

# مدل سازی و پیش‌بینی نوسانات بازار سهام با استفاده از

## مدل انتقالی گارچ مارکف

مینو نظیفی نایینی<sup>۱</sup>

شهرام فتاحی<sup>۲</sup>

سعید صمدی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۰۹/۰۴

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۰۷/۲۹

### چکیده

در این مطالعه، قدرت برازش و قدرت پیش‌بینی مجموعه‌ای از مدل‌های انتقالی گارچ مارکف -SW-GARCH، با استفاده از داده‌های بازار بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۹۰-۱۳۷۶ مقایسه می‌شود. در این مقاله، از مدل انتقالی گارچ مارکف برای پیش‌بینی نوسانات در بازار بورس اوراق بهادار تهران در افق‌های پیش‌بینی کوتاه مدت شامل یک‌روزه و پنج‌روزه (هفته‌ای) و دوره بلندمدت شامل ده‌روزه و ۲۲‌روزه استفاده شده است. علت استفاده از این مدل‌ها آن است که برای همه شاخص‌های مدل، امکان چرخش یا انتقال بین دو رژیم پرنوسان و کم‌نوسان وجود دارد. به همین دلیل، هم توزیع گوسی (نرمال) و هم دو توزیع دنباله پهن (t-استیودنت و GED) برای خطاها در نظر گرفته شده است. درجه آزادی نیز بین دو رژیم نوسان تغییرپذیر تعبیه شد تا چولگی احتمالی وابسته به زمان نیز در نظر گرفته شود. نتایج تجربی نشان می‌دهد برای پیش‌بینی نوسانات بازار سهام ایران، عملکرد مدل‌های SW-GARCH با توزیع خطای t و با درجه آزادی متغیر بین دو رژیم، بسیار بهتر از مدل‌های گارچ معمولی است. حتی در برازش و بررسی‌های داخل نمونه‌ای نیز این نوع از مدل‌های انتقالی مارکف، رتبه اول را در زمینه قدرت برازش به خود اختصاص دادند.

**واژگان کلیدی:** بوسترتپ، پیش‌بینی خارج از نمونه‌ای، تابع زیان آماری، توزیع دنباله‌های پهن، مدل انتقالی گارچ مارکف، نوسانات.

**JEL:** C53, C22, C32, M52, E37.

۱. کارشناس ارشد اقتصاد، Email: minoonazifi@gmail.com

۲. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه رازی، Email: sh\_fatahi@yahoo.com

۳. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان، Email: samadi\_sa@yahoo.com

## ۱. مقدمه

امروزه به مدل‌های انتقالی مارکف در مدل‌سازی اقتصاد بسیار توجه شده است؛ زیرا شواهد تجربی بسیاری نشان می‌دهد تغییرات ساختاری و غیرخطی و ویژگی پویایی بسیاری از سری‌های زمانی را از طریق این مدل‌ها می‌توان مشاهده کرد. در این بین، رفتار پویای سری‌های زمانی اقتصاد خرد به غیرخطی بودن در مراحل چرخه تجاری بستگی دارد و بیشترین کاربرد آن، در تثبیت و تشخیص رفتار انتقال رژیم‌ها در رکود و رونق اقتصادی است. به دلیل وجود تأثیرات متقارن موجود در میانگین و تغییرات واریانس شرطی، رفتار پیچیده سری‌های زمانی مالی به سختی به صورت خطی ثبت می‌شود. در دو دهه اخیر، این رفتارها با تکنیک مدل‌سازی غیرخطی برای داده‌های بازار مالی بررسی شده و بیشتر، بر مدل‌سازی واریانس شرطی متمرکز بوده است. نکته درخور توجه اینکه مدل‌سازی غیرخطی مناسب برای میانگین شرطی برای جلوگیری از تعیین اشتباه واریانس شرطی مهم است. در این مطالعه، استفاده ترکیبی از مدل با میانگین شرطی و واریانس شرطی مدنظر قرار گرفته است.

تکنیک چرخشی مارکف اجازه می‌دهد به پرسش‌های متعدد جدید و جالبی پاسخ داده شود: آیا می‌توان رژیم‌های متفاوت را در بازدهی‌های بازار سهام تشخیص داد؟ چگونه رژیم‌ها تغییر می‌کند؟ هر چند دفعه یک‌بار رژیم‌ها چرخش می‌کنند یا منتقل می‌شوند و این انتقال چه زمانی اتفاق می‌افتد؟ پس از اینکه انتقالی رخ داد و متغیر حالت مشاهده شد، می‌توان بازدهی‌ها را پیش‌بینی کرد؟ شاخص‌های مدل از روش حداکثر راست‌نمایی برآورد می‌شود (مطالعات انگل و همیلتون، ۱۹۹۰).<sup>۱</sup> اقتصادسنج فرض می‌کند این انتقال‌ها به طور مستقیم مشاهده نمی‌شود. در عوض باید نوعی استنتاج احتمالی داشته باشد که این چرخش و تغییرات، ممکن است کمی و کجا اتفاق بیفتد و این استنتاج براساس رفتار مشاهده شده از خود سری ایجاد می‌شود. هدف اصلی مدل‌سازی نوسانات، پیش‌بینی نوسانات است.<sup>۲</sup> بنابراین این موضوع نیز بررسی می‌شود که آیا مدل‌های SW-GARCH در پیش‌بینی دقت نوسانات بازار سهام ایران مشارکت می‌کنند؟ همچنین برای مقایسه عملکرد پیش‌بینی‌های مختلف از هفت تابع زیان آماری استفاده می‌شود.

مطالعات تجربی نشان می‌دهد برآورد شاخص‌های مدل گارچ معمولاً درجه زیادی از سازگاری را در نوسانات شرطی بازدهی‌های مالی ارائه می‌کند.<sup>۳</sup> به عقیده همیلتون و ساسمل<sup>۴</sup> در ۱۹۹۴، مشکل

1. Engle & Hamilton, 1990.

۲. برای مرور کاملی بر پیشینه موضوع پیش‌بینی نوسانات نک: Poon & Granger, 2003.

3. Engle & Bollerslev, 1993, Bing & Granger, 1996, Engle & Patton nv, 2000.

4. Hamilton & Susmel, 1994.

سازگاری جعلی زیاد مدل‌های گارچ می‌تواند با ترکیب مدل‌های رژیم انتقالی مارکف با مدل‌های خانواده آرچ حل شود. به این ترتیب، در ابتدا مدل‌های آرچ رژیم انتقالی مارکف یا سوآرچ (SWARCH) معرفی شد. سپس گری<sup>۱</sup> در سال ۱۹۹۶ و داکر<sup>۲</sup> در ۱۹۷۷، این روش را برای مدل‌های گارچ گسترش دادند و در قالب سوگارچ (SW-GARCH) معرفی کردند. در ایده ورای مدل انتقالی، هرچه وضعیت بازار تغییر کند، عوامل مؤثر در نوسانات هم تغییر می‌کند؛ برای مثال فرایند نوسانات شرطی در بحران یا رکود، نسبت به وضعیت عادی بازار به صورت کاملاً متفاوتی رفتار می‌کند. در مجموعه سوگارچ،<sup>۳</sup> سطوح نوسان بین دو سطح رژیم پرنوسان و رژیم کم‌نوسان تغییر می‌کند. ممکن است بیشتر از دو رژیم هم وجود داشته باشد؛ اما برای سادگی فرض می‌شود فقط دو رژیم وجود دارد. همه شاخص‌های مدل گارچ، در هر رژیم، مقادیر متفاوتی را می‌گیرند. این مدل‌ها برخلاف مدل‌هایی با متغیر دامی که تغییرات زمانی از پیش تعیین شده دارند، در اینجا رژیم‌ها متغیرهای مشاهده ناشدنی‌اند و متغیر حالت نامیده می‌شود. این متغیر حالت در حین اینکه دیگر متغیرها با استفاده از روش حداکثر درست‌نمایی برآورد می‌شوند، می‌تواند برآورد شود.

در این مطالعه، مدل‌های رژیم چرخشی GARCH مارکف به عنوان ابزاری مناسب برای تحلیل و پیش‌بینی نوسانات بازار سهام ارائه می‌شود. این مدل اجازه می‌دهد میانگین و واریانس شرطی براساس یک زنجیره مارکف مرتبه اول بین دو حالت چرخش و انتقال کند. مدل‌سازی بازدهی‌های سهام نقش بسیار مهمی در پژوهش‌ها ایفا می‌کند. نتایج پیش‌بینی این مدل عاملی اساسی در مدیریت ریسک و بحران و همچنین برای سیاست‌گذاران مالی است. امروزه این واقعیت کاملاً نهادینه شده است که نوسانات مالی، نوعی فرایند تصادفی با درجه‌ای مشخص از پایداری در نوسانات بازدهی سهام است. هدف استفاده از مدل چرخشی مارکف این است که از طریق جزء تصادفی مدل می‌توان چرخش‌ها و تغییرات ناپیوسته تصادفی را مدل‌سازی کرد و اجازه می‌دهد در فرایند پیش‌بینی از اطلاعات شرطی استفاده کرد. شایان ذکر است که این جزء تصادفی متغیر تصادفی حالت همان رژیم است و از فرایند مارکف پیروی می‌کند. هدف کاربردی دیگر اینکه برای پیش‌بینی بهتر است از پیش‌بینی متغیر حالت، با توزیع وابسته به زمان (شرطی) استفاده شود.

---

1. Gray  
2. Duaker  
3. SW-GARCH

## ۲. پیشینه مطالعاتی

در ایران مطالعات فراوانی درباره مدل‌های گارچ در بازار سهام انجام شده است؛ ولی در زمینه گارچ انتقالی مارکف مطالعه‌ای وجود ندارد و فقط دو مطالعه در زمینه رویکرد انتقالی مارکف ساده انجام شده است. فرزین‌وش و شکوری (۱۳۸۸) در پایان‌نامه «بازدهی سهام و تورم در ایران، به بررسی رابطه میان نرخ تورم و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از مدل اتورگرسیون برداری مارکف سوئیچینگ پرداخته‌اند. ابونوری و عرفانی (۱۳۸۷) نیز در مقاله «الگوی چرخشی مارکف و پیش‌بینی احتمال وقوع بحران نقدینگی در کشورهای عضو اوپک»، با استفاده از الگوی چرخشی مارکف، نوعی الگوی هشداردهنده پیش از وقوع برای آن‌ها برآورد کردند. امید است این مطالعه اساسی برای مدل‌سازی گارچ انتقالی مارکف در ایران باشد. در دهه اخیر، مطالعات خارجی فراوانی درباره مدل‌های مارکف سوئیچینگ انجام شده است؛ اما از میان مطالعات خارجی نیز فقط دو موضوع زیر با مدل‌های گارچ انتقالی مارکف مرتبط است:

- کاراداژ، در سال ۲۰۰۸، هر دو مدل گارچ تک‌رژیمه و گارچ چرخشی مارکف را برای بازار سهام ترکیه بررسی کرد. سپس با توابع زیان مختلف به پیش‌بینی نوسانات از این دو روش پرداخت و پیش‌بینی خارج از نمونه را بررسی کرد.

- مارکوزی، در سال ۲۰۰۵، مجموعه‌ای از مدل‌های گارچ و E-گارچ و GJR-گارچ و گروهی از مدل‌های SW-GARCH را در توانایی آن‌ها در پیش‌بینی نوسانات برای داده‌های امریکا در دوره‌های یک‌روزه و یک‌ماهه پیش‌بینی کرد. مطالعه حاضر براساس مطالعه مارکوزی انجام شده است.

## ۳. مبانی نظری

### ۳.۱. مدل‌های انتقالی

در این بخش توضیح مختصری درباره نحوه آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌شود. بازار سهام و نوسانات بازدهی سهام را می‌توان به دو رژیم تقسیم کرد:  $S_t=1$  برای رژیم اول؛  $S_t=2$  برای رژیم دوم. اگر  $r_t$  سری بازدهی‌های مالی باشد و از مدلی با شکست‌های ساختاری پیروی کند:

$$r_t = \begin{cases} c_1 + \alpha_1 x_t + u_t & \text{if } s_t=1 \\ c_2 + \alpha_2 x_t + u_t & \text{if } s_t=2 \end{cases}$$

به صورت خلاصه:  $r_t = C_{s_t} + \alpha_{s_t} x_{s_t} + u_{s_t}$ ، که است  $u_t \sim N(0, \sigma_{s_t}^2)$  و  $x$  یک متغیر

یا متغیرهای برون‌زاست و اگر فرایند در رژیم ۱ باشد،  $s_t=1$  است. اگر فرایند در رژیم ۲ باشد،  $s_t=2$  است. ابتدا تابع چگالی احتمال توأم بازدهی‌های  $I_t$  و متغیر مشاهده‌ناشدنی رژیم‌ها به صورت زیر ساخته می‌شود:

$$f(r_t, s_t | \psi_{t-1}) = f(r_t | s_t, \psi_{t-1}) f(s_t | \psi_{t-1}) \quad (۱)$$

که  $\psi_{t-1}$  به همه اطلاعات موجود تا زمان  $t-1$  برمی‌گردد و  $f(r_t | s_t, \psi_{t-1})$  به وسیله معادله ۲ داده شده است. در مرحله دوم، تابع چگالی احتمال حاشیه‌ای ( $I_t$ ) به صورت زیر ساخته می‌شود:

$$\begin{aligned} f(r_t | \psi_{t-1}) &= \sum_{s_t=1}^2 f(r_t, s_t | \psi_{t-1}) = \sum_{s_t=1}^2 f(r_t | s_t, \psi_{t-1}) f(s_t | \psi_{t-1}) \\ &= \frac{1}{\sqrt{2\pi\sigma_1^2}} \cdot \exp\left(-\frac{1}{2} \cdot \frac{(r_t - c_1 - \alpha_1 x_t)^2}{\sigma_1^2}\right) \cdot \Pr(s_t = 1 | \psi_{t-1}) \end{aligned} \quad (۲)$$

$$+ \frac{1}{\sqrt{2\pi\sigma_2^2}} \cdot \exp\left(-\frac{1}{2} \cdot \frac{(r_t - c_2 - \alpha_2 x_t)^2}{\sigma_2^2}\right) \cdot \Pr(s_t = 2 | \psi_{t-1})$$

بنابراین تابع لگاریتم درست‌نمایی به صورت زیر نوشته می‌شود:

$$L = \sum_{t=1}^T \ln \left( \sum_{s_t=1}^2 f(r_t | s_t, \psi_{t-1}) \Pr(s_t | \psi_{t-1}) \right). \quad (۳)$$

عبارت  $\Pr(s_t = i | \psi_{t-1})$  برای  $i=1,2$  در معادله ۵-۱-۳، احتمالات رژیم نامیده می‌شود و احتمالاتی است براساس همه اطلاعات موجود تا زمان  $t-1$ . فرایند در زمان  $t$  در رژیم  $i$  قرار دارد. متغیر حالت یا رژیم  $s_t$  از یک فرایند مارکف پیروی می‌کند و متغیری تصادفی و مشاهده‌ناپذیر است. فرایند انتقالی مارکف دو رژیمه به صورت زیر است. این معادله به صورت اتورگرسیو بیان شده؛ چون متغیر وابسته با تأخیر وارد مدل شده است، به خصوص که بازدهی سهام حتماً تحت تأثیر مقادیر دوره‌های قبل قرار می‌گیرد:

$$R_{it} = \alpha_0(1 - S_t) + \sum \alpha_i(S_t)R_{t-i} + [\sigma S_t] \varepsilon_{it}$$

$\varepsilon_{it}$  متغیرهای مستقل و با توزیع یکسان گوسی است.  $S_t$  متغیر حالت است که از زنجیره مارکف مرتبه اول پیروی می‌کند. انتقال در رژیم، چرخش در میانگین و چرخش در واریانس و چرخش

همزمان در میانگین و واریانس را مجاز می‌داند. معادلات زیر بیانگر این است که متغیر تصادفی و مشاهده‌ناشدنی رژیم‌ها  $S_t$  از زنجیره مارکف مرتبه اول پیروی می‌کند.

$$\begin{aligned} \Pr(S_t=1 | S_{t-1}=1) &= q & \Pr(S_t=2 | S_{t-1}=1) &= 1-q \\ \Pr(S_t=2 | S_{t-1}=2) &= p & \Pr(S_t=1 | S_{t-1}=2) &= 1-p \end{aligned}$$

$p, q$  احتمالات انتقال است. برآورد شاخص‌ها از روش حداکثر درست‌نمایی انجام می‌شود. این برآوردها برای احتمالات  $p, q$  به صورت زیر است:

$$\hat{p} = \frac{\sum_{t=2}^T pr(S_t = 2, S_{t-1} = 2 | \hat{e}_t)}{\sum_{t=2}^T pr(S_{t-1} = 2 | \hat{e}_t)} \quad \hat{q} = \frac{\sum_{t=2}^T pr(S_t = 1, S_{t-1} = 1 | \hat{e}_t)}{\sum_{t=2}^T pr(S_{t-1} = 1 | \hat{e}_t)}$$

میانگین طول هر رژیم نیز از فرمول  $d_i = (1 - p_{ii})^{-1}$  به دست می‌آید. در مطالعه حاضر، از مدل گارچ رژیم چرخشی مارکف استفاده شده که کلاس‌ن ارائه کرده است. تصریح کلاس‌ن برای واریانس شرطی می‌تواند به صورت زیر نشان داده شود:

$$\begin{aligned} h_{t, S_t=i} &= \alpha_{0, S_t=i} + \alpha_{1, S_t=i} u_{t-1}^2 + \beta_{1, S_t=i} h_{t-1} \\ &= \alpha_{0, S_t=i} + \alpha_{1, S_t=i} u_{t-1}^2 + \beta_{1, S_t=i} E(h_{t-1} | s_t = i) \end{aligned} \quad (4)$$

که در آن:

$$E(h_{t-1} | s_t = i) = \sum_{j=1}^2 \tilde{p}_{ji, t-1} [\mu_{S_{t-1}=j}^2 + h_{t-1, S_{t-1}=j}] - \left[ \sum_{j=1}^2 \tilde{p}_{ji, t-1} [\mu_{S_{t-1}=j}^2] \right]^2 \quad (5)$$

و احتمالات  $\tilde{p}_{ji, t-1}$  در معادله ۵ به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\tilde{p}_{ji, t-1} = \Pr(s_{t-1} = j | s_t = i, \psi_{t-1}) = \frac{p_{ji} \Pr(s_{t-1} = j | \psi_{t-1})}{\Pr(s_t = i | \psi_{t-1})} \quad (6)$$

که  $p_{ji} = \Pr(s_t = i | s_{t-1} = j)$  است برای  $i=1, 2$ .

در مدل سوگراچ با دو رژیم، پیش‌بینی نوسانات برای  $k$  مرحله جلوتر به شرط اطلاعات موجود در زمان  $T-1$  به صورت زیر است (مارکوزی: ۲۰۰۵):<sup>۱</sup>

$$\hat{h}_{T,T+k} = \sum_{i=1}^2 \Pr(s_{T+k} = i | \psi_{T-1}) \hat{h}_{T,T+k,St+k=i} \quad (7)$$

که  $\hat{h}_{T,T+k,St+k=i}$  پیش‌بینی  $k$  مرحله جلوتر از نوسانات در رژیم  $i$  بوده که در زمان  $T$  است و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\hat{h}_{T,T+k,St+k=i} = \alpha_{0,St+k=i} + (\alpha_{1,St+k=i} + \beta_{1,St+k=i}) E_{T-1}(\hat{h}_{T,T+k-1} | s_{T+k} = i). \quad (8)$$

همچنین عبارت  $\sum_{i=1}^2 \Pr(s_{T+k} = i | \psi_{T-1})$  در معادله ۸ نیز به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\left[ \begin{array}{c} \Pr(s_{T+k} = 1 | \psi_{T-1}) \\ \Pr(s_{T+k} = 2 | \psi_{T-1}) \end{array} \right] = P^{k+1} \left[ \begin{array}{c} \Pr(s_{T-1} = 1 | \psi_{T-1}) \\ \Pr(s_{T-1} = 2 | \psi_{T-1}) \end{array} \right] \quad (9)$$

در نهایت برای محاسبه قسمت انتظاری  $E_{T-1}(\hat{h}_{T,T+k-1} | s_{T+k} = i)$  در معادله ۸ به محاسبه نیاز است، بنابراین:

$$\Pr(s_{T+k-1} = j | s_{T+k} = i, \psi_{T-1}) = \frac{p_{ji} \Pr(s_{T+k-1} = j | \psi_{T-1})}{\Pr(s_{T+k} = i | \psi_{T-1})} \quad (10)$$

با احتمال  $p_{ji} = \Pr(s_t = j | s_{t-1} = i)$  برای  $j, i=1, 2$  علاوه بر این از آزمون ARCH انگل<sup>۲</sup> استفاده شده است. این نتایج نیز تأیید کرد که شواهد محکمی دال بر ناهمسانی واریانس وجود دارد. بنابراین استفاده از مدل‌های خانواده GARCH برای واریانس شرطی صادق است. برای آزمون سطح معناداری خودهمبستگی، از آزمون Q ال جانگک و باکس (LBQ)<sup>۳</sup> (۱۹۸۷) استفاده شده است. براساس نتایج آزمون Q، فرض صفر بیانگر این است که هیچ همبستگی سریالی وجود ندارد. همبستگی سریالی در مربعات بازدهی‌ها نشان می‌دهد واریانس ناهمسانی شرطی وجود دارد. بنابراین، اهمیت خودهمبستگی در سری بازدهی‌های تعدیل‌شده با

1. Marcucci.

2. Engle's ARCH test, 1982.

3. Ljung & Box Q Test, LBOQ.

میانگین مورد تحلیل قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر، مقدار آماره  $(t-\mu)^2$  به وسیله آزمون LBQ ارزیابی می‌شود.

بعد از اجرای آزمون‌های اولیه، مدل‌های ARCH و GARCH تعیین و تخمین زده می‌شود. ابتدا با اجرای آزمون ناهمسانی واریانس LM، طبق پیشنهاد انگل (۱۹۸۲)، رتبه مناسب مدل‌های ARC و GARCH تعیین می‌شود. با اجرای این آزمون و با توجه به معیار آکائیک شوارتز که کمترین آکائیک را دارد و مناسب‌تر است، مدل GARCH(1,1) انتخاب شد.

زنجیره‌های مارکف نوع خاصی از فرایند تصادفی است که به‌طور وسیعی برای بررسی تغییرات هر سیستم طی زمان به کار می‌رود. با استفاده از زنجیره مارکف مرتبه اول برای متغیر حالت  $S_t$ ، نتایج و مشاهدات به دو دسته پرنوسان و کم‌نوسان تقسیم می‌شود. تبدیلات و انتقال بین این دو حالت را با ماتریس احتمالات انتقال نشان می‌دهند. در این مدل روی غیرخطی بودن تمرکز می‌کنیم. غیرخطی بودن وقتی ایجاد می‌شود که فرایند در رابطه با یک انتقال گسترده در طول بخش‌های رژیم باشد که رفتار پویای سری به وضوح دارای تفاوت است.

### ۲.۳. تصریح مدل‌های گارچ انتقالی مارکف

مدل‌های SW-GARCH به وسیله توزیع‌های نرمال (N) و توزیع  $t$  استیودنت و GED برای خطاها برآورد می‌شود. میانگین شرطی در اینجا نیز به صورت  $r_t = \mu + u_t$  است. واریانس شرطی برای مدل گارچ انتقالی مارکف به صورت زیر است.  $\sigma^2$  بیانگر واریانس غیر شرطی در هر رژیم بوده که با واریانس شرطی برابر است.

$$E(h_{t-1} | s_t = i) = \sum_{j=1}^2 \tilde{p}_{ji,t-1} [\mu_{St-1=j}^2 + h_{t-1, St-1=j}] - \left[ \sum_{j=1}^2 \tilde{p}_{ji,t-1} [\mu_{St-1=j}^2] \right]^2$$

برای هر رژیم، مقدار  $\alpha_0^{(i)}$  با معادله زیر محاسبه و جایگذاری می‌شود:

$$\sigma^{(i)} = (\alpha_0^i / (1 - \alpha_1^i - \beta_1^i))^{1/2}$$

$\pi$  احتمال غیر شرطی بودن در رژیم اول و دوم است و به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$p(s_t = 1) = \frac{1-p}{2-p-q} \quad p(s_t = 2) = \frac{1-q}{2-p-q}$$



### ۳.۳. عملگر مانای بوتسترپ<sup>۱</sup>

بوتسترپ تکنیکی جایگزین برای توزیع برآورد یک برآوردگر یا آماره است در زمانی که فرضی توزیعی خاص و دقیقی درباره داده وجود داشته باشد (افرون<sup>۲</sup>، ۱۹۷۹ و ۱۹۸۲). این روش وقتی به کار گرفته می‌شود که روش‌های مرسوم معتبر نباشد یا اندازه نمونه کوچک باشد. ایده بوتسترپ تولید نمونه‌های تکراری بسیاری به وسیله نمونه‌گیری مکرر با جایگزینی داده‌های قبلی است. اندازه نمونه به همان اندازه نمونه از داده‌های اصلی است.

### ۴. نتایج تجربی

#### ۴.۱. معرفی داده‌ها

مجموعه داده‌های به کار رفته در این مطالعه، قیمت سهام در روزهای باز بازار سهام، یعنی پنج روز در هفته، در طول دوره ۱۳۷۶/۶/۷ تا ۱۳۹۰/۱/۱۴ است. همچنین از شاخص قیمت کل (TEPIX) برای قیمت سهام استفاده شده است. داده‌ها به دو دوره تقسیم می‌شود: داده‌های مربوط به دوره تخمین از ۱۳۷۶/۶/۷ تا ۱۳۸۸/۵/۱۸ با ۲ هزار و ۷۹۳ مشاهده و داده‌های مربوط به دوره پیش‌بینی حدود یک سال و نیم از ۱۳۸۸/۱/۱۹ تا ۱۳۹۰/۱/۱۴ با چهارصد مشاهده تقسیم شده است. هدف از تقسیم‌بندی داخل نمونه‌ای، تخمین و برآورد مدل‌های داخل نمونه‌ای است. برای پیش‌بینی نیز از تقسیم‌بندی خارج از نمونه‌ای استفاده شده است. داده‌های قیمت روزانه با روش استاندارد زیر به بازدهی‌های روزانه تبدیل شده است:

$$r_t = 100 * LN\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

#### ۴.۲. فرضیه‌های تحقیق

- مدل‌های گارچ انتقالی مارکف، با توزیع خطای با دنباله پهن، نوسانات بازار سهام ایران را نسبت به سایر مدل‌های گارچ انتقالی بهتر مدل‌سازی می‌کنند.
- دقت پیش‌بینی مدل‌های گارچ انتقالی مارکف با توزیع خطای پهن درمقایسه با سایر مدل‌های گارچ انتقالی مارکف بیشتر است.
- درجه نوسان‌پذیری (پایداری) مدل‌های گارچ انتقالی مارکف با توزیع خطای  $t$  کمتر است.

1. Bootstrap.  
2. Efron.

برای سنجش فرضیه اول از معیارهای اطلاعات شامل AIC و BIC، در فرضیه دوم برای بررسی دقت پیش‌بینی، از هفت تابع زیان آماری از قبیل معیارهای MAE و RMSE و در فرضیه سوم از معیارهای سنجش پایداری استفاده شده است.

### ۳.۴. خودهمبستگی و تأثیرات آرچ

تابع خودهمبستگی<sup>۱</sup> (ACF) و تابع خودهمبستگی جزئی (PACF)<sup>۲</sup> برای بازدهی‌ها و مربعات بازدهی‌ها در جدول ۱ آمده است. تمام مقادیر ACF و PACF بسیار کوچک هستند. مقادیر کم خودهمبستگی بیانگر این است که سری بازدهی‌ها تقریباً ناهمبسته است. همچنین همبستگی معنی‌داری در بازده مربعات وجود دارد و وجود این همبستگی بین مربعات بازدهی‌ها نشان‌دهنده وجود همبستگی سریالی در نوسانات است. آماره LM برای آزمون اثر ARCH در وقفه‌های مختلف استفاده می‌شود. فرض صفر این است که هیچ اثری از ARCH وجود ندارد و این آماره دارای توزیع F است. در این جدول، LM(q) برای تأثیرات ARCH در پسماندهای حاصل از OLS رگرس کردن سری بازدهی‌ها روی یک ثابت است.

#### جدول ۱. نتایج همبستگی سری بازدهی‌ها و همبستگی سریالی

سری مربعات بازدهی‌ها				سری بازدهی‌ها				وقفه‌ها
p-value	آماره LQB	PACF	ACF	p-value	آماره LQB	PACF	ACF	
۰/۰۰	۱۲۳/۸۴	۰/۱۹۷	۰/۱۹۷	۰/۰۰	۵۴۴/۲۱	۰/۴۱۳	۰/۴۱۳	۱
۰/۰۰	۲۵۴/۶۵	۰/۰۲۲	۰/۰۵۵	۰/۰۰	۱/۱۰۲۸	۰/۰۳۱	۰/۱۴۳	۵
۰/۰۰	۳۰۵/۲۱	۰/۰۳۱	۰/۰۶۴	۰/۰۰	۱۴۹۵/۶	۰/۰۶۱	۰/۱۹۳	۱۰
۰/۰۰	۳۸۸/۷۱	۰/۰۰۸	۰/۰۵۰	۰/۰۰	۱۷۵۹/۶	۰/۰۴۱	۰/۱۰۹	۱۵
۰/۰۰	۴۵۵/۷۶	۰/۰۳۳	۰/۰۷۱	۰/۰۰	۱۹۶۴/۵	-۰/۰۰۲	۰/۱۰۲	۲۰
۰/۰۰	۴۹۰/۹۹	-۰/۰۰۲	۰/۰۳۴	۰/۰۰	۲۰۴۶/۶	۰/۰۰۷	۰/۰۶۵	۲۵

منبع: محاسبات تحقیق

نتایج آزمون ARCH انگل<sup>۳</sup> نیز تأیید کرد که شواهد محکمی دال بر ناهمسانی واریانس وجود دارد. بنابراین استفاده از مدل‌های خانواده GARCH برای واریانس شرطی صادق است. برای آزمون سطح معناداری خودهمبستگی، از آزمون Q ال جانگ و باکس (LBQ)<sup>۴</sup> (۱۹۸۷) استفاده شده است.

1. Auto Correlation Function.
2. Partial Auto Correlation Function.
3. Engle's ARCH Test.
4. Ljung & Box Q Test, LBOQ.

بر اساس نتایج آزمون Q، فرض صفر این است که هیچ همبستگی سریالی وجود ندارد و بر اساس نتایج، تا وقفه پنجاهم با سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرض صفر رد نمی‌شود. همبستگی سریالی در مربعات بازدهی‌ها نشان می‌دهد واریانس ناهمسانی شرطی وجود دارد. بنابراین باید اهمیت خودهمبستگی در سری بازدهی‌های تعدیل‌شده با میانگین تحلیل شود؛ یعنی مقدار آماره  $(\hat{\sigma}_t^2 - \mu)^2$  محاسبه و بررسی می‌شود. این محاسبه به وسیله آزمون LBQ انجام می‌شود.<sup>۱</sup> در این قسمت، آزمون همبستگی باقیمانده‌ها توسط بریوش گادفری آمده است. این آزمون دارای توزیع F بوده و در جدول ۲ آمده است.

جدول ۲. نتایج حاصل از آزمون واریانس ناهمسانی بازدهی‌ها

وقفه‌ها	آماره آزمون LM ARCH	p-value	آماره آزمون Bruesch-Godfrey	p-value
۱	۱۰۶/۸۴	۰/۰۰	۶۵۴/۹۳	۰/۰۰
۵	۳۴/۴۴	۰/۰۰	۱۴۸/۷۶	۰/۰۰
۱۰	۱۸/۵۰	۰/۰۰	۸۴/۸۱	۰/۰۰
۱۵	۱۳/۶۸	۰/۰۰	۵۷/۵۲	۰/۰۰
۲۰	۱۰/۹۲	۰/۰۰	۴۳/۳۵	۰/۰۰
۲۵	۸/۷۹	۰/۰۰	۳۴/۷۲	۰/۰۰

منبع: محاسبات تحقیق

در جدول فوق، مقدار LBQ متناظر با آماره ال جانگ باکس<sup>۲</sup> آمده است که تأثیرات ARCH در بازدهی‌های سری TEPIX در ایران وجود دارد. مجموعه مدل‌های گارچ رقیب، هم با شاخص‌های وابسته به حالت یا رژیم<sup>۳</sup> و هم بدون این شاخص‌ها، با استفاده از روش شبه حداکثر درست‌نمایی<sup>۴</sup> (QML)، برآورد می‌شوند. واریانس شرطی و میانگین شرطی، هر دو به صورت توأم، با حداکثر کردن تابع لگاریتم درست‌نمایی برآورد شده که به عنوان لگاریتم خروجی تابع چگالی احتمال شرطی خطاهای پیش‌بینی محاسبه می‌شوند. برآوردهای ML به وسیله حداکثر کردن لگاریتم درست‌نمایی ارائه شده توسط برایدن، فلچر، گلدفارب و شانو<sup>۵</sup> (BFGS) از الگوریتم بهینه‌سازی شبه نیوتون در قواعد بهینه‌سازی عددی در نرم‌افزار MATLAB به دست آمده است. بعضی از مراحل در

۱. این به آزمون ضریب لاگرانژ Bruesch-Godfrey باز می‌گردد.

2. Ljung-Box  
3. State-dependent  
4. Quasi-Maximum Likelihood  
5. Broydenn, Fletcher, Goldfarb&Shanno

این مطالعه به زبان برنامه‌نویسی ++C نوشته شده است. در این برنامه، سرعت افزایش یافته و توانایی‌هایی که به‌طور مستقیم در نرم‌افزار MATLAB نیست، ایجاد می‌شود.

#### ۴.۴. نتایج برآورد مدل‌های گارچ انتقالی

نتایج برآورد و خلاصه آمارها از مدل‌های SW-GARCH در جدول ۳ آمده است. تقریباً همه شاخص‌ها، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، به‌طور معناداری با صفر فاصله دارند. در سطح اطمینان ۹۰ درصد، برآوردهای میانگین شرطی در رژیم پرنوسان SW-GARCH با توزیع‌های نرمال، t-استیودنت و GED به‌وضوح معنی‌دار هستند. ولی شاخص‌های ARCH و  $(\alpha_1)$ ، در هر دو رژیم نوسانات مدل گارچ انتقالی مارکف، با خطای نرمال معنی‌دار هستند. برای بررسی دقت مدل‌های SW-GARCH، خودهمبستگی در پسماندهای استاندارد شده و مربعات پسماندهای استاندارد شده بررسی می‌شود. نتایج نشان می‌دهد فرض نرمال بودن برای خطاهای استاندارد شده در مدل SW-GARCH برای به‌تصویر کشیدن و ثبت ناهمسانی واریانس در بازار بورس اوراق بهادار تهران رد می‌شود. بنابراین در این مرحله، از مدل SW-GARCH با توزیع t-استیودنت و GED استفاده می‌شود.

برای مشاهده وجود رژیم‌های متفاوت، واریانس شرطی برای هر نوسان محاسبه می‌شود. براساس نتایج جدول ۳، برای مدل‌های SW-GARCH، واریانس شرطی رژیم پرنوسان چندین برابر بزرگ‌تر از رژیم‌های کم‌نوسان است؛ برای مثال مقدار واریانس شرطی مدل SW-GARCH با توزیع خطای t، در کم‌نوسان حدود ۰/۳۹۵ در رژیم‌های پرنوسان حدود ۶/۷۵ و حدود ۱۶ برابر رژیم‌های کم‌نوسان است. این یافته‌ها تأیید می‌کنند که فرایند نوسانات در بازار سهام ایران با دو رژیم متفاوت توصیف می‌شود. همچنین تفاوت زیاد بین واریانس هر رژیم گویای این است که در مدل‌های نوسانات، انتقال رژیم‌ها ضروری است. سطح نوسانات بلندمدت به برآوردهای شاخص ثابت  $\alpha_0$  بستگی دارد (الکساندر، ۲۰۰۱).

نتایج جدول ۳ با این موضوع مطابقت دارد و بیانگر این است که تفاوت بسیاری بین برآوردهای  $\alpha_0$  در نوسانات هر رژیم وجود دارد. برآوردهای شاخص  $\alpha_0$  در هر رژیم پرنوسان، به‌طور تقریبی، چهار برابر بیشتر از مقدار  $\alpha_0$  در رژیم کم‌نوسان است؛ مثلاً در مدل گارچ انتقالی با توزیع t، مقدار این آماره در رژیم کم‌نوسان حدود ۰/۴۲۲ و برای رژیم پرنوسان حدود ۰/۲۳ برای خطای نرمال است. علاوه بر این، پویایی کوتاه‌مدت نوسانات به‌وسیله شاخص  $\alpha_1$  در مدل ARCH و شاخص  $\beta_1$  در مدل

1. Alexnder.

GARCH تعیین می‌شود. براساس برآوردهای بزرگ  $\beta_1$ ، اثر شوک‌ها در نوسانات در بلندمدت تحلیل می‌رود، بنابراین نوسانات پایدار است. مقادیر بزرگ  $\alpha_1$  واکنش در تغییرات قیمت اخیر را نشان می‌دهد (الکساندر: ۲۰۰۱، ۷۳).

### جدول ۳. نتایج برآورد مدل‌های گارچ انتقالی مارکف

	مدل‌های گارچ انتقالی مارکف (SW-GARCH)							
	Normal		t-استویدنت (۲)		t-استویدنت		GED	
	کم‌نوسان رژیم	بیش‌نوسان رژیم	کم‌نوسان رژیم	بیش‌نوسان رژیم	کم‌نوسان رژیم	بیش‌نوسان رژیم	کم‌نوسان رژیم	بیش‌نوسان رژیم
$\mu$	۰/۰۶۸۸	-۰/۰۰۹۱	۰/۲۲۹۱	-۰/۰۴۰۹	۰/۲۳۰۴	-۰/۰۴۲۲	۰/۰۶۱۲	-۰/۰۰
t آماره	۱۱/۷۲	-۰/۱۳۶	۲۶/۰۶	-۶/۱۷۵	۲۶/۴۳	-۶/۲۶	۱۴۳/۵۰۶	-۰/۱۱۹
$\alpha_0$	۰/۰۱۲۶	۰/۷۳۶۵	۰/۰۰۲۳	۰/۰۴۷۵	۰/۰۰۲۷	۰/۰۴۴۹	۰/۲۳۳۹	۰/۰۰۰۱
t آماره	۵/۲۰	۸/۱۴	۱/۶۳	۸/۴۶	۱/۷۷	۸/۹۳	۲/۶۶	۰/۵۳
$\alpha_1$	۰/۴۷۷۸	۰/۶۰۱۷	۰/۱۳۱۱	۰/۸۲۴۳	۰/۱۲۷۶	۰/۸۰۲۷	۰/۰۲۰۸	۰/۰۰۰۱
t آماره	۹/۸۹	۴/۶۵	۵/۳۱	۶/۶۰	۵/۱۳۸	۷/۱۳۶	۰/۹۶	۰/۲۶
$\beta_1$	۰/۲۵۵۴	۰/۳۷۵۹	۰/۸۶۸۵	۰/۰۸۰۶	۰/۸۷۲۰	۰/۰۸۳۹	۰/۹۶۹۱	۰/۰۰۰۱
t آماره	۹/۸۶	۲/۵۱	۳۶/۷۴	۲/۱۳	۳۵/۲۷۴	۲/۲۱۴	۶۰/۵۳	۰/۸۳
P	۰/۸۸۴۰		۰/۹۶۹۲		۰/۹۶۸۱		۰/۳۱۰۴	
t آماره	۶۱/۷۶		۱۵۹/۵۵		۱۵۵/۰۱		۳۹/۲۸	
Q	۰/۰۰۷۱		۰/۹۷۲۹		۰/۹۷۲۸		۰/۹۶۹۱	
t آماره	۰/۱۱۸		۱۵۸/۰۲		۱۶۰/۲۳		۳/۵۸	
درجه آزادی	-		۳/۹۸	۳/۴۷	۳/۷۰۳۹		۰/۲۵۰۵	
t آماره	-		۱۲/۵۹	۱۱/۴۲	۱۷/۵۳		۱۴/۲۴	
Log(L)	۱۳۸۴/۶		۱۱۶۷/۷۳		۱۱۶۸/۳۶		۱۹۹۶/۱۵	
$\sigma^2$	۳۲/۸۷۹	۰/۰۴۷	۵/۷۵	۰/۴۹۹	۶/۷۵	۰/۳۹۵	۲۲/۱۶۸	۰/۰۰۰۱
$\pi$	۰/۸۹۵۳	۰/۱۰۴۶	۰/۴۶۸۰	۰/۵۳۱۹	۰/۴۶۰۲	۰/۵۳۹۷	۰/۰۴۲	۰/۹۵۷۱

منبع: محاسبات تحقیق

جدول ۳ احتمالات غیرشرطی هریک از مدل‌های SW-GARCH را گزارش می‌کند. منظور از رژیم‌های کم‌نوسان، رژیم‌های با احتمالات انتقال کمتر است و به‌همین صورت برای رژیم پرنوسان رژیم‌های با احتمالات انتقال بیشتر است. مقایسه رژیم‌های کم‌نوسان و پرنوسان در تمام مدل‌های SW-GARCH بیانگر این است که رژیم‌های نوسانات اولیه، برآوردهای  $\alpha_1$  کمتری، اما  $\beta_1$  بیشتری در مقایسه با رژیم‌های نوسانات بعدی دارند. بنابراین فرایند GARCH در رژیم‌های کم‌نوسان، پرکارتر و با نوسان بیشتر بوده و پایداری کمتری از آنچه در رژیم پرنوسان است از خود نشان می‌دهد. به‌علاوه احتمالات شرطی بودن در رژیم پرنوسان و کم‌نوسان در مدل گارچ انتقالی با توزیع خطای t به ترتیب

برابر با ۰/۵۵ و ۰/۴۵ محاسبه شده است.<sup>۱</sup> همان‌طور که انتظار می‌رفت برای همه مدل‌های SW-GARCH میانگین شرطی بازدهی‌ها در رژیم‌های کم‌نوسان بیشتر از پرنوسان است. بنابراین نااطمینانی کمتر شاخص قیمت کل، این شانس را می‌دهد که عاملان متخصصان<sup>۲</sup> سود بیشتری ببرند. این موضوع اهمیت مدل‌های رژیم چرخشی را برای مدل‌سازی نوسانات نشان می‌دهد.

احتمال غیرشرطی بودن در رژیم اول  $\pi^1$  است و این گونه تعریف می‌شود که نسبت به رژیم دومی نوسان کمتری دارد. همچنین بین حدود ۰/۰۴ در توزیع GED و ۰/۸ در توزیع با خطای نرمال تغییر می‌کند. احتمالات غیرشرطی بودن در رژیم پرنوسان (رژیم دوم)  $\pi^2$  بین حدود ۰/۱ در مدل با خطای نرمال و ۰/۹ در مدل با خطای GED تغییر می‌کند. برای نسخه مدل گارچ انتقالی با توزیع خطای  $t$ -استیودنت برای مدل SW-GARCH با درجه آزادی ثابت و بدون تغییر در بین رژیم‌ها، شکل شاخص درجه آزادی مدل کمتر از ۴ است. این درجه آزادی مربوطه مدل است و بیانگر این است که گشتاورهای شرطی تا سومین گشتاور وجود دارد (کاراداغ، ۲۰۰۸<sup>۳</sup>)؛ یعنی با مجاز دانستن شاخص‌های وابسته به حالت<sup>۴</sup> می‌توان انواع شکست‌ها و پرش‌ها را در داده‌ها مدل‌سازی کرد. در حالت GED، شاخص ۷ که منظور از آن درجه آزادی مدل است، بیشتر از حد آستانه‌ای با مقدار ۲ است. این میزان نشان می‌دهد توزیع دارای دنباله‌های پهن‌تر از نرمال است. این یافته با مفهوم دنباله‌های پهن همخوانی دارد. کشیدگی شرطی توزیع در حالت GED برابر با ۵/۱۳۴ است.<sup>۵</sup> مدل SW-GARCH با خطای  $t$ -استیودنت در نسخه‌ای که درجه آزادی بین رژیم‌ها ثابت نیست و بین رژیم‌ها تغییر می‌کند نیز ارائه شده است. این موضوع بیانگر کشیدگی متغیر با زمان<sup>۶</sup> است که در مطالعات هانسن<sup>۷</sup> (۱۹۹۴) و داکر<sup>۸</sup> (۱۹۹۷) مطرح شده است.

$\sigma^2$  بیانگر واریانس غیرشرطی در هر رژیم بوده و واریانس شرطی برابر است با:

$$E(h_{t-1} | s_t = i) = \sum_{j=1}^2 \tilde{p}_{ji,t-1} [\mu_{St-1=j}^2 + h_{t-1, St-1=j}] - \left[ \sum_{j=1}^2 \tilde{p}_{ji,t-1} [\mu_{St-1=j}^2] \right]^2$$

$$1. \quad p(s_t = 1) = \frac{1-p}{2-p-q}, \quad p(s_t = 2) = \frac{1-q}{2-p-q}$$

2. Practitioners

3. Mehmet Karadag.

4. State dependent

$$5. \quad \sigma^{(i)} = (\alpha_0^i / (1 - \alpha_1^i - \beta_1^i))^{1/2}$$

6. Time Varying

7. Hansen.

8. Dueker .

برای هر رژیم، مقدار  $\alpha_0^{(i)}$  با جایگزین می‌شود.  $\pi$  احتمال غیرشرطی بودن در رژیم دیگر است. پایداری شوک‌ها در  $i$  امین رژیم نیز نشان داده شده است و از فرمول‌های زیر محاسبه می‌شود:

$$p(s_t = 1) = \frac{1-p}{2-p-q} \quad p(s_t = 2) = \frac{1-q}{2-p-q}$$

#### ۵.۴. پایداری (نوسان‌پذیری)

براساس فرضیه سوم، درجه پایداری مدل‌های گارچ انتقالی مارکف کمتر از مدل‌های گارچ تک‌رژیمه است؛ یعنی پایداری مدل‌های گارچ انتقالی مارکف بیشتر است. براساس نتایج جدول ۴، مدل‌های گارچ انتقالی، پایداری زیاد در نوساناتی را رفع می‌کنند که در مدل‌های گارچ وجود دارد و این پایداری را افزایش می‌دهند. مجموع ضریب شاخص‌های ARCH و GARCH در مدل‌های SW-GARCH درجه پایداری نوسانات را ارائه می‌کنند و این مقدار پایداری برای مدل‌های گارچ انتقالی مارکف به‌طور واضح بیشتر است. علاوه بر این، درجه پایداری  $(\alpha_1 + \beta_1)$  در میان رژیم‌های کم‌نوسان در مقایسه با رژیم‌های پر‌نوسان، بیشتر است<sup>۱</sup> و پایداری کمتری دارد. برآوردهای شاخص‌های احتمالات انتقال  $p, q$  به‌طور آماری در سطح ۹۵ درصد معنادار و نزدیک به ۱ بوده که بیانگر پایداری زیاد نوسانات در داخل هر رژیم به‌صورت جداگانه است. تغییرات رژیم در نوسانات ممکن است به پایداری زیاد نوسانات منجر شود؛ ولی با به‌کارگیری مدل انتقال رژیمی، هر رژیم در نوسانات جداگانه عمل می‌کند و از افزایش پایداری (نوسان‌پذیری) می‌کاهد.

جدول ۴. پایداری در مدل‌های گارچ انتقالی مارکف

پایداری کلی	پایداری	مدل‌های SW-GARCH	
۰/۹۷	۰/۷۳۳۲	رژیم کم‌نوسان	Normal
	۰/۹۷۷۶	رژیم پر‌نوسان	
۰/۹۵	۰/۹۹۹۶	رژیم کم‌نوسان	t-استویدنت (۲)
	۰/۹۰۴۹	رژیم پر‌نوسان	
۰/۹۷	۰/۹۹۹۶	رژیم کم‌نوسان	t-استویدنت
	۰/۸۸۶۶	رژیم پر‌نوسان	
۰/۹۵	۰/۹۸۹۹	رژیم کم‌نوسان	GED
	۰/۰۰۰۲	رژیم پر‌نوسان	

منبع: محاسبات تحقیق

۱. پایداری در هر رژیم را به‌وسیله رابطه  $\alpha_1^i + \beta_1^i$  برای هر  $i=1,2$  محاسبه می‌کنند.

نتایج نشان می‌دهد در مدل‌های با درجه آزادی ثابت و در مدل‌های با درجه آزادی متغیر بین دو رژیم، برآوردهای داخل نمونه‌ای بسیار معنی‌داری است. برآوردهای میانگین شرطی همگی معنی‌دار است، تا آنجا که برای نیمی از برآوردهای واریانس ثابت، مخصوصاً ثابت  $\alpha_0^i$ ، نمی‌توان فرض صفر را مبنی بر صفر بودن مقدار این شاخص رد کرد. مخصوصاً در جدول ۳، انحراف استاندارد بازدهی‌ها به شرط نوسانات هر رژیم گزارش داده شده است؛ یعنی  $\sigma^{(i)} = (\alpha_0^i / (1 - \alpha_1^i - \beta_1^i))^{1/2}$  بوده که این گونه برای تفسیر ساده‌تر است. برآوردها تأیید می‌کند دو رژیم نوسان وجود دارد. رژیم اول با نوسانات کم توصیف شده و در بیشتر مواقع، با پایداری کمتری از شوک‌ها به صورت  $\alpha_1^i + \beta_1^i$  بیان می‌شود. رژیم دوم نیز به صورت رژیمی پرنوسان بروز می‌کند و تقریباً همیشه پایداری بیشتری دارد. پایداری کلی هیچ‌گاه کمتر از ۸/۹ نشده است و احتمالات انتقال به شدت معنادار و تقریباً حدود ۱ است، غیر از حالت نرمال که یکی از آن‌ها تقریباً از مقدار واحد بیشتر است، رژیم‌ها عموماً پایدارند.

#### ۶.۴. بررسی داخل نمونه‌ای

در مقایسه بین مدل‌های SW-GARCH این مشکل بزرگ به وجود می‌آید که ممکن است آزمون‌های اقتصادسنجی استاندارد برای تصریح مدل، دیگر مناسب نباشد؛ زیرا بعضی شاخص‌ها تحت فرض صفر تعریف نشده است.<sup>۱</sup> در زمان مقایسه بین مدل‌های SW-GARCH، دیگر نمی‌توان آماره آزمون LR یا همان نسبت درست‌نمایی استاندارد را به کار گرفت. از آنجا که احتمالات انتقال مارکف، تحت فرض صفر مشخص و تعریف شده نیست، آماره آزمون LR، دیگر از توزیع خی‌دو پیروی نمی‌کند (همیلتون و ساسمل، ۱۹۹۴). بنابراین در این پژوهش، از آماره‌های نیکویی برازش بسیاری استفاده شده است تا مدل‌های نوسانات مقایسه شوند. این آماره‌ها شامل معیار اطلاعات آکائیک<sup>۲</sup> (AIC)، معیار اطلاعات بیزی و شوارتز<sup>۳</sup> (SBIC)، معیار اطلاعات هنان-کوین<sup>۴</sup> (HQIC) و مقادیر لگاریتم درست‌نمایی است. معیارهای اطلاعات بر این اساس تغییر می‌کند که این معیارها چگونه تعداد شاخص‌های برآورده شده را جریمه (یا جبران)<sup>۵</sup> می‌کنند. SBIC شاخص‌های اضافی را بیشتر از AIC جبران می‌کند. معیار SBIC و HQIC سازگار است، در حالی که AIC سازگار نیست، SBIC نیز

۱. برای حل این مشکل می‌توان از فرایند شبیه‌سازی استفاده کرد. نک: Hannssen, 1996, 1192.

2. Akaike, 1974.

3. Schwaz, 1978.

4. Hannan & Quinn, 1979.

5. Penalize.



ناسازگار است. مدلی با مقادیر کوچک‌تر از اطلاعات، دارای ترجیح بیشتری است.<sup>۱</sup> معیارهای ذکر شده به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$AIC = \frac{-2L}{T} + \frac{2K}{T} \quad BIC = \frac{-2L}{T} + \frac{K \ln T}{T}$$

$$HQIC = \frac{-2L}{T} + \frac{2K \ln(\ln T)}{T}$$

L مقدار تابع لگاریتم درست‌نمایی و T تعداد مشاهدات و K تعداد شاخص‌های برآورد شده است. در جدول ۵، نتایج آماره‌های نیکویی برازش برای مدل‌های نوسانات ارائه شده است. مقادیر بزرگ لگاریتم درست‌نمایی در بین مدل‌های SW\_GARCH با توزیع t-استیودنت ۲ به دست آمده است. نکته قابل توجه آنکه درجه آزادی بین رژیم‌ها تغییر می‌کند. معیارهای AIC و SBIC هر دو بیانگر این است که بهترین مدل انتخابی در بین مدل‌های SW-GARCH، مدل SW-GARCH با توزیع t-استیودنت با درجه آزادی متغیر در بین رژیم‌هاست.

جدول ۵. نتایج بررسی‌های داخل نمونه‌ای برای برآورد و برازش مدل

مدل	SWGARCH-N	SWGARCH-T2	SWGARCH-T	SWGARCH-GED
تعداد شاخص	۱۰	۱۲	۱۱	۱۱
AIC	۰/۵۹	۰/۴۳	-۰/۳۶	۰/۳
BIC	۰/۶۱	۰/۴۶	-۰/۳۴	۰/۴۵
Log(L)	-۸۵۳/۵	-۸۹۷/۰	-۸۶۷/۹	-۸۹۵/۷
MSE1	۰/۱۶	۱/۰۴	۲/۷۰	۱/۱۰
MSE2	۱/۴۰	۱۹۲۸	۲۲/۸	۲۲۰
QLIKE	-۰/۸۸	-۰/۵۸	۰/۹۶	-۰/۵۶
R2LOG	۹/۲۶	۷/۹۴	۲۷/۵۳	۷/۹۸
MAD2	۰/۲۸	۱/۱۷	۳/۴۵	۱/۲۳
MAD1	۰/۲۷	۰/۲۶	۱/۴۷	۰/۲۶
HMSE	۱۶/۲۳	۱۴۵/۳۲	۱/۶۹	۱۶۳/۵۴

منبع: محاسبات تحقیق

طبق معیارهای AIC و HQIC، مدل SW-GARCH با توزیع t-استیودنت و t-استیودنت ۲ بهترین مدل برای نوسانات بازار سهام ایران است. اگر مقادیر تابع لگاریتم درست‌نمایی مقایسه شود، مدل‌های SW-GARCH به هر دو نوع توزیع t به صورت واضحی بهتر از سایر اجرا می‌شوند و مقادیر بیشتری از تابع لگاریتم درست‌نمایی دارند. علاوه بر این، آماره‌های نیکویی برازش و توابع زیان آماری بسیاری

۱. برای اطلاعات بیشتر درباره معیارهای انتخاب مدل GARCH نک: مقالات McKenzie & Mitchell, 2003.

مورد استفاده قرار گرفته‌اند تا امکان تحلیل عملکرد برآورد داخل نمونه‌ای مدل‌های نوسانات فراهم شود.<sup>۱</sup>

مربعات بازده روزانه به‌عنوان نوسانات واقعی در نظر گرفته می‌شود. همان‌طور که در جدول ۵ دیده می‌شود، مدل‌های با توزیع خطای  $t$  رتبه بالاتری نسبت به همه توابع زیان دیگر کسب می‌کنند. همچنین سه رتبه اول را معمولاً مدل‌های SW-GARCH با توزیع  $t$ -استیودنت کسب می‌کنند. بنابراین از بررسی نتایج برآورد داخل نمونه‌ای براساس توابع زیان با معیارهای نیکویی برازش، می‌توان نتیجه گرفت در توضیح نوسانات بازار سهام ایران، مدل‌های SW-GARCH با توزیع خطای  $t$ ، بهتر از سایر مدل‌های گارچ انتقالی عمل می‌کنند. ویژگی دیگر مدل‌های SW-GARCH این است که پایداری بالای شوک‌ها در واریانس شرطی را دارند و همان‌طور که در جدول نیز آمده است، آن‌طور که انتظار می‌رفت کوچک نیست. مقایسه مدل‌های SW-GARCH از نظر پایداری براساس سومین ستون جدول ۵، بیانگر این است که پایداری بالاتر در تصریح اولیه به‌وسیله مدل‌های بعدی کاهش می‌یابد.<sup>۲</sup> این نتایج با یافته‌های لمورو و لاستراب (۱۹۹۰) سازگاری دارد. در میان همه مدل‌ها، مدل SW-GARCH با توزیع  $t$ -استیودنت بیشترین کاهش را در نوسانات نشان می‌دهد.

#### ۷.۴. بررسی خارج از نمونه (پیش‌بینی)

برای بررسی فرضیه سوم باید از بررسی‌های خارج از نمونه‌ای کمک گرفت. فرضیه سوم این بود که دقت پیش‌بینی مدل‌های گارچ انتقالی مارکف نسبت به سایر مدل‌های رقیب، بیشتر است. برای بررسی پیش‌بینی باید از برآورد خارج از نمونه‌ای استفاده کرد. داده‌های مربوطه دوره پیش‌بینی حدود یک سال و نیم (روزهای باز بازار) از ۱۳۸۸/۰۱/۱۹ تا ۱۳۹۰/۰۱/۱۴ با چهارصد مشاهده است. در این بخش، با اعمال بوتسترپ به اندازه ۳ هزار نمونه‌گیری با نمونه پایلوت چهارصد (تعداد داده‌های خارج از نمونه) و با طول بلوک  $1/q=p$  به پیش‌بینی خارج از نمونه پرداختیم.

#### ۱.۷.۴. موارد کاربرد روش بوت استرپینگ

آدر و همکاران (۲۰۰۸)<sup>۳</sup> روش بوت استرپ را برای استفاده در مواقع زیر توصیه کردند:

۱. وقتی توزیع آماری مدنظر ناشناخته یا پیچیده است؛

۱. اطلاعات بیشتر درباره توابع زیان آماری و نوسانات دقیق در بخش پیش‌بینی مطرح خواهد شد.

۲. برای مدل‌های GARCH، براساس مطالعات Marcucci, 2005 مقدار پایداری بیشتری به‌عنوان مقدار پایداری مدل گزارش شده است.

3. Adèr.

۲. وقتی اندازه نمونه برای استنباطی آماری ناکافی است؛

۳. وقتی محاسبات توانی لازم است انجام شود؛ اما نمونه پایلوت کوچکی در اختیار است.

### ۵. بوت استرپ بلوک متحرک

از آنجاکه روش بوت‌سترپ برای نمونه‌گیری‌های مستقل است و در این مطالعه، خطاها همبستگی سریالی داشته و وابستگی وجود دارد، روش بوت‌سترپ معمول کاربرد ندارد. از این‌رو بوت‌سترپ با بلوک متحرک با داده‌های وابسته می‌تواند مفید باشد. در این حالت، مشاهدات را نمی‌توان ایستا کرد؛ اما نشان داده شده است که با متغیر بودن طول بلوک از این مشکل جلوگیری می‌شود. در بوت استرپ، مانا از طول بلوک تصادفی به جای طول بلوک مانا استفاده می‌کند و طول بلوک‌ها به‌طور مستقل از یکدیگر، از توزیعی هندسی با میانگین طول بلوک  $q$  انتخاب می‌شوند. بنابراین طول تصادفی به‌طور ایدئال کوچک می‌شود؛ اما به‌اندازه کافی برای به تصویر کشیدن همبستگی سریالی در داده‌های اصلی، بزرگ است.

در بخش بعدی، با اعمال بوت‌سترپ به‌اندازه ۳ هزار نمونه‌گیری با نمونه پایلوت چهارصد (تعداد داده‌های خارج از نمونه) و با طول بلوک  $1/q=p$  به پیش‌بینی خارج از نمونه پرداخته می‌شود.

### جدول ۶. نتایج پیش‌بینی یک‌روزه خارج از نمونه

مدل	SWGARCH-N	SWGARCH-T2	SWGARCH-T	SWGARCH-GED
MSE1	۱/۳۷۶	۱/۴۰۰	۱/۳۴۰	۱/۴۰۰
MAPE	۲/۶۸۷	۲/۶۱۳	۲/۸۰۴	۲/۶۱۳
QLIKE	۷/۰۴۷	۶/۸۲۱	۷/۳۱۹	۶/۶۲۱
R2LOG	۳/۳۷۳	۲/۱۷۸	۴/۶۸۳	۲/۱۷۵
MAD2	۱/۶۰۶	۱/۵۸۳	۱/۶۲۴	۱/۵۸۳
MAD1	۳۳/۹۱	۳۰/۳۰	۳۸/۸۶	۳۰/۳۰
HMSE	۱/۰۰۰	۱/۰۰۱	۱/۰۰۰	۱/۰۰۱

منبع: محاسبات تحقیق

در افق پیش‌بینی یک‌روزه، بهترین مدل SW-GARCH-t با خطای T است و دومین مدل دارای بهترین رتبه در پیش‌بینی، مدل‌های گارچ معمول است. به‌عبارت‌دیگر، در افق یک‌روزه، طبق آماره خطای MSE ابتدا مدل انتقالی گارچ مارکف با توزیع  $t$  رتبه اول را با کمترین خطای پیش‌بینی حدود ۱/۳۴ دارد و سپس مدل‌های گارچ معمولاً بهترین پیش‌بینی را انجام می‌دهند.

## جدول ۷. نتایج پیش‌بینی پنج‌روزه خارج از نمونه

مدل	SWGARCH-N	SWGARCH-T2	SWGARCH-T	SWGARCH-GED
MSE1	۷/۳۷۴	۷/۳۹۸	۷/۳۳۸	۷/۳۹۸
MAPE	۶/۰۵۰	۶/۰۱۵	۶/۰۱۵	۶/۰۱۵
QLIKE	۷/۰۴۵	۶/۸۱۶	۷/۳۱۸	۶/۸۱۹
R2LOG	۷/۴۲۵	۹/۳۴۸	۵/۲۳۸	۹/۳۴۸
MAD2	۷/۶۰۴	۷/۵۸۱	۷/۶۴۰	۷/۵۸۱
MAD1	۳۳/۹۴	۳۰/۳۳	۳۸/۸۸	۳۰/۳۳
HMSE	۱/۰۰۳	۱/۰۰۴	۱/۰۰۲	۱/۰۰۴

منبع: محاسبات تحقیق

در این افق پیش‌بینی نیز بهترین مدل برای پیش‌بینی دارای کمترین آماره خطای پیش‌بینی، مدل انتقالی گارچ مارکف با توزیع  $t$  با درجه آزادی ثابت است. مقدار MSE آن ۷/۳۳۸ است و در پیش‌بینی از سایر مدل‌ها خطای کمتری دارد.

## جدول ۸. نتایج پیش‌بینی ده‌روزه خارج از نمونه

مدل	SWGARCH-N	SWGARCH-T2	SWGARCH-T	SWGARCH-GED
MSE1	۱/۴۹۴	۱/۴۹۶	۱/۴۹۰	۱/۴۹۶
MAPE	۲/۴۰۹	۲/۴۰۲	۲/۴۲۰	۲/۴۰۲
QLIKE	۷/۰۴۴	۶/۸۱۹	۷/۳۱۷	۶/۸۱۶
R2LOG	۱۳/۷۱۲	۱۵/۹۳۸	۴۳/۱۱	۱۵/۹۳۸
MAD2	۱/۵۱۷	۱/۵۱۴	۱/۵۲۰	۱/۵۱۴
MAD1	۳۳/۹۶	۳۰/۳۷	۳۸/۹۰	۳۰/۳۷
HMSE	۱/۰۰۶	۱/۰۰۸	۱/۰۰۵	۱/۰۰۸

منبع: محاسبات تحقیق

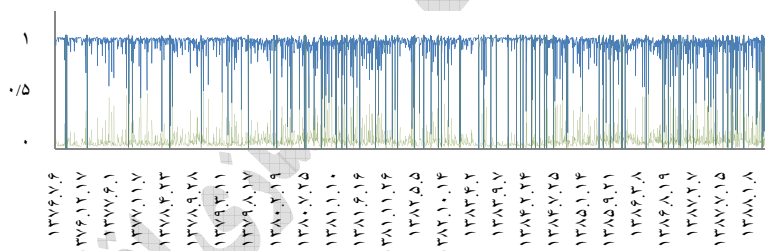
برای پیش‌بینی فقط نباید به افق‌های کوتاه‌مدت بسنده کرد؛ بلکه در بازار بورس، پیش‌بینی‌های دو هفته‌ای نیز برای سرمایه‌گذاران بسیار جالب توجه است. طبق این جدول، بهترین مدل برای پیش‌بینی دارای کمترین آماره خطای پیش‌بینی، مدل انتقالی گارچ مارکف با توزیع  $t$  است. طبق جدول ۹، بهترین مدل برای پیش‌بینی دارای کمترین آماره خطای پیش‌بینی، مدل انتقالی گارچ مارکف با توزیع  $t$  است. نتایج پیش‌بینی خارج از نمونه برای افق پیش‌بینی ۲۲ روزه یا ۲ ماهه در این جدول نشان می‌دهد رتبه اول در پیش‌بینی متعلق به مدل‌های گارچ انتقالی مارکف با توزیع  $t$  با درجه آزادی ثابت در زمان است که کمترین MSE را دارد. شایان ذکر است که از بین ده مدل، مدل‌های گارچ انتقالی مارکف رتبه‌های اول را طبق توابع زیان MAPE، R2LOG و QLIKE و MAD1 به‌دست آورده‌اند.

جدول ۹. نتایج پیش‌بینی ۲۲ روزه خارج از نمونه

مدل	SWGARCH-N	SWGARCH-T2	SWGARCH-T	SWGARCH-GED
MSE1	۳/۳۴۰	۳/۳۴۲	۳/۳۳۶	۳/۳۴۲
MAPE	۱/۱۸۵	۱/۱۸۴	۱/۱۸۲	۱/۱۸۴
QLIKE	۷/۰۴	۶/۶۱۸	۷/۳۲۱	۶/۶۱۸
R2LOG	۲۲/۰۱۷	۲۴/۶۴۸	۱۹/۰۴۰	۲۴/۶۴۸
MAD2	۳/۳۶۳	۳/۳۶۱	۳/۳۶۷	۳/۳۶۱
MAD1	۳۴/۱۷	۳۰/۵۱	۰/۹۳۹	۳۰/۵۱
HMSE	۱/۰۱	۱/۰۱۷	۱/۰۱۰	۱/۰۱۷

منبع: محاسبات تحقیق

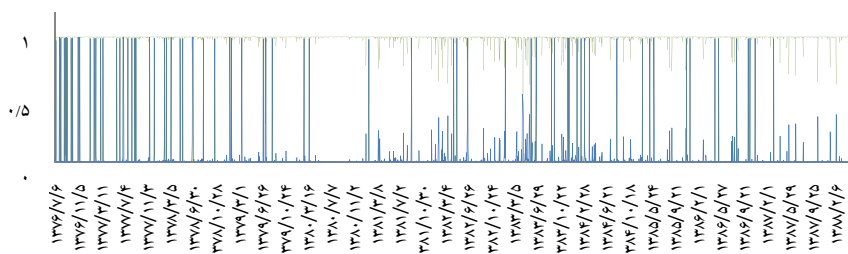
بر اساس نتایج بالا، کاملاً واضح است که مدل‌های گارچ انتقالی مارکف با توزیع  $t$ -استیودنت، هم در افق پیش‌بینی کوتاه‌مدت و هم در افق پیش‌بینی بلندمدت، بهتر از مدل‌های دیگر عمل می‌کنند و رتبه اول را در کمترین خطای پیش‌بینی دارند. به‌طور کلی، این‌گونه استنباط می‌شود که تقریباً در هر دو افق پیش‌بینی یک‌روزه و دو ماهه یا ۲۲ روزه، از هفت تابع زیان، حداقل چهار تابع زیان، مدل‌های گارچ انتقالی مارکف را برای پیش‌بینی مناسب‌تر و خطای پیش‌بینی آن را کمتر می‌دانند.



شکل ۱. نمودار انتقال رژیم برای مدل SWGARCH-N

منبع: محاسبات تحقیق

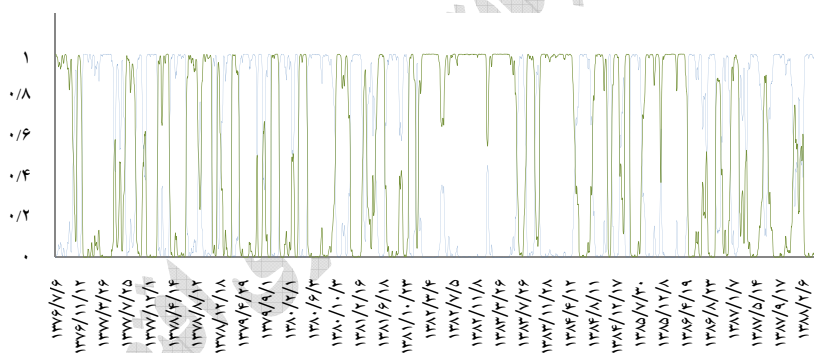
طبق شکل ۱ مشخص می‌شود مدل گارچ انتقالی مارکف با توزیع خطای نرمال برای داده‌های بورس اوراق بهادار تهران توانایی، تشخیص چرخش یا انتقال رژیم را ندارد. همچنین احتمالات هموارشده نوسانات دو رژیم کم‌نوسان و پرنوسان از هم جدا مانده‌اند و کمتر بین این دو رژیم انتقال رخ داده است. در نقاطی معدود، رژیم کم‌نوسان به محدوده رژیم پرنوسان راه یافته است؛ اما انتقالی رخ نداده است که بتوان آن را رؤیت کرد. این انتقال‌ها بسیار کم و کوتاه‌مدت است و نهایتاً در طول یک هفته، این انتقال‌های جزئی بین دو رژیم رخ می‌دهد.



شکل ۲. نمودار انتقال رژیمی برای مدل SWGARCH-N

منبع: محاسبات تحقیق

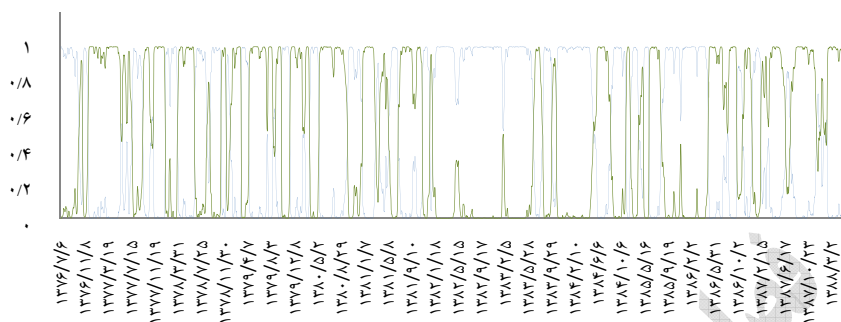
نمودار ۲ نشان‌دهنده احتمالات هموارشده مدل گارچ انتقالی مارکف از طریق توزیع خطای GED است. این نمودار، برخلاف نمودار شکل ۱، نشان می‌دهد با اینکه انتقال‌ها را نمی‌توان تشخیص داد، رژیم پرنوسان به محدوده رژیم کم‌نوسان وارد شده و انتقال‌هایی را بین دو رژیم در حد دو یا سه روز ایجاد کرده است.



شکل ۳. نمودار انتقال رژیمی برای مدل SWGARCH-t

منبع: محاسبات تحقیق

نمودار ۳ بیانگر احتمالات هموارشده برای نوسانات در مدل انتقالی گارچ مارکف با توزیع خطای  $t$  با شاخص درجه آزادی ثابت بین دو رژیم است. انتقالی بین دو رژیم کم‌نوسان و پرنوسان کاملاً مشهود است. این مدل به خوبی توانسته است انتقال رژیم را در نوسانات بازار بورس اوراق بهادار تهران به تصویر کشد. نقاط تقاطع بین دو رژیم و تعویض رژیم نوسانات به دلیل عوامل مؤثر بر بورس است که بازار بورس را تحت تأثیر قرار می‌دهد.



شکل ۴. نمودار انتقال رژیم برای مدل SWGARCH-t2

منبع: محاسبات تحقیق

نمودار شکل ۴ نیز احتمالات هموار شده برای مدل گارچ انتقالی مارکف را با توزیع خطای  $t$  با شاخص درجه آزادی متغیر بین دو رژیم به تصویر می‌کشد. این نمودار نیز تغییر رژیم را به خوبی تفکیک کرده است.

### ۶. نتیجه‌گیری

در ابتدا عملکرد داخل نمونه‌ای مدل‌های گارچ انتقالی مارکف، برای مدل‌های مختلف با خطاهای متفاوت بررسی و تحلیل شد تا بهترین شکل مدل نوسانات در طول دوره ۱۳۷۶ تا ۱۳۹۰ تعیین شود. براساس نتایج به دست آمده برای بورس اوراق بهادار تهران، مدل‌های SW-GARCH تحت توزیع با دنباله‌های پهن (توزیع خطای غیرنرمال) بهترین برازش آماری را از خود نشان داده‌اند. نکته شایان ذکر اینکه انتخاب فرض توزیع خطای  $t$ -استیودنت برای خطاهای استاندارد شده، عملکرد داخل نمونه‌ای را در مدل‌های نوسانات بهبود می‌بخشد. در نهایت، عملکرد پیش‌بینی خارج از نمونه برای دوره ۱۳۸۸/۱/۱۹ تا ۱۳۹۰/۱/۱۴ با چهارصد مشاهده بررسی شده و نتایج عملکرد مدل‌های SW-GARCH گزارش شد. سایر نتایج به این شرح است: اول، برای افق پیش‌بینی کوتاه‌مدت، یک‌روزه و یک‌هفته‌ای، مدل‌های SW-GARCH رتبه‌های بالاتری را در پیش‌بینی دقیق‌تر به خود اختصاص می‌دهند. همچنین دقیق‌ترین پیش‌بینی را مدل SW-GARCG با توزیع خطای  $t$ -استیودنت انجام می‌دهد. پیشرفت دیگر مدل‌های SW-GARCH در مقایسه با سایر مدل‌ها این است که نوسان‌پذیری (پایداری) بالا در نوسانات موجود در مدل‌های گارچ را رفع می‌کند و این پایداری را کاهش می‌دهد. درجه پایداری از طریق مجموع ضریب شاخص‌های ARCH و GARCH در مدل‌های SW-

GARCH درجه پایداری نوسانات را ارائه می‌کند و این مقدار پایداری برای مدل‌های گارچ انتقالی مارکف به‌طور واضح کمتر است.

### منابع و مآخذ

- ابراهیمی، علیرضا (۱۳۸۵)، مدل‌های ARCH, GARCH و کاربرد آن‌ها در تحلیل‌های اقتصادی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم.
- ابونوری، اسمعیل و رضا ایزدی (۱۳۸۵)، «ارزیابی اثر روزهای هفته در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوهای ARCH, GARCH»، تحقیقات اقتصادی، ش ۷۲، دانشگاه تهران، ص ۱۶۳ تا ۱۹۰.
- ابونوری، اسمعیل و علیرضا عرفانی (۱۳۸۷)، «الگوی چرخشی مارکف و پیش‌بینی احتمال وقوع بحران نقدینگی در کشورهای عضو اوپک»، پژوهش‌نامه اقتصادی، سال ۸، شماره ۳ (پیاپی ۳۰)، صص ۱۷۴-۱۵۳.
- ورزین‌وش، اسدالله و حامد شکوری و محمدرضا قاضی‌عسگر (۱۳۸۸)، بررسی بازدهی سهام و تورم در ایران، رویکرد مارکف سوئیچینگ، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- کشاوری‌زحداد، غلامرضا و آرش بابایی (۱۳۸۷)، بررسی تلاطم بازده سهام در بورس تهران با استفاده از داده‌های پانل و مدل گارچ، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شریف، دانشکده مدیریت و اقتصاد.
- گجراتی، دامودار (۱۳۸۵)، مبانی اقتصادسنجی، ترجمه حمید ابریشمی، ج ۲، تهران: دانشگاه تهران.
- Akaike, H.(1974), "A New look at the Statistical Model Identification. Automatic Control, IEEE Transactions", 19(6): 716-723.
- Alexander C. Market Models(2001), "A Guide to Financial Data Analysis", John Wiley and Son, UK.
- Alexander, C.(1999), "Risk Management and Analysis", Volume 1: Measuring and Modelling Financial Risk, John Wiley and Sons, New York, NY.
- Bollerslev, T.(1986), "Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity", Journal of *Econometrics*, 31(3): 307-327.
- Cai, J.(1994), "A Markov Model of Unconditional Variance in ARCH", Journal of *Business and Economic Statistics*, 12(3): 309-316.
- Daouk H. and J. Q. Guo(2004), "Switching Asymmetric GARCH and Options on a Volatility Index", Journal of *Futures Markets*, 24(3): 251-282.
- Dueker, M. J.(1996), "Markov Switching in GARCH Processes and Mean-Reverting Stock Market Volatility", Journal of *Business and Economic Statistics*, 15(1): 26-34.
- Engle R. F. and A. J. Patton (2001), "What Good is a Volatility Model? Quantitative Finance", Taylor and Francis Journals, vol. 1(2): 237-245.



Engle R. F. and T. Bollerslev(1986), "Modeling the Persistence of Conditional Variances", *Econometric Reviews*, 5: 1-50.

Engle R. F. and V. K. Ng(1993), "Measuring and Testing the Impact of News on Volatility", *Journal of Finance*, 48: 1749-78.

Engle, Robert. F(1982), "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimation of the Variance of United Kingdom Inflation", *Econometrica*, Vol. 50, No. 4, pp. 987-1007.

Granger C. W. J. and S. H(2003), "Poon. Forecasting Financial Market Volatility", A review. *Journal of Economic Literature*, 41(2): 478-539.

Gray, S.( 1994), "Modelling the Conditional Distribution of Interest Rates as a Regime-Switching Process", *Journal of Financial Economics*, 42(1): 27-62.

Hamilton J. D(1989), "A New Approach to the Economic Analysis of Non-Stationary Time Series and the Business Cycle", *Econometrica*, 57: 357-84.

Hamilton J. D(1990), "Analysis of Time Series Subject to Changes in Regime", *Journal of Econometrics*, 45: 39-70.

Hannan E. J. and B. G. Quinn(1979), "The Determination of the Order of an Autoregression", *Journal of The Royal Statistical Society*, 41(2): 190-195.

Kardag, Mehmet Al(2008), "Analysis of Turkish Stock Market with Markov Regime Switching Volatility Models".MA thesis, Institute of Applied Mathematics (IAM).

Ljung G. M. and G. E. P. Box(1978), "On a Measure of Lack Affect in Time Series Models", *Biometrika*, 65: 297-303

Marcucci, J(2005), "Forecasting Stock Market Volatility With Regime-Switching GARCH Models", *Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics*, 9(4).

Pagan, Adrian R., and G. William Schwert(1990), "Alternative Models for Conditional Stock Volatility", *Journal of Econometrics*, 45, 267-90.

Patton A. J(2005), "Volatility Forecast Comparison Using Imperfect Volatility Proxies", quantitative Finance Research Centre, *University of Technology*, Sydney. (175).

Patton A. J. and K. Sheppard(2007), "Evaluating Volatility and Correlation Forecasts", *Oxford Financial Research Centre Working Papers Series*.

Schwarz G (1978), "Estimating the Dimension of a Model", *The Annals of Statistics*, 6(2): 461-464.

Susmel, R (2000), "Switching Volatility in Private International Equity Markets", *International Journal of Finance and Economics*, 5(4): 265-283.