، واریانس به شکل زیر مدل‌سازی می‌شود:

$$\sigma_t^2 = (1-\lambda) \sum_{i=1}^{\infty} \lambda^i \varepsilon_{t-i}^2 = \lambda \sigma_{t-1}^2 + (1-\lambda) \varepsilon_{t-1}^2 \quad 0 \leq \lambda \leq 1 \quad (10)$$

هر چه λ کوچک‌تر باشد، شوک‌های جدید اثر بیشتری بر واریانس خواهند داشت. بنابراین معادله واریانس مدل ریسک‌سنجی به شکل زیر بیان می‌شود:

$$\begin{aligned} \varepsilon_t &= \sigma_t v_t \quad v_t \sim \text{iid}(0,1) \\ \sigma_t^2 &= \lambda \varepsilon_{t-1}^2 + (1-\lambda) \sigma_{t-1}^2 \end{aligned} \quad (11)$$

در این مدل پیشنهاد می‌شود که برای داده‌های روزانه $\lambda = 0.94$ در نظر گرفته شود

(RiskMetrics Group, 1996). مطالعات تجربی مناسب بودن این مقدار را تأیید می‌کنند.

۳- توصیف آماری داده‌ها

داده‌های روزانه شش شاخص بورس اوراق بهادار شامل؛ شاخص کل (TEPIX)، شاخص وزنی و شاخص صنعت، شاخص قیمت و بازده نقدی (TEDPIX)، شاخص بازده نقدی (TEDIX) و شاخص پنجاه شرکت فعال تر طی دوره ۱۳۸۰/۱/۲۱ تا ۱۳۸۵/۵/۹، برای آزمون عملکرد مدل‌های ارزیابی شده در توضیح رفتار میانگین و نوسانات بازدهی و محاسبه ارزش در معرض خطر، استفاده می‌شوند. بدین ترتیب، برای هر یک از شاخص‌ها تعداد ۱۲۹۱ داده وجود دارد. بازدهی برای هر یک از این شاخص‌ها به صورت $r_t = \log \pi_t - \log \pi_{t-1}$ تعریف می‌شود (که π معرف مقدار شاخص است). ویژگی‌های آماری بازدهی شاخص‌ها در جدول (۱) ارائه شده‌اند. مشاهده می‌شود که بیشترین بازدهی مربوط به شاخص قیمت و بازده نقدی با میانگین ۰/۱۳ درصد و کمترین میانگین بازدهی مربوط به شاخص بازده نقدی با میانگین ۰/۰۴ درصد است. براساس انحراف معیار نمونه بازدهی شاخص‌ها، ملاحظه می‌شود که شاخص بازده نقدی کمترین ریسک و شاخص وزنی بیشترین ریسک را دارد. با کنار گذاشتن شاخص قیمت و بازده نقدی که بازدهی زیاد و ریسک به نسبت کمتری دارد، ارقام مربوط به بازدهی و ریسک درباره بقیه شاخص‌ها رابطه مثبت بین ریسک و بازدهی را نشان می‌دهند. تمامی شاخص‌ها چولگی مثبت دارند، که مقدار آن برای شاخص بازده نقدی در مقایسه با بقیه شاخص‌ها بسیار شدیدتر است. بررسی معیار کورتسیس^۱ یا کشیدگی، حاکی از این است که توزیع احتمال داده‌ها نسبت به توزیع نرمال کشیده‌تر و دنباله آن‌ها اندکی از توزیع نرمال پهن‌تر است. مقدار این معیار برای شاخص بازده نقدی نسبت به بقیه

۱- معیار کورتسیس، که معیار کشیدگی نیز نامیده می‌شود، برای توزیع نرمال معادل ۳ است. هرچه این معیار برای یک توزیع بزرگتر از ۳ باشد، این توزیع دنباله‌های پهن‌تری نسبت به توزیع نرمال دارد. این معیار برای نمونه با T مشاهده به شکل زیر محاسبه می‌شود:

$$K = \frac{\sum_{t=1}^T (r_t - \bar{r})^4}{(T-1)\hat{\sigma}_r^2}$$

شاخص‌ها بسیار بالاتر است. توابع چگالی احتمال تجربی این شاخص‌ها در نمودار ۱ در مقابل نمودار توزیع نرمال رسم شده که به خوبی کشیدگی بیشتر توابع توزیع احتمالی تجربی این شاخص و (به جز شاخص وزنی) پهن تر بودن دنباله‌های توزیع آن‌ها را نسبت به توزیع نرمال نشان می‌دهد. در نهایت، آزمون جارک-برا^۱، فرض نرمال بودن توزیع بازدهی شاخص‌ها را در تمامی موارد رد می‌کند. آماره آزمون جارکو-برا، دو معیار چولگی و کشیدگی را برای آزمون فرضیه نرمال بودن توزیع بازدهی‌ها تلفیق می‌کند. آماره این آزمون، که به طور مجانبی دارای توزیع چی-دو با ۲ درجه آزادی است، به شرح زیر است:

$$JB = \frac{S^2}{6/T} + \frac{(K-3)^2}{24/T}$$

S^2 ، معیار چولگی (نمونه‌ای) و K ، معیار کشیدگی (نمونه‌ای) است.

برای آزمون وجود خود همبستگی بین واریانس یا اثر ARCH در داده‌ها، از آزمون انگل (۱۹۸۲) با فرضیه صفر عدم وجود اثر ARCH استفاده می‌شود. در این آزمون، همبستگی بین شوک‌های بازدهی از طریق برآورد یک مدل خودرگرسیون برای مربع شوک‌ها و بررسی معنی‌داری این رگرسیون بررسی می‌شود. درحالی که بازدهی‌ها خودهمبستگی دارند، باید ابتدا معادله میانگین تصریح شود و سپس برای باقیمانده‌های معادله میانگین، آزمون انگل انجام شود. با توجه به این که بازده‌های تمامی شاخص‌ها همبستگی قابل توجهی با مرتبه‌های بالا از خود نشان می‌دهند، بهترین معادله میانگین بر اساس معیار آکائیک، با فرض این که بازدهی از یک فرایند $AR(m)$ تبعیت می‌کند، تصریح و برآورد شده، از رفع خود همبستگی بین باقیمانده‌ها اطمینان حاصل می‌شود و سپس برای مربع باقیمانده‌ها بهترین مدل $ARCH(q)$ برآورد می‌شود. بنابراین، با فرض این که μ_t بهترین معادله میانگین است، رابطه زیر برآورد می‌شود:

$$\hat{\varepsilon}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \hat{\varepsilon}_{t-1} + \dots + \alpha_m \hat{\varepsilon}_{t-m} \quad t = m+1, \dots, T$$

$$\hat{\varepsilon}_t = r_t - \mu_t$$

آماره آزمون انگل برای رگرسیون فوق، $T \times R^2$ است، که به طور مجانبی دارای توزیع چی-دو با m درجه آزادی است. نتایج آزمون انگل برای وجود اثر ARCH در

1- Jerque-Bra test.

جدول (۲) ارایه شده‌اند. ملاحظه می‌شود که به‌جز شاخص بازده نقدی، در بقیه شاخص‌ها اثر ARCH وجود دارد. برای بررسی اثر ARCH، می‌توان از آزمون Q لیونگ-باکس نیز استفاده کرد.

۴- روش براورد

برای براورد مدل‌ها، از روش حداکثر درست‌نمایی استفاده می‌شود. در تخمین مدل GARCH(p,q) و GARCH(1,1)، با فرض این که میانگین شرطی بازدهی از یک فرایند AR(m) تبعیت می‌کند، براساس معیار آکائیک، بهترین مدل برای شاخص‌ها تعیین می‌شود. نتایجی که از این دو مدل به‌دست می‌آید، حاکی از این است که میانگین بازدهی تمامی شاخص‌ها از یک فرایند AR(1) پیروی می‌کند، لذا در دو مدل بعدی، معادله میانگین به‌صورت یک فرایند AR(1) در نظر گرفته می‌شود. تمامی مدل‌ها، هم با فرض توزیع نرمال و هم با فرض توزیع t، براورد می‌شوند. با فرض این که شوک‌ها دارای توزیع نرمال‌اند، تابع درست‌نمایی عبارت خواهد بود از:

$$L = \sum_{t=\zeta}^T \left(-\frac{1}{2} \ln(2\pi) - \frac{1}{2} \ln(\sigma_t^2) - \frac{1}{2} \frac{\varepsilon_t^2}{\sigma_t^2} \right) \quad (12)$$

که ζ برابر تعداد مشاهداتی است که در فرایند براورد از دست می‌رود. در یک مدل با معادله میانگین AR(1) و معادله نوسانات GARCH(1,1)، ζ برابر ۲ خواهد بود. از آن‌جا که داده‌های بازدهی مالی به‌طور معمول دارای دنباله‌های پهن‌ترند، توزیع t می‌تواند ویژگی‌های آن‌ها را بهتر بیان کند. با توجه به این موضوع، انتظار می‌رود که مقدار ارزش در معرض خطر بر اساس توزیع نرمال، براورد صحیحی از ریسک سبد دارایی نباشد. بروز این مسأله در سطوح اطمینان $(1-\alpha)$ بیشتر، محتمل‌تر است. تابع حداکثر درست‌نمایی برای توزیع t به‌شکل زیر است:

$$L = -\sum_{t=\zeta}^T \left[\frac{\tau+1}{2} \ln \left(1 + \frac{\varepsilon_t^2}{(\tau-2)\sigma_t^2} \right) + \frac{1}{2} \ln(\sigma_t^2) \right] \quad (13)$$

τ ، درجات آزادی توزیع است، که از پیش تعیین شده و مقدار آن معمولاً بین ۳ تا ۶ در نظر گرفته می‌شود (Tsay, 2005, p. 108). برای براورد هم‌زمان τ ، از رابطه (۱۴) استفاده می‌شود:

$$\ell = L + (T - \zeta) \left(\ln(\Gamma(\frac{\tau+1}{2})) - \ln(\Gamma(\frac{\tau}{2})) - \frac{1}{2} \ln((\tau-2)\pi) \right) \quad (14)$$

که در این رابطه، $\Gamma(\cdot)$ ، تابع گاماست $(\Gamma(\theta) = \int_0^{\infty} y^{\theta-1} e^{-y} dy)$. در این مقاله در برآورد مدل‌ها با فرض توزیع t ، از رابطه (۱۵) استفاده می‌شود و درجات آزادی توزیع نیز به‌طور هم‌زمان برآورد می‌شوند.

۵- تخمین مدل‌ها

در این قسمت، مدل‌های ارایه شده با استفاده از داده‌های مربوط به ۵ شاخص بورس اوراق بهادار تهران که اثر ARCH در آن‌ها مشاهده شد، برآورد می‌شوند. تمامی مدل‌ها یک‌بار با فرض این که شوک‌ها دارای توزیع احتمال نرمال‌اند و یک‌بار با فرض این‌که از توزیع t تبعیت می‌کنند، برآورد می‌شوند.

۵-۱- مدل GARCH(p,q)

نتایج برآورد مدل GARCH(p,q) با فرض این‌که شوک‌ها از توزیع نرمال تبعیت می‌کنند، در جدول (۳) ارایه شده است. تعداد وقفه‌ها در این مدل‌ها براساس معیار آکائیک تعیین شده‌اند. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، معادله میانگین در تمامی موارد یک فرایند خود رگرسیونی از مرتبه اول است، که بیانگر وجود خودهمبستگی در بازدهی‌ها است. آماره آزمون Q لیونگ-باکس برای باقیمانده‌های معادله میانگین تا ۷ وقفه، $Q(7)$ ، در سطح ۵ درصد معنی‌دار نیست، که حاکی از مطلوب بودن نتایج برآورد است^۱. البته به‌جز شاخص قیمت و بازده نقدی، در بقیه شاخص‌ها همبستگی در وقفه‌های بالاتر مشاهده می‌شود. آزمون لیونگ-باکس برای مربع باقیمانده‌های معادله میانگین، حاکی از رفع اثر ARCH تا وقفه ۷ است. در شاخص‌های کل و صنعت همبستگی از مرتبه بالاتر هنوز وجود دارد.

۱- انتخاب تعداد وقفه در آزمون Q لیونگ باکس، می‌تواند عملکرد آن را تحت تأثیر قرار دهد. مطالعات شبیه‌سازی پیشنهاد می‌کنند که $m \approx \ln(T)$ نتایج مناسبی را ارایه می‌کند (تسی (۲۰۰۵) صفحه ۲۷).

نتایج برآوردها با فرض توزیع t در جدول (۴) ارائه شده است. معادله میانگین در تمامی شاخص‌ها همچنان خودرگرسیون مرتبه اول است، اما معادله واریانس نسبت به برآوردها با فرض نرمال بودن، کاملاً متفاوت بوده و در تمامی موارد (۱ و ۲) GARCH است. در شاخص وزنی، آزمون Q لیونگ-باکس حاکی از معنی‌دار بودن هم‌زمان خودهمبستگی‌ها تا وقفه ۷ است، اگرچه خودهمبستگی تا وقفه ۵ رفع می‌شود. نتایج شاخص قیمت و بازده نقدی به‌طور کلی مناسب نیست و آزمون Q لیونگ-باکس از وجود خودهمبستگی و اثر ARCH در باقیمانده‌ها حکایت دارد. ضرایب معادله میانگین نسبت به نتایج با فرض نرمال تغییر قابل توجهی را نشان نمی‌دهند (البته در شاخص وزنی این تغییر بیشتر است).

برلسلف (۱۹۸۶)، نشان می‌دهد که یک فرایند $GARCH(p,q)$ مانا است، اگر و تنها اگر، $\sum_{k=1}^q \alpha_k + \sum_{h=1}^p \gamma_h < 1$ باشد. نتایج برآوردها نشان می‌دهد که با فرض توزیع نرمال، در تمامی موارد این مجموع کم‌تر از یک است و در مورد شاخص صنعت به‌وضوح کم‌تر از بقیه شاخص‌ها است. اما با فرض توزیع t ، مجموع این ضرایب تقریباً برابر ۱ است.

۵-۲- مدل $GARCH(1,1)$

نتایج برآورد مدل‌های $GARCH(1,1)$ با فرض توزیع نرمال و t در جدول‌های (۵) و (۶) ارائه شده‌اند. آزمون Q لیونگ-باکس حاکی از مطلوب بودن نتایج برآورد در تمامی شاخص‌ها است. با فرض توزیع نرمال، مجموع ضرایب معادله نوسانات به‌جز در شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر، در بقیه شاخص‌ها نزدیک به ۱ است. مجموع این ضرایب برای شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر حدود ۰/۶۶ است. با فرض توزیع t ، مجموع ضرایب معادله نوسانات برای تمامی شاخص‌ها به‌میزان قابل توجهی افزایش می‌یابد و به‌جز در شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر در بقیه شاخص‌ها بزرگ‌تر از ۱/۵ است، که بیانگر نامانای بودن فرایند واریانس بازدهی‌ها در این شاخص‌ها است. در شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر، مجموع این ضرایب تقریباً برابر ۰/۸ می‌شود.

۵-۳- مدل $IGARCH(1,1)$

جدول‌های (۷) و (۸) به‌ترتیب نتایج برآورد مدل $IGARCH(1,1)$ را برای ۵ شاخص نشان می‌دهند. آزمون Q لیونگ-باکس، مطلوب بودن نتایج مدل را در تمامی موارد

تأیید می‌کند. با فرض توزیع نرمال، ضرایب خودرگرسیون (ARCH) در معادله میانگین نسبت به مدل قبل به‌طور محسوسی تغییر نمی‌کنند، با این وجود، ضرایب خودرگرسیونی در معادله واریانس در تمامی موارد نسبت به مدل قبل افزایش و ضرایب GARCH کاهش می‌یابند. با فرض توزیع t ، ضریب خود رگرسیون در معادلات میانگین تغییر محسوسی نمی‌کند و در معادله واریانس نیز به‌جز شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر، ضریب خودرگرسیونی کاهش می‌یابد.

۵-۴- مدل ریسک‌سنجی

نتایج برآورد این مدل در جدول‌های (۹) و (۱۰) ارائه شده‌اند. آزمون Q لیونگ-باکس، حاکی از رفع خود همبستگی تا وقفه ۷ است. برآوردهای شاخص وزنی (با هر دو فرض توزیع نرمال و t) نسبت به مدل (۱. IGARCH) بهبود می‌یابد (در این مدل خود همبستگی مراتب بالاتر نیز رفع می‌شود). معادله میانگین در برخی موارد بهبود جزئی نشان می‌دهد، با این وجود، خودهمبستگی از مرتبه بالا، بین مقادیر باقیمانده و مربع آن‌ها در برخی معادلات مشاهده می‌شود. نکته جالب توجه این است که معادله واریانس در بیشتر موارد نسبت به مدل IGARCH نتایج بهتری را ارائه می‌کند، که بیانگر مناسب بودن مدل ریسک‌سنجی برای توضیح رفتار میانگین و واریانس بازدهی‌های ۵ شاخص مورد بررسی است. در تمامی برآوردها و برای تمامی شاخص‌ها، λ (ضریب GARCH) حدود ۰/۸ به دست می‌آید. ملاحظه می‌شود که مقدار λ در تمامی موارد از ۰/۹۴ (که توسط گروه ریسک متریک به‌عنوان مقدار مناسب پیشنهاد شده) کم‌تر است.

۶- محاسبه ارزش در معرض خطر

در این قسمت، ارزش در معرض خطر را برای یک سبد دارایی به ارزش ۱۰ میلیون ریال با فرض این که ارزش این سبد با مقدار شاخص‌ها تغییر کند، محاسبه می‌کنیم. به عبارت دیگر، برای هر شاخص فرض می‌کنیم که سرمایه‌گذار سبد دارایی به ارزش ۱۰ میلیون ریال از سهام مختلف به‌گونه‌ای تشکیل داده که قیمت آن دقیقاً با شاخص مورد نظر تغییر می‌کند (لازم به ذکر است در بورس‌هایی که ابزار مشتق مربوط به شاخص معامله می‌شوند، این حالت به‌طور دقیق انجام می‌شود). با توجه به این که اثر ARCH در

شاخص بازده نقدی وجود ندارد، از انحراف معیار نمونه‌ای (انحراف معیار غیرشرطی)^۱ این شاخص برای محاسبه ارزش در معرض خطر استفاده می‌شود. شاخص بازده نقدی از یک فرایند AR(2) به شرح زیر تبعیت می‌کند:

$$r_t = 0.0003 + 0.6558 r_{t-1} + 0.32024 r_{t-2}$$

تمامی ضرایب این مدل در سطح ۵ درصد معنی‌دارند و آزمون لیونگ-باکس صفر بودن هم‌زمان خودهمبستگی باقیمانده‌ها تا وقفه ۷ را تأیید می‌کند. مقدار ارزش در معرض خطر برای این شاخص با فرض توزیع نرمال در سطح ۵ و ۱ درصد، به ترتیب برابر با ۸۸۱۰۰ و ۱۳۰۸۰۰ ریال خواهد بود. با فرض این که شوک بازدهی این شاخص از توزیع t پیروی کند، مقدار ارزش در معرض خطر در این سطوح اطمینان به ترتیب برابر با ۱۲۵۵۰۰ و ۲۴۷۱۰۰ ریال است ملاحظه می‌شود که فرض نرمال بودن توزیع شوک‌ها به میزان قابل توجهی مقدار ارزش در معرض خطر را کمتر نشان می‌دهد.

مقادیر ارزش در معرض خطر برای بقیه شاخص‌ها برای سبدهای دارایی به ارزش ۱۰ میلیون ریال برای یک روز و در سطوح ۵ و ۱ درصد، براساس چهار مدل برآورد برای توزیع نرمال و t به ترتیب در جدول‌های (۱۱) و (۱۲) ارائه شده‌اند. مقادیر ارزش در معرض خطر در سطح ۵ درصد حاکی از این است که براساس مدل GARCH(p,q) و با فرض توزیع نرمال، بیشترین ارزش در معرض خطر مربوط به شاخص کل است و شاخص وزنی و شاخص صنعت در مکان‌های بعدی قرار دارند. کم‌ترین ارزش در معرض خطر به ترتیب مربوط به شاخص قیمت و بازده نقدی و شاخص ۵۰ شرکت فعال تر (و شاخص بازده نقدی) می‌شود. در حالی که با فرض توزیع t ، بیشترین مقدار ارزش در معرض خطر را به ترتیب شاخص‌های وزنی و ۵۰ شرکت فعال تر و کم‌ترین مقدار را شاخص صنعت و شاخص قیمت و بازده نقدی دارند (البته همان‌طور که در قسمت قبل اشاره شد، این مدل برای شاخص قیمت و بازده نقدی نتایج مناسبی را ارائه نمی‌کند). افزایش بیشتر ارزش در معرض خطر برای شاخص وزنی، نتیجه پهن تر بودن دنباله‌های آن نسبت به چهار شاخص دیگر است. هم‌چنین در شاخص صنعت، مقدار ارزش در معرض خطر با فرض نرمال بودن در سطح ۵ درصد، بیشتر از مقدار آن با فرض توزیع t است. اما در سطح ۱ درصد این رابطه تغییر می‌کند. این یافته بر اهمیت توجه به پدیده پهن بودن دنباله‌ها به‌ویژه در سطوح اطمینان بالاتر تأکید می‌کند.

1- unconditional square standard deviations.

در مدل (۱.۱) GARCH، مقادیر برآورد شده ارزش در معرض خطر نسبت به مدل قبل (به جز در مواردی که تصریح مدل برآورد شده تغییر نمی‌کند) افزایش می‌یابد. براساس این مدل و با فرض توزیع نرمال، بیشترین مقدار ارزش در معرض خطر هم‌چنان مربوط به شاخص کل است و شاخص‌های وزنی و صنعت در مکان‌های بعدی قرار دارند. ارزش در معرض خطر برای شاخص‌های دیگر تقریباً با هم مساوی بوده و به میزان قابل توجهی از سه شاخص قبلی کم‌تر است. با فرض توزیع t ارزش در معرض خطر شاخص وزنی به میزان زیادی افزایش می‌یابد و تقریباً دو برابر رقم مربوط به شاخص کل، که در مکان بعد قرار دارد، می‌شود. کم‌ترین ارزش در معرض خطر مربوط به شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر است.

بر اساس مدل (۱، ۱) IGARCH، با فرض توزیع نرمال شاخص‌های کل و صنعت، بیشترین و شاخص‌های ۵۰ شرکت فعال‌تر و نقدی کم‌ترین ارزش در معرض خطر را دارند، در حالی که با فرض توزیع t شاخص وزنی بار دیگر بیشترین و شاخص قیمت و بازده نقدی کم‌ترین ارزش در معرض خطر را دارند. در این مدل، با فرض توزیع نرمال، مقادیر ارزش در معرض خطر نسبت به دو مدل قبل، برای تمامی شاخص‌ها به جز شاخص وزنی افزایش می‌یابند، برعکس با فرض توزیع t ، برآوردهای ارزش در معرض خطر برای تمامی شاخص‌ها به جز شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر نسبت به مدل (۱، ۱) GARCH، کاهش می‌یابد.

مدل ریسک‌سنجی، مقادیر ارزش در معرض خطر را در تمامی موارد بیشتر برآورد می‌کند. در حالی که برخی مطالعات نشان می‌دهند. که با فرض نرمال بودن، مدل ریسک‌سنجی دنباله‌های پهن توزیع شوک‌های بازدهی را نادیده می‌گیرد (پافکا و کندر (۲۰۰۱))، نتایج بیانگر این است که در این مدل، حتی با فرض توزیع نرمال نیز شاخص وزنی بیشترین ارزش در معرض خطر را دارد، در حالی که کم‌ترین آن مربوط به شاخص قیمت و بازده نقدی است (البته ارزش در معرض خطر شاخص بازده نقدی کوچک‌تر است). با توزیع t ، شاخص وزنی و بعد از آن شاخص کل بیشترین و شاخص قیمت و بازده نقدی (البته بعد از شاخص بازده نقدی) کم‌ترین ارزش در معرض خطر را دارند.

در این مقاله، عملکرد ۴ مدل پارامتریک از نوع GARCH، شامل مدل‌های $GARCH(p,q)$ ، $GARCH(1,1)$ ، $IGARCH(1,1)$ و ریسک‌سنجی، در توضیح رفتار میانگین و واریانس شرطی ۵ شاخص بورس اوراق بهادار، یعنی شاخص کل، شاخص وزنی، شاخص صنعت، شاخص قیمت و بازده نقدی و شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر که واریانس ناهمسانی در ارقام بازدهی آن‌ها تأیید شد، مورد بررسی قرار گرفت. (در شاخص بازده نقدی که یکی دیگر از شاخص‌های عمده بورس اوراق بهادار تهران است، واریانس ناهمسانی شرطی مشاهده نشد.) با توجه به این‌که پهن بودن دنباله توزیع احتمال داده‌های مالی از ویژگی‌های آشکار شده داده‌های مالی به‌شمار می‌رود (چانگ و همکاران (۲۰۰۵)) و در شاخص‌های مورد بررسی نیز تأیید می‌شود، مدل‌های هم با فرض توزیع نرمال و هم با فرض توزیع t ، برآورد شدند. با فرض توزیع نرمال، تمامی مدل‌ها نتایج قابل قبولی را در توضیح رفتار میانگین و واریانس شرطی داده‌ها ارائه می‌کنند. فرض توزیع t ، نه تنها بهبودی در نتایج ایجاد نمی‌کند، بلکه در مدل $GARCH(1,1)$ ، معادله واریانس ناماننا خواهد بود و مدل $GARCH(p,q)$ ، نتایج قابل قبولی را برای شاخص قیمت و بازده نقدی ارائه نمی‌کند.

مقادیر ارزش در معرض خطر با فرض توزیع t ، نسبت به توزیع نرمال در بیشتر موارد در هر دو سطح ۱ و ۵ درصد افزایش می‌یابد. در شاخص صنعت، براساس مدل اول و دوم و شاخص قیمت و بازده نقدی براساس مدل سوم، در سطح ۵ درصد ارزش در معرض خطر با فرض توزیع نرمال، بزرگ‌تر از این مقدار با فرض توزیع t است، در حالی‌که این رابطه در سطح ۵ درصد معکوس می‌شود. این یافته حاکی از اهمیت توجه به دنباله‌های به‌ویژه در سطوح اطمینان بالاتر است.

با فرض توزیع نرمال، به‌جز در مدل ریسک‌سنجی، در بقیه مدل‌ها شاخص کل بیشترین ارزش در معرض خطر را داشته و شاخص وزنی در مکان بعدی قرار دارد. شاخص قیمت و بازده نقدی و شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر (در کنار شاخص بازده نقدی) کم‌ترین ارزش در معرض خطر را دارند. با فرض توزیع t ، در تمامی مدل‌ها بیشترین ارزش در معرض خطر به‌ترتیب به شاخص وزنی و شاخص کل تعلق دارد. افزایش بیشتر ارزش در معرض خطر برای شاخص وزنی، می‌تواند در نتیجه پهن‌تر بودن دنباله‌های آن نسبت به چهار شاخص دیگر باشد. نکته جالب توجه این است که در مدل ریسک‌سنجی، حتی با فرض نرمال بودن نیز شاخص وزنی بیشترین مقدار ارزش در معرض خطر را دارد، به‌عبارت دیگر، رتبه‌بندی ارزش در معرض خطر شاخص‌ها در مدل

ریسک‌سنجی نسبت به فرض توزیع احتمال حساس نیست. بنابراین، به نظر می‌رسد ضمن این‌که نتایج برآوردها با مدل ریسک‌سنجی تا حدودی نسبت به مدل‌های دیگر مناسب‌تر است، اثر پهن بودن دنباله‌های توزیع را حتی با فرض نرمال بودن به نحو مطلوب‌تری دربرمی‌گیرد.

پیوست ۱- آزمون لیونگ-باکس

آزمون Q لیونگ-باکس برای بررسی معنی‌داری هم‌زمان خودهمبستگی‌ها با چند وقفه به کار می‌رود. آماره این آزمون که توسط لیونگ و باکس ارائه شده عبارتست از:

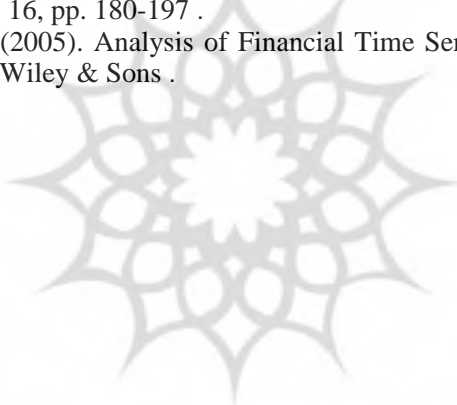
$$Q(m) = T(T+2) \sum_{\ell=1}^m \frac{\hat{\rho}_{\ell}^2}{T-\ell}$$

که دارای توزیع چی دو با m درجه آزادی است. فرضیه صفر در این آزمون این است که مقادیر خودهمبستگی تا m وقفه به‌طور هم‌زمان برابر صفرند. انتخاب m می‌تواند عملکرد این آزمون را تحت تأثیر قرار دهد. مطالعات شبیه‌سازی پیشنهاد می‌کنند که $m \approx \ln(T)$ نتایج مناسبی را ارائه می‌کند (تسی (۲۰۰۵) صفحه ۲۷).

فهرست منابع

- ۱- کیانی، رضا. نگاهی تحلیلی بر شاخص‌های بورس و با رویکردی بر سهام شناور آزاد. مرکز تحقیقات و توسعه بازار، سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار، از: <http://207.176.216.190/researchdept/MainMenuPage.asp>
- 2- Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*, 31, pp. 307-327.
- 3- Chan, N. H., Deng S., Peng, L., Xia, Z. Interval estimation of Value-at-Risk based on GARCH models with heavy-tailed innovations. *Journal of Econometrics*. Accepted 2005.
- 4- Enders, W. (2004). *Applied Economic Time Series*, Second ed. John Wiley & Sons .
- 5- Engle, R. F. (1982). Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation. *Econometrica*, 50(4), pp. 987-1008 .
- 6- Giot, P., Laurent, S. (2002). Market risk in commodity markets: a VaR approach. from: <http://www.gloriamundi.org/> .
- 7- Giot, P., Laurent, S. (2004). Modeling daily Value-at-Risk using realized volatility and ARCH type models. *Journal of Empirical Finance*, 11, pp. 379-398 .

- 8- Hendricks, D. (1996). Evaluation of Value-at-Risk models using Historical Data. FRBNY Economic Policy Review. April, pp. 39-70 .
- 9- Manganelli S., Engle R. F. (2001). Value at Risk models in finance. European Central Bank, Working Papers, No. 75 .
- 10- Pagan, A. A., Schwert G. W. (1990). Alternative models for conditional stock volatility. Journal of Econometrics, 45, pp. 267-290 .
- 11- Pojarliev M., Polasek W. (2000) Volatility forecasts and Value at Risk Evaluation for the MSCI North America Index. from: <http://www.gloriamundi.org/> .
- 12- Pafka, S., Kondor, I. (2001). Evaluating the RiskMetrics methodology in measuring Volatility and Value-at-Risk in financial markets. from: <http://www.gloriamundi.org/> .
- 13- RiskMetrics Group, 1996. RiskMetrics-Technical Document, Morgan J. P .
- 14- So, M. K. P., Yu, P. L. H. (2005). Empirical analysis of GARCH models in value at risk estimation. International Financial Markets, Institutions and Money, 16, pp. 180-197 .
- 15- Tsay R. S. (2005). Analysis of Financial Time Series, second ed. New Jersey: John Wiley & Sons .



پروشکاه علوم انسانی ومطالعات فرہنگی
پرتال جامع علوم انسانی

جدول ۱ - خلاصه ویژگی‌های آماری داده‌ها

شاخص	میانگین	انحراف میانگین	شاخص چولگی	شاخص کشیدگی	سطح معنی‌داری آماره آزمون جارکو-برا
شاخص کل	۰/۰۸۵۸۰	۰/۰۰۵۵۲	۰/۵۱۲	۱۳/۶۱۱	۰/۰۰۰۰
شاخص وزنی	۰/۰۹۴۶۱	۰/۰۰۷۸۸	۱/۴۹۶	۲۳/۲۶۶	۰/۰۰۰۰
شاخص صنعت	۰/۰۷۷۹۳	۰/۰۰۵۵۵	۱/۳۵۳	۱۹/۴۴۳	۰/۰۰۰۰
شاخص قیمت و بازده نقدی	۰/۱۲۹	۰/۰۰۵۴۵	۱/۱۳۴	۱۴/۲۴۴	۰/۰۰۰۰
شاخص بازده نقدی	۰/۰۴۲۷۵	۰/۰۰۱۵۶	۸/۳۱۴	۹۵/۴۷۸	۰/۰۰۰۰
شاخص ۵۰ شرکت برتر	۰/۰۷۹۸۱	۰/۰۰۵۹۰	۰/۶۶۷	۸/۲۹۵	۰/۰۰۰۰

جدول ۲ - نتایج آزمون انگل برای وجود اثر ARCH

شاخص	آماره آزمون (TR^2)	سطح معنی‌داری	وجود اثر ARCH
شاخص کل	۰/۰۸۵۸۰	۰/۰۰۵۵۲	۰/۵۱۲
شاخص وزنی	۰/۰۹۴۶۱	۰/۰۰۷۸۸	۱/۴۹۶
شاخص صنعت	۰/۰۷۷۹۳	۰/۰۰۵۵۵	۱/۳۵۳
شاخص قیمت و بازده نقدی	۰/۱۲۹	۰/۰۰۵۴۵	۱/۱۳۴
شاخص بازده نقدی	۰/۰۴۲۷۵	۰/۰۰۱۵۶	۸/۳۱۴
شاخص ۵۰ شرکت برتر	۰/۰۷۹۸۱	۰/۰۰۵۹۰	۰/۶۶۷

جدول ۳ - نتایج برآورد مدل GARCH(p,q) با فرض توزیع نرمال

شاخص ۵۰ شرکت	شاخص قیمت و بازده نقدی	شاخص صنعت	شاخص وزنی	شاخص کل		
					AR(1) q=1 p=1	AR(1) q=2 p=1
					a0	معادله
					a1	میانگین
۰/۰۰۰۲(۰/۱۳۴)	۰/۰۰۰۳ (۰/۰۰۱)	۰/۰۰۰۱(۰/۱۷۸)	۰/۰۰۰۱(۰/۴۳۸)	۰/۰۰۰۲(۰/۰۲۶)		
۰/۵۷۵۱(۰/۰۰۰)	۰/۵۹۳۱ (۰/۰۰۰)	۰/۶۰۰۱(۰/۰۰۰)	۰/۵۱۹۳(۰/۰۰۰)	۰/۵۸۷۸(۰/۰۰۰)		
					α_0	معادله نوسانات
۰/۰۰۰۰(۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۳)	۰/۰۰۰۰(۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰۰(۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰۰(۰/۰۰۰)	α_1	
۰/۲۸۱۲(۰/۰۰۰)	۰/۳۹۲۶ (۰/۰۰۰)	۰/۴۶۷۷(۰/۰۰۰)	۰/۴۴۲۵(۰/۰۰۰)	۰/۴۴۶۵(۰/۰۰۰)	α_2	
	-۰/۲۳۳۵(۰/۰۰۰)					
۰/۳۷۶۸(۰/۰۰۰)	۰/۷۹۷۰ (۰/۰۰۰)	۰/۱۱۴۳(۰/۰۱۳)	۰/۴۴۷۲(۰/۰۰۰)	۰/۰۷۰۳(۰/۰۹۰)	γ_1	
		۰/۳۴۷۷(۰/۰۰۰)		۰/۴۴۲۷(۰/۰۰۰)	γ_2	
۷/۶۴ (۰/۳۶۵)	۵/۴۷ (۰/۶۰)	۱۱/۰۹ (۰/۱۰)	۱۰/۰۱ (۰/۱۹)	۱۴ (۰/۰۵)	Q(7)	باقیماندهها
۰/۴۱ (۱)	۴/۴۱ (۱)	۲/۱۹ (۰/۹۵)	۱/۳۹ (۰/۹۸۶)	۴/۱۰ (۰/۷۷)	Q(7)مربع	باقیماندهها

جدول ۴ - نتایج برآورد مدل GARCH(p,q) با فرض توزیع t

شاخص ۵۰ شرکت	شاخص قیمت و بازده نقدی	شاخص صنعت	شاخص وزنی	شاخص کل		
					AR(1) q=2 p=1	AR(1) q=2 p=1
					a0	معادله
					a1	میانگین
۰/۰۰۰۲(۰/۰۲۹)	۰/۰۰۰۲ (۰/۰۱۶)	۰/۰۰۰۰(۰/۴۱۶)	۰/۰۰۰(۰/۹۶۵)	۰/۰۰۰۱(۰/۰۴۹)		
۰/۵۴۰۶(۰/۰۰۰)	۰/۶۱۱۹ (۰/۰۰۰)	۰/۵۸۸۰(۰/۰۰۰)	۰/۴۶۳۸(۰/۰۰۰)	۰/۶۰۱۶(۰/۰۰۰)		
					α_0	معادله نوسانات
۰/۰۰۰۰(۰/۲۳۳)	۰/۰۰۰ (۰/۳۵)	۰/۰۰۰(۰/۰۹۱)	۰/۰۰۰(۰/۲۷۱)	۰/۰۰۰(۰/۰۷۹)	α_1	
۰/۳۶۳۱(۰/۰۰۰)	۰/۶۷۶۸ (۰/۰۰۰)	۰/۶۶۰۱(۰/۰۰۰)	۰/۵۲۴۰(۰/۰۰۰)	۰/۷۴۰۳(۰/۰۰۰)	α_2	
-۰/۳۲۴۲(۰/۰۰۰)	-۰/۶۳۸۳(۰/۰۰۰)	-۰/۶۳۰۱(۰/۰۰۰)	-۰/۴۷۸۵(۰/۰۰۰)	-۰/۷۱۱۸(۰/۰۰۰)		
۰/۹۵۱۲(۰/۰۰۰)	۰/۹۷۱۷ (۰/۰۰۰)	۰/۹۷۴۶ (۰/۰۰۰)	۰/۹۶۱۱(۰/۰۰۰)	۰/۹۷۲۵(۰/۰۰۰)	γ_1	
۱۳/۶۳ (۰/۰۶)	۱۷/۴۲ (۰/۰۱۵)	۹/۹۹ (۰/۱۹)	۲۲/۰۶ (۰/۰۰۲)	۱۲/۷۵ (۰/۰۷۹)	Q(7)باقیماندهها	
۸/۴۵ (۰/۲۹)	۱۹/۴۰ (۰/۰۰۷)	۰/۷۹ (۰/۹۹۸)	۰/۷۱ (۰/۹۹۸)	۱/۴۸ (۰/۹۸)	Q(7)مربعباقیماندهها	

جدول ۵- نتایج برآورد مدل (1) GARCH با فرض توزیع نرمال

شاخص کل	شاخص وزنی	شاخص صنعت	شاخص قیمت و بازده نقدی	شاخص ۵۰ شرکت		
0/0002(0/043)	0/0001(0/438)	0/0001(0/278)	0/0003(0/001)	0/0002(0/134)	a0	معادله
0/5950(0/000)	0/5193(0/000)	0/6092(0/000)	0/6009(0/000)	0/5751(0/000)	a1	میانگین
0/000(0/000)	0/000(0/000)	0/000(0/000)	0/000(0/000)	0/000(0/000)	α_0	معادله
0/3151(0/000)	0/4425(0/000)	0/3492(0/000)	0/3630(0/000)	0/2812(0/000)	α_1	نوسانات
0/6487(0/000)	0/4472(0/000)	0/6146(0/013)	0/5198(0/000)	0/3767(0/000)	γ_1	
10/01(0/188)	9/11(0/225)	9/36(0/21)	13/72(0/068)	7/80(0/350)	Q(7) باقیمانده‌ها	
6/11(0/527)	1/42(0/985)	3/589(0/84)	2/71(0/910)	1/21(0/991)	Q(7) مربع باقیمانده‌ها	

جدول ۶- نتایج برآورد مدل (1) GARCH با فرض توزیع t

شاخص کل	شاخص وزنی	شاخص صنعت	شاخص قیمت و بازده نقدی	شاخص ۵۰ شرکت		
0/000(0/906)	-0/0001(0/240)	-0/0000(0/504)	0/0000(0/631)	0/000(0/367)	a0	معادله
0/6099(0/000)	0/4855(0/000)	0/6000(0/000)	0/6167(0/000)	0/5477(0/000)	a1	میانگین
0/000(0/007)	0/000(0/080)	0/000(0/024)	0/000(0/073)	0/000(0/000)	α_0	معادله
1/2516(0/009)	1/0377(0/073)	1/328(0/026)	1/2348(0/000)	0/3172(0/000)	α_1	نوسانات
0/3919(0/000)	0/6209(0/000)	0/4243(0/000)	0/5008(0/000)	0/4834(0/000)	γ_1	
10/26(0/174)	11/86(0/105)	10/787(0/148)	12/24(0/093)	8/48(0/292)	Q(7) باقیمانده‌ها	
2/20(0/984)	1/26(0/989)	2/41(0/934)	7/21(0/407)	1/16(0/99)	Q(7) مربع باقیمانده‌ها	

جدول ۷ - نتایج برآورد مدل (۱.۱) IGARCH با فرض توزیع نرمال

شاخص ۵۰ شرکت	شاخص قیمت و بازده نقدی	شاخص صنعت	شاخص وزنی	شاخص کل		
-۰/۰۰۰۱(۰/۰۶۵)	۰/۰۰۰۱ (۰/۰۳۰)	۰/۰۰۰۱(۰/۰۷۴)	۰/۰۰۰۰(۰/۲۲۲)	۰/۰۰۰۰(۰/۷۳۱)	a0	معادله میانگین
۰/۵۵۵۹(۰/۰۰۰)	۰/۶۱۹۶ (۰/۰۰۰)	۰/۶۱۹۱(۰/۰۰۰)	۰/۵۷۱۸(۰/۰۰۰)	۰/۶۱۱۹(۰/۰۰۰)	a1	
۰/۰۰۰(۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰(۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰(۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰(۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰(۰/۰۰۰)	α_0	معادله نوسانات
۰/۷۵۳۴(۰/۰۰۰)	۰/۵۱۱۴ (۰/۰۰۰)	۰/۳۹۶۹(۰/۰۰۰)	۰/۶۳۵۱(۰/۰۰۰)	۰/۳۶۳۱(۰/۰۰۰)	α_1	
۰/۲۴۶۶(۰/۰۰۰)	۰/۴۸۸۶ (۰/۰۰۰)	۰/۶۰۳۱(۰/۰۱۳)	۰/۳۶۴۹(۰/۰۰۰)	۰/۶۳۶۹(۰/۰۰۰)	γ_1	
۸/۹۶ (۰/۲۵۶)	۱۲/۶۵ (۰/۰۸۱)	۹/۶۸ (۰/۲۰۸)	۹/۰۱ (۰/۲۵۲)	۹/۹۵ (۰/۱۹۱)	Q(7) باقیماندهها	
۲/۹۶ (۰/۸۸۹)	۴/۰۹ (۰/۷۶۹)	۳/۳۲ (۰/۸۵۴)	۱/۳۹ (۰/۹۸۹)	۶/۳۳ (۰/۵۰۲)	Q(7) مربع باقیماندهها	

جدول ۸ - نتایج برآورد مدل (۱.۱) IGARCH با فرض توزیع t

شاخص ۵۰ شرکت	شاخص قیمت و بازده نقدی	شاخص صنعت	شاخص وزنی	شاخص کل		
۰/۰۰۰۱(۰/۴۰۵)	۰/۰۰۰۱ (۰/۵۳۶)	-۰/۰۰۰(۰/۵۴۱)	-۰/۰۰۰(۰/۳۸۴)	۰/۰۰۰۰(۰/۸۴۱)	a0	معادله میانگین
۰/۵۴۹۵(۰/۰۰۰)	۰/۶۱۲۹ (۰/۰۰۰)	۰/۶۰۰۱(۰/۰۰۰)	۰/۴۸۸۰(۰/۰۰۰)	۰/۶۰۹۹(۰/۰۰۰)	a1	
۰/۰۰۰(۰/۰۱۱)	۰/۰۰۰(۰/۰۰۱)	۰/۰۰۰(۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰(۰/۰۰۶)	۰/۰۰۰(۰/۰۰۰)	α_0	معادله نوسانات
۰/۳۹۲۶(۰/۰۰۰)	۰/۴۹۶۸ (۰/۰۰۰)	۰/۵۷۰۳(۰/۰۰۰)	۰/۳۷۹۵(۰/۰۰۰)	۰/۶۲۷۵(۰/۰۰۰)	α_1	
۰/۶۰۷۴(۰/۰۰۰)	۰/۵۰۳۲ (۰/۰۰۰)	۰/۴۲۹۷ (۰/۰۰۰)	۰/۶۲۰۵(۰/۰۰۰)	۰/۳۷۲۵(۰/۰۰۰)	γ_1	
۸/۷ (۰/۲۷۵)	۱۲/۶۸ (۰/۰۸۰)	۱۰/۳۴ (۰/۱۷)	۱۱/۹۲ (۰/۱۰۳)	۱۰/۴۲ (۰/۱۶۶)	Q(7) باقیماندهها	
۱/۴۱ (۰/۹۸۵)	۴/۳۵ (۰/۷۳۸)	۱/۸۲ (۰/۹۷)	۱/۵۴ (۰/۹۸۱)	۱/۵۲ (۰/۹۸۲)	Q(7) مربع باقیماندهها	

جدول ۹ - نتایج برآورد مدل ریسک‌سنجی با فرض توزیع نرمال

شاخص کل	شاخص وزنی	شاخص صنعت	شاخص قیمت و بازده نقدی	شاخص ۵۰ شرکت		
a_0	a_1	معادله				
۰/۰۰۰۱(۰/۰۱۱)	-۰/۰۰۰(۰/۹۴۱)	۰/۰۰۰۱(۰/۲۱۳)	۰/۰۰۰۳(۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰۱(۰/۲۲۱)	میانگین	
۰/۵۷۰۰(۰/۰۰۰)	۰/۴۷۹۶(۰/۰۰۰)	۰/۵۸۰۳(۰/۰۰۰)	۰/۵۸۳۱(۰/۰۰۰)	۰/۵۷(۰/۰۰۰)		
α_1	γ_1	معادله				
۰/۱۹۹۹(۰/۰۰۰)	۰/۱۷۸۵(۰/۰۰۰)	۰/۱۹۵۷(۰/۰۰۰)	۰/۱۹۷۹(۰/۰۰۰)	۰/۱۸۲۶(۰/۰۰۰)	نوسانات	
۰/۸۰۰۱(۰/۰۰۰)	۰/۸۲۱۵(۰/۰۰۰)	۰/۸۰۴۳(۰/۰۰۰)	۰/۸۰۲۱(۰/۰۰۰)	۰/۸۱۷۴(۰/۰۰۰)		
۱۰/۴۳(۰/۱۶۶)	۰/۰۱(۱/۰۰۰)	۸/۴(۰/۲۹۹)	۹/۰۹(۰/۱۰۶)	۱۰/۲(۰/۱۷۸)	باقیمانده‌ها	$Q(7)$
۱/۵۶(۰/۹۸۰)	۰/۰۰۸(۱/۰۰۰)	۰/۴۶(۱)	۹/۵۶۱(۰/۲۱۲)	۰/۶۳(۰/۹۹۹)	باقیمانده‌ها	$Q(7)$ مربع

جدول ۱۰ - نتایج برآورد مدل ریسک‌سنجی با فرض توزیع t

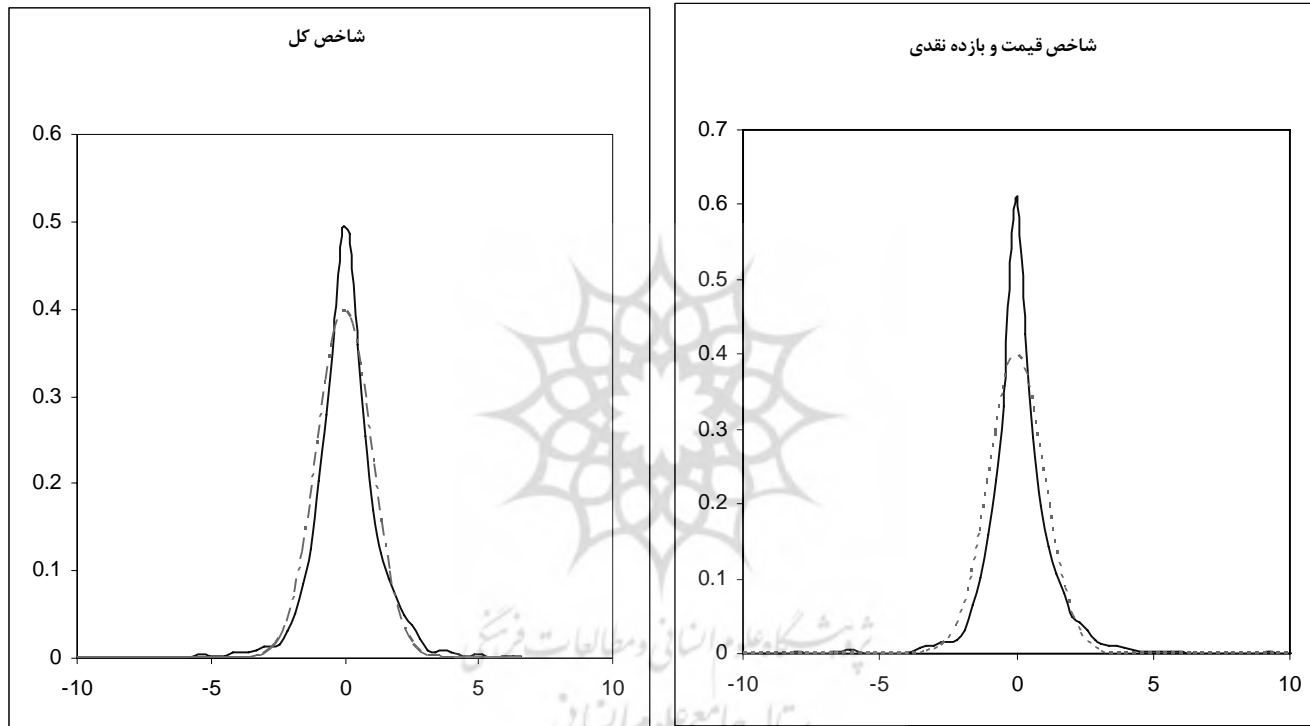
شاخص کل	شاخص وزنی	شاخص صنعت	شاخص قیمت و بازده نقدی	شاخص ۵۰ شرکت		
a_0	a_1	معادله				
-۰/۰۰۰۰(۰/۸۳۶)	-۰/۰۰۰۱(۰/۴۱۷)	-۰/۰۰۰۱(۰/۲۷۳)	۰/۰۰۰۰(۰/۶۸۷)	۰/۰۰۰۱(۰/۳۸۱)	میانگین	
۰/۶۰۲۰(۰/۰۰۰)	۰/۴۶۶۱(۰/۰۰۰)	۰/۵۹۱۲(۰/۰۰۰)	۰/۶۰۲۹(۰/۰۰۰)	۰/۵۳۸۲(۰/۰۰۰)		
α_1	γ_1	معادله				
۰/۱۸۸۲(۰/۰۴۲)	۰/۱۷۹۵(۰/۰۰۰)	۰/۱۸۶۷(۰/۰۰۰)	۰/۱۸۳۶(۰/۰۰۰)	۰/۱۶۲۰(۰/۰۰۰)	نوسانات	
۰/۸۱۱۸(۰/۰۰۰)	۰/۸۲۰۵(۰/۰۰۰)	۰/۸۱۳۳(۰/۰۰۰)	۰/۸۱۶۴(۰/۰۰۰)	۰/۸۳۸۰(۰/۰۰۰)		
۵/۷۱(۰/۵۷۴)	۲/۴۵(۰/۹۳۱)	۶/۹۱(۰/۴۳۸)	۹/۴۳(۰/۲۲۳)	۱۲/۲۳(۰/۰۹۳)	باقیمانده‌ها	$Q(7)$
۲/۰۳(۰/۹۵۸)	۰/۰۰(۱/۰۰۰)	۰/۴۹(۰/۹۹۹)	۹/۵۹(۰/۲۱۳)	۰/۵۶(۰/۹۹۹)	باقیمانده‌ها	$Q(7)$ مربع

جدول ۱۱- مقادیر ارزش در معرض خطر با فرض توزیع نرمال (ریال)

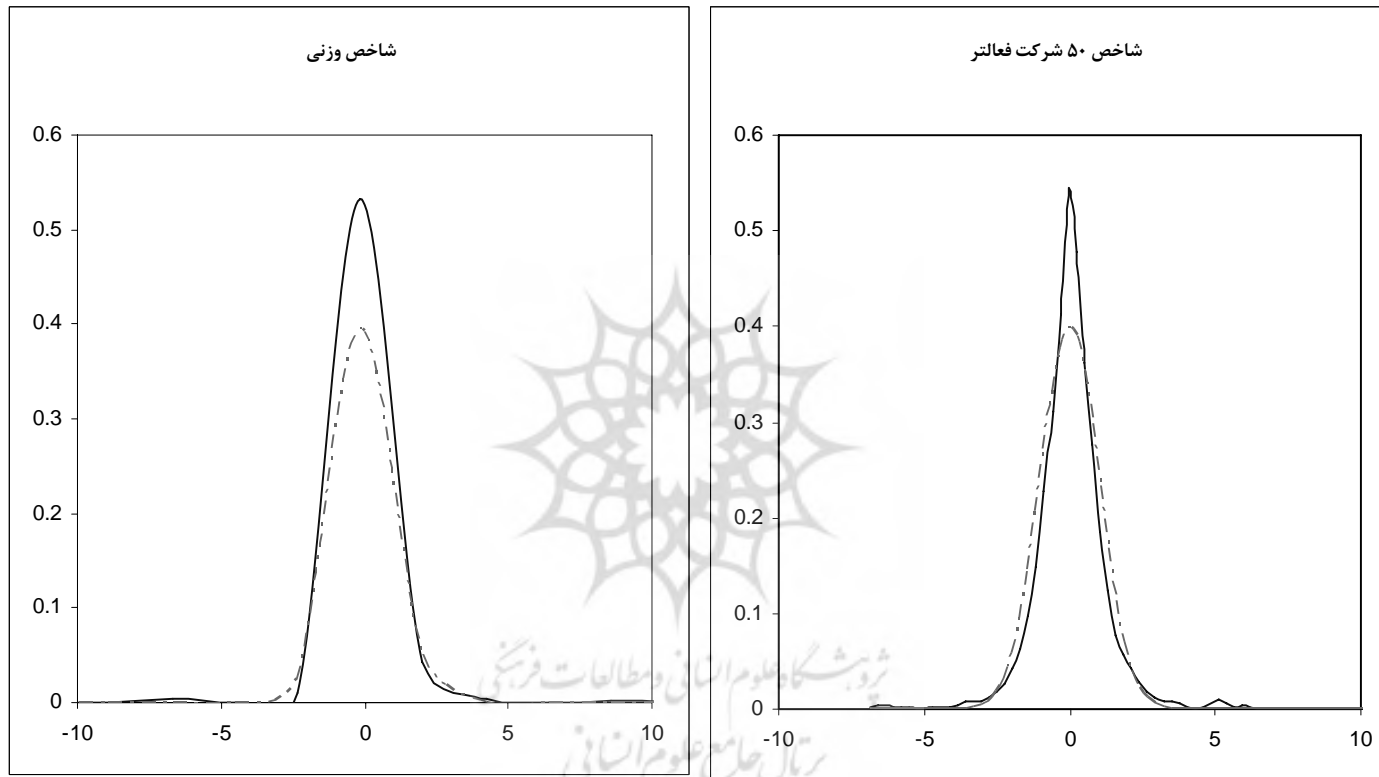
ریسک سنجی	IGARCH(۱.۱)	GARCH(۱.۱)	GARCH(p,q)	سطح معنی داری	شاخص
۲۲۰۲۰۰ ۳۱۲۳۰۰	۲۱۱۱۰۰ ۲۹۸۸۰۰	۱۹۸۴۰۰ ۲۸۱۷۰۰	۱۸۱۵۰۰ ۲۵۸۰۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص کل
۲۷۴۵۰۰ ۳۸۷۶۰۰	۱۶۲۷۰۰ ۲۲۹۳۰۰	۱۷۰۳۰۰ ۲۴۰۹۰۰	۱۷۰۳۰۰ ۲۴۰۹۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص وزنی
۱۹۶۴۰۰ ۲۷۸۲۰۰	۱۷۲۲۰۰ ۲۴۳۵۰۰	۱۶۴۰۰۰ ۲۳۲۶۰۰	۱۵۲۴۰۰ ۲۱۶۴۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص صنعت
۹۹۸۰۰ ۱۴۲۷۰۰	۹۴۳۰۰ ۱۳۴۳۰۰	۸۴۲۰۰ ۱۲۱۰۰۰	۶۰۱۰۰ ۱۱۲۷۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص بازده نقدی
۱۶۵۳۰۰ ۲۳۶۱۰۰	۸۶۳۰۰ ۱۲۳۵۰۰	۸۴۹۰۰ ۱۲۳۰۰۰	۸۴۹۰۰ ۱۲۳۰۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص ۵۰ شرکت
۸۸۱۰۰ ۱۳۰۸۰۰	۸۸۱۰۰ ۱۳۰۸۰۰	۸۸۱۰۰ ۱۳۰۸۰۰	۸۸۱۰۰ ۱۳۰۸۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص نقدی

جدول ۱۲- مقادیر ارزش در معرض خطر با فرض توزیع t (ریال)

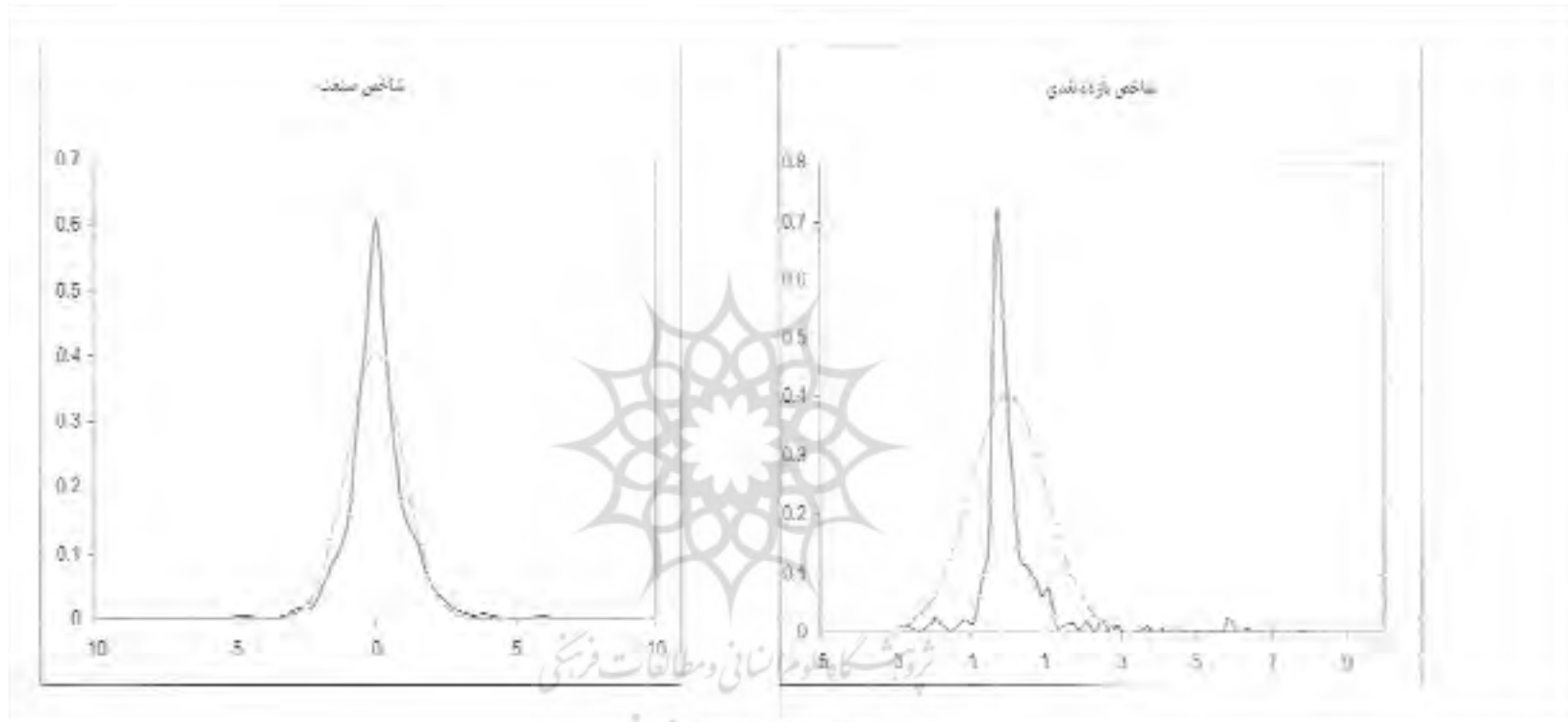
ریسک متریک	IGARCH(۱.۱)	GARCH(۱.۱)	GARCH(p,q)	سطح معنی داری	شاخص
۳۲۱۱۰۰ ۶۲۱۳۰۰	۱۰۷۹۰۰ ۲۱۰۲۰۰	۱۶۰۲۰۰ ۳۱۱۰۰۰	۱۱۶۲۰۰ ۲۲۲۸۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص کل
۳۸۹۷۰۰ ۷۵۱۳۰۰	۲۰۴۹۰۰ ۳۹۴۶۰۰	۳۳۴۸۰۰ ۶۴۴۹۰۰	۲۰۰۹۰۰ ۳۹۸۳۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص وزنی
۲۸۴۰۰۰ ۵۴۸۷۰۰	۹۹۶۰۰ ۱۹۳۲۰۰	۱۴۶۲۰۰ ۲۸۳۳۰۰	۷۰۰۰۰ ۲۴۳۶۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص صنعت
۱۴۷۴۰۰ ۲۸۶۵۰۰	۷۸۴۰۰ ۱۵۳۵۰۰	۱۱۹۲۰۰ ۲۳۲۰۰۰	۸۹۷۰۰ ۱۷۲۶۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص بازده نقدی
۲۳۲۶۰۰ ۴۵۴۸۰۰	۱۲۸۹۰۰ ۲۵۴۷۰۰	۸۹۹۰۰ ۱۷۹۶۰۰	۱۵۷۰۰۰ ۳۰۹۹۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص ۵۰ شرکت
۱۲۵۵۰۰ ۲۴۷۱۰۰	۱۲۵۵۰۰ ۲۴۷۱۰۰	۱۲۵۵۰۰ ۲۴۷۱۰۰	۱۲۵۵۰۰ ۲۴۷۱۰۰	۵ درصد ۱ درصد	شاخص نقدی



نمودار ۱- تابع توزیع احتمال تجربی بازدهی شاخص های بورس اوراق بهادار تهران



ادامه نمودار ۱- تابع توزیع احتمال تجربی بازدهی شاخص های بورس اوراق بهادار تهران



ادامه نمودار ۱- تابع توزیع احتمال تجربی بازدهی شاخص های بورس اوراق بهادار تهران