

تحقیقات مدل سازی اقتصادی/دوره ۱۱، شماره ۴۲، زمستان ۹۹، صفحه ۱۵۶-۱۱۹

«مقاله پژوهشی»

اندازه گیری ارتباطات و ریسک سیستماتیک در شاخص صنایع بورس اوراق
بهادار تهران (با رهیافت علیت گرنجر خطی و غیر خطی و سویچینگ رگرسیون)
عابد عباسی در خانه^۱، فرید عسکری^۲، عبدالرحیم هاشمی دیزج^۳

تاریخ دریافت: ۹۹/۹/۳ تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۱/۲۸

چکیده

در این پژوهش با استفاده از روش های علیت گرنجر خطی و غیر خطی و سویچینگ رگرسیون، ارتباطات بین بازده شاخص صنایع مهم در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ به منظور سرمایه گذاری در راستای رشد و توسعه اقتصادی مورد بررسی قرار گرفت. براساس نتایج بدست آمده در دو دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ و ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸:۶ ارتباطات بین بازده شاخص صنایع مورد بررسی به بیشترین مقدار رسیده است. در رویکرد علیت گرنجر خطی بر اساس معیار مرکزیت، بازده شاخص فلزات، ماشین آلات و سرمایه گذاری دارای بیشترین اهمیت هستند و بازده شاخص ارتباطات و بانکی دارای کمترین اهمیت هستند. همچنین می توان گفت که میزان تأثیر گذاری و تأثیر پذیری بازده شاخص صنایع به خوبی تحت تأثیر میزان نوسانات بازار سهام است و این اهمیت به صورت نامتقارن است. در رویکرد علیت گرنجر غیر خطی براساس معیار مرکزیت، بخش ارتباطات دارای کمترین اهمیت است و صنایع فلزات اساسی، شیمیایی و ماشین آلات دارای بیشترین اهمیت هستند. در بازه ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸، بخش بانکی، صنایع خودروبی و ارتباطات دارای بیشترین اهمیت و تولیدات نفتی و فلزی دارای کمترین اهمیت به منظور سرمایه گذاری هستند.

واژه های کلیدی: رشد اقتصادی، صنایع بزرگ، ریسک سیستماتیک، سویچینگ رگرسیون، علیت گرنجر خطی و غیر خطی.

طبقه بندی JEL: O₁₁, G₃₂, C₄₃, C₃₈.

۱. دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد ابهر Email: abed.abassidarkhaneh@gmail.com

۲. استادیار گروه اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد ابهر، (نویسنده مسئول) Email: fi.asgarii@gmail.com

۳. استادیار گروه اقتصاد، دانشگاه محقق اردبیلی Email: a.hashemi@uma.ac.ir

۱. مقدمه

در سالهای اخیر با فراهم شدن برخی زیرساخت ها و گسترش نهادهای مالی، توجه عموم به بازار سهام به عنوان بازاری مناسب برای سرمایه گذاری و کسب سود افزایش یافته است، اما به نظر می رسد به رغم پیشرفت های صورت گرفته، بازار سهام در ایران هنوز فاصله قابل توجهی با یک بازار پویا و کارا دارد که هم نقش اساسی در تأمین مالی بنگاه ها بازی می کند و هم محلی امن و مطمئن برای سرمایه گذاری عموم مردم است (مهرآرا، ۱۳۹۷). در تجزیه و تحلیل بازار سهام و شاخص های این بازار می توان به جای تخمین بازدهی ها و توزیع آنها در یک فاصله زمانی معین، به استخراج زمان بهینه برای دستیابی به بازدهی معین پرداخت (عباسیان، ۱۳۹۷). در این راستا منظور از "سیاست صنعتی" نوعی از مداخلات دولت هست که با هدف تغییرات ساختاری اتخاذ می شود. لذا به سیاستی که برای سازماندهی فعالیت هایی که منجر به پویایی اقتصادی به ویژه در صنعت می شود و مکمل بازار است و دولت محور کانون و محور آن است، سیاست صنعتی اطلاق می شود. آنچه باعث شد تا عصر حاضر، به عنوان انقلاب در "سیاست صنعتی" نامید شود، فراگیری این نوع سیاست ها در همه انواع کشورها از کشورهای صنعتی توسعه یافته گرفته تا اقتصادهای در حال ظهور و همچنین کشورهای کمتر توسعه یافته بود. نکته جالب توجه آنکه حتی کشورهای صنعتی شده، صحبت از "صنعتی شدن مجدد" می کنند و قصد کرده اند تا بخش های تولیدی صنایع مهاجرت کرده خود را باز گردانند. نبود سیاست های مدون صنعتی موجب می شود کشورها بدون حرکت در مسیر مشخصی درجا بزنند و حتی مسیر صنعت زدایی را تجربه کنند. تجربه بحران اقتصاد جهانی محرکی بسیار قوی بود تا نگرش ها، نظریه و سیاست ها بازنگری شوند و همگی به کمک صنعت بیایند. نقش و اهمیت سرمایه گذاری در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی جوامع در اکثر نظریات رشد و توسعه اقتصادی مورد تأکید قرار گرفته است. از طرفی، صنایع بزرگ نقش بسیار مهمی در پویایی اقتصاد و ایجاد اشتغال پایدار دارد. یکی از بر جسته ترین هدف های اقتصاد کلان، رشد و توسعه اقتصادی است. بر همین اساس، دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی هدفی

است که همه دولتها و برنامه‌ریزان اقتصادی در جهان بر آن تاکید دارند. از سویی، در همه نظریات و الگوهای رشد، سرمایه بعنوان موتور محرک و عامل نیرومند رشد و توسعه اقتصادی در نظر گرفته شده است. توسعه‌ی اقتصادی نیازمند سرمایه‌گذاری در بخش‌ها و فعالیت‌های مختلف اقتصادی است. بدون سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مختلف نمی‌توان انتظار گسترش اشتغال، تولید و رفاه اقتصادی را داشت. بنابراین در کنار نیروی انسانی فراوان و منابع طبیعی سرشار، سرمایه نیز لازم است تا با ترکیب با دیگر عوامل تولید، چرخ اقتصاد را به راه اندازد. سرمایه‌گذاری می‌تواند به عنوان نیرو محرکه‌ای جهت رشد اقتصادی کشور عمل کند و روند ادغام در اقتصاد جهانی را تسریع بخشد (جلالی، ۱۳۹۶). از طرفی، ریسک سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف یک اقتصاد از جمله بخش صنعت را نمی‌توان در شرایط عادی کاملاً از میان برد. با این حال آنچه از اهمیت بالایی برخوردار است نحوه اعمال مدیریت دولتها در مواجهه با ریسک‌ها و کاهش آثار سوء آنها برای سرمایه‌گذاران است (عبدالطیف، ۲۰۱۰). بعضی از صنایع و سیستم‌های تولیدی موجود در کشور ایران به علت ناکارآمدی و نداشتن مزیت نسبی فاقد مزیت رقابتی هستند و چند صباحی به علت هزینه‌های بالای تولید در معرض تعطیلی قرار می‌گیرند و این به علت عدم تخصیص بهینه منابع است. بی‌توجهی به ارزیابی و مطالعات عوامل صنعت و تولید در کشور منجر به سرمایه‌گذاری‌های غیرعلمی و نادرست می‌شود. سرمایه‌گذاری‌های صنعتی زمانی صحیح تلقی می‌شود که مبتنی بر تصمیم‌گیری و تحلیل‌های علمی عوامل صنعت و تولید انجام گیرد (رجب‌زاده، ۱۳۹۷). با توجه به ساختار صنعت در اقتصاد ایران، عوامل متعدد درونی و بیرونی، مهم‌ترین قسمت‌های این بخش یعنی ارزش افزوده و تولید را تحت تأثیر قرار می‌دهند. بخش صنعت در اقتصاد کشور نقش مهمی در ایجاد ارزش افزوده و اشتغال‌زایی ایفا می‌کند. حوزه صنعت نسبت به سایر بخش‌ها، از تنوع بالایی برخوردار بوده و سرمایه مورد نظر برای تداوم فعالیت آنها نیز در اقتصاد وجود دارد. این در حالی است که بیشترین میزان آسیب‌پذیری تولید ملی نیز در این بخش از اقتصاد ملی مشاهده می‌شود (رهبر، ۱۳۹۸). با توجه به اهمیت بخش صنعت در تولید و اشتغال کشور و همچنین

جایگاه صنایع بزرگ در افزایش توان مقاومت اقتصاد ملی، در سیاست های کلی اقتصاد مقاومتی به گسترش و توسعه بخش صنعت در زیربخش های مختلف پرداخته شده است. در سال های اخیر، بخش صنعت در مقایسه با سایر بخش های مولد اقتصادی، به بخشی رهبری کننده در عرصه تولید با توجه به توسعه روزافزون علم و فناوری به صورت مستمر افزایش یابد. یکی از ویژگی های کشورهای توسعه یافته وجود بازارهای مالی کارآمد است که ضمن ایفای نقش مهم در اقتصاد این کشورها زمینه ساز رشد و توسعه اقتصادی این کشورها نیز هست. در طول سال های اخیر بازارهای مالی جهان همواره با نوسان ها و نااطمینانی های قابل توجهی مواجه بوده اند، به گونه ای که عدم اطمینان موجود در ارتباط با بازده دارایی های سرمایه گذاری شده بسیاری از سرمایه گذاران و تحلیلگران مالی را نگران ساخته است. در این مقاله رابطه بین نوسان های ریسک و برخی متغیرهای کلان اقتصادی بررسی می شود.

شناخت ریسک سیستماتیک بنا بر دلایلی از جمله بزرگ شدن بخش های مالی فعال در بازار، افزایش تعداد مؤسسات مالی و پیچیده شدن ابزارهای معاملاتی، شناخت ریسک سیستماتیک اهمیت بسیار بالایی را پیدا کرده است. ریسک سیستماتیک شامل شوک هایی است که به طور هم زمان بسیاری از مؤسسات مالی یا بازارها را تحت تأثیر قرار می دهد (پولدنا^۱، ۲۰۲۰). یکی از مهم ترین و اساسی ترین موارد که در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشورها تأثیر و نقش بسزایی دارد، سرمایه گذاری است. برای انجام این امر، سرمایه گذاران بعد از عرضه سرمایه، تا آن جا که ممکن است سعی دارند که منابع مالی خود را به سمتی سوق دهند که کمترین ریسک و بیشترین بازدهی را داشته باشد (ودیدی نوقابی و همکاران، ۱۳۹۶). این امر باعث می شود تا سرمایه گذاران و تصمیم گیران مالی با توجه به شرایط موجود بازار ریسک گریز باشند و در انتخاب سرمایه گذاری به پارامترهای زیادی توجه نمایند که ریسک از جمله مهم ترین این عوامل بوده و اطلاعات مناسبی را جهت راهنمایی سرمایه گذاران برای تصمیم هایشان در این زمینه است (پیری و همکاران،

1. Poledna

۱۳۹۲). ریسک یک دارایی مانند اوراق بهادار، تغییر احتمال بازده آتی ناشی از آن است. بنابراین با معیار پراکندگی بازده دارایی، ریسک را می‌توان انحراف معیار نرخ بازده تعریف نمود (عزتی، ۱۳۹۵). به دلایل متعددی همچون بزرگ شدن بخش‌های مالی فعال در بازار، افزایش تعداد مؤسسات مالی و پیچیده شدن ابزارهای معاملاتی، شناخت ریسک سیستماتیک اهمیت بسیار بالایی را پیدا کرده است. مقوله ارزیابی ریسک سیستماتیک موضوع بسیار مهمی در نظام مالی همه کشورها و بالاخص ایران محسوب می‌شود و با بررسی آن می‌توان مؤسسات مالی را شناسایی نمود که بیشترین ریسک را به سایر مؤسسات و کل سیستم مالی منتقل می‌کنند و از طریق اقدامات پیشگیرانه همچون در نظر گرفتن سرمایه اضافی به ازای این ریسک، تا حد زیادی از بحران‌های مالی احتمالی در سیستم مالی جلوگیری نمود (مرادمند جلالی و حسنلو، ۱۳۹۵). از سوی دیگر بورس اوراق بهادار که به عنوان نبض اقتصادی کشور مورد توجه تحلیل‌گران اقتصادی است، یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکت‌ها یا اوراق قرضه دولتی یا مؤسسات خصوصی، تحت ضوابط و مقررات خاصی که تعیین شده است، انجام می‌پذیرد.

آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها به ویژه ریسک سیستماتیک، نقش مؤثری در تصمیم‌گیری‌ها دارد زیرا بازده سهام شرکت‌ها از ریسک سیستماتیک تاثیر می‌پذیرد. ریسک سیستماتیک نشان‌دهنده تغییرات نرخ بازده یک سهم نسبت به تغییرات نرخ بازده کل بازار سهام است. درباره رابطه میان ریسک و بازده سهام، مطالعات انجام شده در بازار سرمایه ایران نشان دهنده نتایج متفاوت است. از این رو انجام روشی نوآورانه ضرورت دارد. مسلماً هر چه بورس بتواند سرمایه‌گذاران بیشتری جذب نماید و به عبارتی از درجه سیالیت بیشتری برخوردار باشد، بهتر خواهد توانست به عنوان یک بستر مناسب و مطمئن مالی برای شرکت‌های پذیرفته شده در آن به شمار آید. در این پژوهش با استفاده از روش‌های علیت گرنجر خطی و غیرخطی، تحلیل اجزاء اصلی و همبستگی غلتان،

ارتباطات بین بازده شاخص صنایع مهم بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفت.

شواهد موجود نشان می دهد که کشورهایی که دارای بازار سرمایه (بورس) تکامل یافته تر و پیشرفته تر هستند، توانسته اند رشد اقتصادی بیشتری داشته باشند (مهرآرا و همکاران، ۱۳۹۲). این مقاله در ۶ بخش سازمان دهی شده است. بعد از مقدمه و در بخش دوم مبانی نظری بیان شده است. در بخش سوم پیشینه تحقیق، در بخش چهارم روش تحقیق با سه زیربخش، در بخش پنجم نتایج تحقیق با سه زیربخش و در بخش ششم و نهایی نتیجه گیری و پیشنهادات طرح گردیده و در پایان بر اساس یافته های تحقیق، راهکارهایی به منظور تثبیت محیط کسب و کار و تعدیل آثار سوء مخاطرات سرمایه گذاری در بخش صنعت کشور ارائه گردیده است.

۲. مبانی نظری

سرمایه گذاری یکی از مهم ترین اجزای تقاضای کل است که نقش بسیار مهم و تعیین کننده ای در نوسانات اقتصادی و رشد اقتصادی را در هر کشور دارد. اهمیت سرمایه گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی تا بدانجاست که از آن به عنوان یکی از اهرم های قوی برای توسعه اقتصادی یاد می شود (شاه آبادی و همکاران، ۱۳۹۱). با توجه به این مهم که سرمایه گذاری از ضروری ترین و اصلی ترین موارد در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشورهاست و برای انجام هر گونه سرمایه گذاری نیاز به نقدینگی مناسب است، لذا این هدف از سوی سرمایه گذاران در جایی تأمین خواهد شد که بیشترین بازده با کمترین ریسک ممکن تحقق یابد. اکثر مطالعات پیشین در ارتباط با اعتبار تجاری شرکت ها به این مهم تأکید داشته اند که اعتبار شرکت تشکیل شده نسبت به بزرگی کل دارایی ها می باشد (ودیدی نوقابی و همکاران، ۱۳۹۶). در فرهنگ سرمایه گذاری اصل ثابتی وجود دارد مبنی بر اینکه سرمایه از ریسک و خطر گریزان است و به سوی بازده و سود تمایل دارد. این امر باعث می شود تا سرمایه گذاران ریسک گریز از ورود سرمایه خود به

جایی که ریسک و خطر وجود دارد یا افق نامشخصی برای سود و اصل سرمایه آن‌ها هست، خودداری نمایند. اما سؤال مهم این است که آیا می‌توان جایی را پیدا کرد که سرمایه‌گذاری در آن خالی از ریسک و خطر باشد؟ پاسخ قاطع به این سوال "نه" است. با توجه به اینکه بعضی سرمایه‌گذاران ریسک بالا و بعضی دیگر ریسک پایین را می‌پذیرند، لذا آنچه که سرمایه‌گذاران به دنبال آن هستند حل معادله بین سود و بازده با ریسک و خطر است. بدین معنا که با توجه به ریسکی که می‌پذیرند انتظار بازدهی متناسب با آن را دارند. ریسک سیستماتیک بدلیل آنکه در ارتباط با وضعیت کلی بازار و نوسانات آن می‌باشد و در سبدهی از اوراق بهادار که به نحوی مناسب، تنوع یافته باشد، قابل کاهش نمی‌باشند، به همین دلیل به آن ریسک کاهش‌ناپذیر یا غیرقابل اجتناب نیز گفته می‌شود. از دیدگاه صاحبان سهام، قضاوت درباره تک تک سهام، نه براساس انحراف معیار بازده آن، بلکه بر مبنای ریسک سیستماتیک آن، صورت می‌گیرد. طبق نظریه نوین سبد سهام می‌توان ریسک غیرسیستماتیک را از میان برد، ولی ریسک سیستماتیک همچنان باقی می‌ماند. امروزه یکی از مهم‌ترین مباحث مالی، ریسک شرکت‌هاست که در کنار آن‌ها دارایی‌هایی که در مدت زمان کوتاهی قابلیت نقدشوندگی را دارند بر اهمیت این موضوع افزوده‌اند (بورکارت و الینگسن^۱، ۲۰۰۴). از آن جا که تمام واحدهای تجاری در طول عمر فعالیت خود نیاز به منابع مالی پیدا می‌کنند لذا با توجه به حجم بالای فعالیت‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، این شرکت‌ها ناگزیر هستند که از بین روش‌های مختلف تأمین مالی، بهترین روش را انتخاب کرده و ریسک شرکت را به حداقل برسانند (شنوی و ویلیامز^۲، ۲۰۱۱). مجدداً یادآور می‌شود با توجه به اهمیت بسیار بالای سرمایه‌گذاری در تابع تقاضای کل و همچنین اهمیت بی‌نظیر آن در رشد و توسعه اقتصادی، سرمایه‌گذاری مطمئن در جایی امکان‌پذیر است که طبق تئوری‌های مالی و اقتصادی بیشترین بازدهی با کمترین ریسک را ایجاد و پیدا کرد. از آن جا که برای بازدهی

1 Burkart & Ellingsen
2 Shenoy & Williams

و پیدا کردن بهترین سهم هایی که بیشترین بازدهی را داشته باشند، تقریباً می توان آن را با توجه به فاکتورهایی مانند سود و فروش و ... پیش بینی کرد، فاکتور اصلی و مهم در حل این معادله دو مجهولی به سمت ریسک سنگینی خواهد کرد. لذا در صورتی که بتوان میزان ریسک سیستماتیک را اندازه گیری کرد، سرمایه گذاران با اطمینان و آسودگی خاطر بیشتر سرمایه گذاری خواهند کرد. همچنین از مسائل مهم دیگر یافتن ارتباط و همبستگی بین صنایع مختلف در جهت یافتن بیشترین و یا کمترین تأثیرپذیری است که با دانستن آن بتوان بهترین سرمایه گذاری را انجام داد.

۳. مطالعات تجربی

بریمبل^۱ (۲۰۰۳)، در تحقیقی به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در برآورد ریسک سیستماتیک پرداخت. برای این کار یک نمونه ۱۲۳ تایی از شرکت ها در بازه زمانی ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۰ انتخاب شد. متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق عبارت بودند از: بتای حسابداری، تغییرات سود، رشد، اندازه، نسبت پرداخت سود، نسبت جاری، اهرم مالی، نسبت پوشش بهره و اهرم عملیاتی. نتایج نشان داد که متغیرهای حسابداری ذکر شده، بیش از ۵۷ درصد تغییرات ریسک سیستماتیک را تعیین می کنند. وست و ورتینگتون^۲ (۲۰۰۶)، در تحقیقی به بررسی نقش عوامل کلان اقتصادی بر ریسک در بازده های دارایی های بازارهای مالی در استرالیا با استفاده از مدل GARCH-M پرداختند. نتایج آن ها نشان داد که رابطه بین عوامل کلان اقتصادی بر ریسک را در بازده های دارایی های مالی استرالیا معنادار نشان می دهد و این عوامل به طور سیستماتیک بازده دارایی ها را تحت تأثیر قرار می دهد. فیلپون و ریچارد^۳ (۲۰۱۰)، در تحقیقی به بررسی مؤسسات مالی و شرکت ها در بحران مالی در طی سال های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ پرداختند. نتایج آن ها نشان داد که بین اهرم مالی شرکت ها و ریسک سیستماتیک رابطه معناداری وجود دارد. بیلو و همکاران^۴

1. Brimble
2. West & Worthington
3. Philippon & Richard
4. Billio et al.

(۲۰۱۲)، در تحقیقی به بررسی اندازه‌گیری پیوستگی و ریسک سیستماتیک در بخش‌های مالی و بیمه پرداختند. نتایج آن‌ها در مورد چهار بخش نشان داد که یک رابطه نامتقارن در بین چهار بخش از درجه پیوستگی برقرار است و در این بخش‌ها، بانک‌ها نقش مهم‌تری از مؤسسات مالی در انتقال شوک‌ها دارند. سرافیم و همکاران^۱ (۲۰۱۳)، در تحقیقی نشان دادند که شرکت‌هایی که عملکرد اجتماعی بالایی دارند، بیشتر تمایل دارند به افشای اطلاعات عمومی فعالیت‌های اجتماعی خود بپردازند. همچنین سطح بالای شفافیت در اطلاعات باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران خواهد شد و این امر زمینه‌های کاهش ریسک را فراهم می‌کند. ابراهیم و هارون^۲ (۲۰۱۶)، در تحقیقی تأثیر اهرم مالی و سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها را بر ریسک سیستماتیک شرکت‌های غیرمالی را در یک دوره زمانی از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۳ در بورس اوراق بهادار مالزی بررسی کردند. آن‌ها تعداد ۸۲۴ شرکت از شرکت‌های فعال در این بورس را در نظر گرفته و با استفاده از داده‌های تابلویی و مدل اثرات ثابت به تجزیه و تحلیل نتایج پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که اهرم مالی تأثیر بالایی بر ریسک سیستماتیک شرکت‌ها دارد ولی تأثیر سایر متغیرهای کنترلی بر ریسک سیستماتیک مورد تأیید نمی‌باشد. ویرال و همکاران^۳ (۲۰۱۷)، در تحقیقی به اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک پرداختند. آن‌ها مدلی اقتصادی از ریسک سیستماتیک ارائه کردند که در آن فرض شده بود که کمبود بخش مالی به عنوان یک کل است که به اقتصاد آسیب می‌رساند و منجر به یک ریسک سیستماتیک خارجی خواهد شد. آن‌ها سهم هر مؤسسه مالی در ریسک سیستماتیک را به عنوان یک کمبود مورد انتظار سیستمی (SES)^۴ در نظر گرفتند. آن‌ها به طور تجربی توانایی اجزای SES را برای پیش‌بینی ریسک سیستماتیک در بحران مالی ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ نشان دادند. اوورد و ژو^۵ (۲۰۱۸)، در تحقیقی به بررسی ریسک سیستماتیک و مدل‌های تجاری بانک پرداختند.

1. Serafeim et al.

2. Ibrahim & Haron

3. Viral et al.

4. Systemic Expected Shortfall

5. Oordt & Zhou

آن‌ها روابط مدل‌های تجاری بانکی را از نظر تجربی در دو بعد از ریسک سیستماتیک بررسی کردند. نتایج آن‌ها نشان داد که تفاوت‌های مشاهده شده در این روابط تا حد زیادی توضیح می‌دهد که چرا چشم‌اندازهای خرد و کلان برای مقررات بانکی پیامدهای متفاوتی دارند. شوارز^۱ (۲۰۱۹)، در تحقیقی به بررسی مقررات سیستماتیک در ریسک سیستماتیک پرداخت. شوارز بیان کرد که اگر چه کارهای زیادی در این زمینه انجام شده اما هنوز کارهای مهم زیادی مانده است که انجام شود و عنوان کرد که بیشتر مقررات موجود به صورت موقت هستند و باید به جای ابزار یک چارچوب منسجم ارائه کرد. به همین دلیل به ارائه یک چارچوب منسجم بر پایه مبانی هنجاری پرداخت. نتایج نشان داد که چگونه مقررات می‌توانند به اصلاح نقصانی بازار کمک کرده و بینش مهم و جدیدی در مورد طراحی مقرراتی را نشان دهند.

پولدنا (۲۰۲۰)، به کمی‌سازی ریسک سیستماتیک ناشی از همپوشانی اوراق بهادار در سیستم مالی پرداختند. بازارهای مالی ریسک سیستماتیک درونزا را ایجاد می‌کنند، این ریسک وجود دارد که بخش قابل توجهی از سیستم از کار بیفتد و سهام سقوط کند. ریسک سیستماتیک می‌تواند از طریق مکانیسم‌ها و کانال‌های مختلف منتشر شود. یک شکل مهم سرایت مالی از ارتباطات غیرمستقیم بین موسسات مالی با واسطه بازارهای مالی ناشی می‌شود. این ارتباط غیرمستقیم زمانی اتفاق می‌افتد که موسسات مالی در دارایی‌های مشترک سرمایه‌گذاری می‌کنند و از آن به عنوان اوراق بهادار همپوشان یاد می‌شود. در این کار ریسک سیستماتیک ناشی از ارتباطات غیرمستقیم بین موسسات مالی را کمی می‌کند. اطلاعات کامل در مورد دارایی‌های امنیتی واسطه‌های مالی اصلی و توانایی شناسایی منحصر به فرد اوراق بهادار آنها، امکان می‌دهد سیستم مالی کشور مکزیکی را به عنوان یک شبکه دو طرفه از اوراق بهادار و موسسات مالی نشان دهد. لی^۲ (۲۰۲۱)، به مطالعه ریسک سیستماتیک در اوراق بهادار پرداخته است. این مطالعه سطح ریسک

-
1. Schwarcz
 2. Lee

سیستماتیک برای اوراق بهادار ایالات متحده را بر اساس تغییر نرخ پیش فرض تجزیه و تحلیل می‌کند که با عوامل تعیین‌کننده مشاهده شده قابل توضیح نیست. حساسیت‌های ریسک سیستماتیک عمومی از کلاس‌های درجه‌بندی پایین به کلاس‌های متوسط رتبه‌بندی افزایش می‌یابد و به طبقات درجه‌بندی بالاتر کاهش می‌یابد. اشفق^۱ (۲۰۲۱)، به بهینه‌سازی ریسک سبد سهام در کشورهای نوظهور می‌پردازد. با توجه به ادغام بازارهای سهام بی‌المللی، این مطالعه سعی دارد پاسخی برای مسئله بهینه‌سازی سبد بین‌المللی ارائه دهد. این احتمال وجود دارد که ترجیحات سرمایه‌گذاران برای میانگین، واریانس، انحراف و کوتاه‌شدن در طول زمان متفاوت باشد. یک سرمایه‌گذار ممکن است ترجیح دهد وزن بیشتری به سود بدهد، در حالی که سرمایه‌گذار دیگر ممکن است واریانس یا انحراف نسبت به سود را انتخاب کند. برای دستیابی به بهینه‌سازی چند هدفه، این مطالعه از مدل برنامه نویسی چند جمله‌ای (PGP) استفاده می‌کند. این مطالعه، شاخص‌های سهام کشورهای BRICS (برزیل، روسیه، هند، چین و آفریقای جنوبی) را از ژانویه ۲۰۱۰ تا دسامبر ۲۰۱۶ با اختصاص وزن‌های مختلف به کشورهای BRICS منفرد تحت میانگین واریانس چولگی کشیدگی، الگوی سرمایه‌گذاری را برای هند و چین نشان می‌دهد. به این صورت که وقتی سرمایه‌گذاران بالقوه به هند به عنوان یک کشور مطلوب برای سرمایه‌گذاری در سهام نزدیک می‌شوند، بازده سبد سهام چین به سمت دیگر حرکت می‌کند و بالعکس.

شاه‌آبادی و همکاران (۱۳۹۱)، در تحقیقی به بررسی اثر متغیرهای اقتصاد کلان بر ریسک سیستماتیک صنایع خودروسازی، سیمان، دارویی و غذایی پرداختند. روش مورد استفاده آن‌ها در تخمین بتا، پنل دیتا و برای رابطه بین ریسک سیستماتیک و متغیرهای اقتصاد کلان، رگرسیون خطی بود. نتایج آن‌ها نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین تورم و بتاهای گروه سیمان و خودروسازی، رابطه منفی بین اشتغال صنعتی و ریسک در هر ۴ گروه وجود دارد. ابوذری و همکاران (۱۳۹۳)، در تحقیقی به بررسی ارتباط بین ریسک

سیستماتیک و مالیات بر درآمد شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن ها یک نمونه ۲۸۳ تایی از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ انتخاب کرده و با روش پنل دیتای اثرات تصادفی به تحلیل نتایج پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان دهنده نبود رابطه مشخص بین ریسک سیستماتیک با مالیات پرداختی در بین شرکت های مورد بررسی بود به طوری که از ۲۸۳ شرکت مورد بررسی، ضریب ریسک سیستماتیک برای ۹۳ شرکت معنادار بود. راسخی و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی به بررسی پویایی رابطه ریسک بازده در بازار سهام ایران: شواهد جدید با به کارگیری الگوی GARCH-JUMP پرداختند. نتایج برآورد این الگوها برای داده های روزانه شاخص کل بازار بورس تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۶/۷/۶ تا ۱۳۹۳/۱۲/۲ دلالت بر معناداری جزء جامپ دارد، به طوری که ریسک بازده سهام ایران هر دو جزء تغییرات ملایم و رویدادهای شوک گونه و جامپی را شامل می شود و از این رو، مدل GARCH-M سنتی به تنهایی برای بررسی رابطه ریسک و بازده در بازار سهام ایران مناسب نیست. همچنین در تجزیه و تحلیل پاداش ریسک متغیر با زمان، مشاهده شد که در کوتاه مدت تنها ریسک ناشی از وقوع جامپ معنادار است. ادبی فیروز جایی و همکاران (۱۳۹۵)، در تحقیق خودشان برای اندازه گیری ریسک، معیار ارزش در معرض ریسک را در نظر گرفتند و برای اندازه گیری ارزش در معرض ریسک از سه رویکرد کلی پارامتریک، ناپارامتریک و شبه پارامتریک استفاده نمودند. آنها، روش شبیه سازی پنجره ارائه می کنند که می توان آن را در دسته رویکرد ناپارامتریک قرار داد. شیوه برآورد ارزش در معرض ریسک در این روش همانند روش شبیه سازی مونت کارلو، مبتنی بر بازتولید داده ها است. البته تولید داده ها در این روش، بر مبنای معیارهای مختلف شباهت و فاصله انجام می گیرد به طوری که با انتخاب صدک توزیع بازدهی ها به دست آمده، ارزش در معرض ریسک برآورد می شود. در ادامه با بکارگیری روش مذکور، ارزش در معرض ریسک شاخص های بورس اوراق بهادار تهران محاسبه می شوند و همچنین دقت ارزش در معرض ریسک برآورد شده بر مبنای آماره های آزمون بازخورد مورد ارزیابی قرار می گیرند. نتایج تجربی حاکی از این

است که در روش پنجره بهترین عملکرد به ترتیب از آن معیارهای شباهت اقلیدسی، DTW، کولموگروف-اسمیرنوف، مربع کای دو، شباهت-فاصله و فاصله کسینوسی می‌باشد.

ودیدی نوقابی و همکاران (۱۳۹۶)، در تحقیقی به بررسی رابطه رتبه اعتباری و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها پرداختند. آن‌ها بدین منظور یک نمونه ۱۰۶ تایی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را به عنوان نمونه انتخاب کرده و برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده کردند. نتایج آن‌ها نشان داد که بین رتبه اعتباری و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

مهرآرا و سهیلی (۱۳۹۷)، در تحقیقی با هدف بررسی پویایی‌های ریسک اطلاعات در بورس تهران، احتمال روزانه معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی برای ۲۲ شرکت از ۱۱ صنعت متفاوت بورس تهران در طول چهار سال تخمین زده‌اند که متوسط این احتمال برای شرکت‌های نمونه طی دوره ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۵ معادل ۲۷ درصد برآورد شده است. پایین‌ترین میانگین احتمال روزانه معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی ۲۰/۲ درصد و بالاترین میانگین نیز ۳۹/۴ درصد است. در این مطالعه، پایین‌ترین احتمال روزانه معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی در نمادهای مورد بررسی ۱/۲ درصد و بالاترین میزان آن نیز ۹۳/۳ درصد به دست آمد. این موضوع نشانگر تغییرات قابل توجه ریسک اطلاعاتی در طول زمان و لزوم استفاده از مدل‌های پویا برای بررسی آن است. در مجموع، اینگونه استنباط می‌شود که ریسک اطلاعات در بورس تهران دارای سطح میانگین و حداکثر بسیار بالاتری در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته است. دو صنعت پتروشیمی و فلزات اساسی پایین‌ترین سطح ریسک اطلاعات، و دو صنعت بیمه و سیمان بالاترین سطوح آن را ثبت کرده‌اند.

حاجیها و صفری (۱۳۹۷)، در تحقیقی به بررسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک سهام و چولگی بازده سهام پرداختند. آن‌ها بدین منظور ۹۸ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۹۲ - ۱۳۸۷ را انتخاب و با تدوین دو فرضیه، برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره با داده‌های تابلویی استفاده کردند.

نتایج آن‌ها نشان داد که در فرضیه نخست، بین ریسک سیستماتیک سهام با چولگی مثبت بازده سهام، ارتباط مستقیم و معنی دار وجود دارد. در فرضیه دوم نیز نشان داده شد که بین ریسک سیستماتیک سهام با چولگی منفی بازده سهام، ارتباط مستقیم و معنی دار وجود دارد. جامعی و عزیزی (۱۳۹۷)، در تحقیقی به بررسی تأثیر افشاء مسئولیت‌های اجتماعی سازمانی بر سطح نگهداشت وجه نقد از طریق ریسک ویژه و ریسک سیستماتیک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق تعداد ۱۲۲ شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ به روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب در نظر گرفته شده است. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیونی چندمتغیره و نیز داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج نشان داد که افشاء مسئولیت‌های اجتماعی سازمانی به صورت مستقیم بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبتی دارد. همچنین هرچه سطح افشاء مسئولیت‌های اجتماعی سازمانی بالاتر باشد، ریسک ویژه شرکت پایین‌تر و سطح نگهداشت وجه نقد پایین‌تر خواهد بود و هرچه سطح افشاء مسئولیت‌های اجتماعی سازمانی بالاتر باشد، ریسک سیستماتیک شرکت پایین‌تر و سطح نگهداشت وجه نقد بالاتر خواهد بود. دهقان خاوری (۱۳۹۸)، تعامل ریسک سیستماتیک با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهش حاضر درصدد بررسی این موضوع با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته در چارچوب داده‌های پانل شرکت‌های منتخب است. انتخاب این روش برای اولین بار در این موضوع از این جهت حائز اهمیت است که بازده سهام با وقفه، می‌تواند به عنوان عامل توضیح‌دهنده‌ای در کنار دیگر عوامل قرار گیرد. با تصریح مدل، شناخت اثر دیگر عوامل نیز دقیق‌تر و بدون تورش خواهد بود. همچنین به منظور رفع تورش ناشی از درون‌زایی متغیرهای توضیحی، تمام متغیرهای رگرسیونی حتی با وقفه، به‌عنوان متغیر ابزاری وارد مدل می‌شوند. متغیرهای توضیحی نیز جهت جلوگیری از ایجاد خودهمبستگی بین شاخص‌ها و کاهش دقت نتایج، از هر گروه نسبت‌های شاخص‌ها، یک نماینده در مدل وجود داشته باشد. نتیجه پژوهش، نشان دهنده رابطه معنی دار میان بازده سهام و بازده سهام

با وقفه است که موید کارآیی روش مذکور در تصریح مدل و نتایج دقیق‌تر است. نتایج بدست آمده، همچنین وجود رابطه معکوس بازدهی سهام با شاخص‌های ریسک سیستماتیک و عدم تقارن اطلاعات و رابطه مستقیم با سود هر سهم و نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی را نشان می‌دهد. علاوه بر آن میان بازدهی سهام و شاخص‌های اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به بازار رابطه معنی‌داری وجود ندارد. مجتهدی و همکاران (۱۳۹۹)، تعیین پرتفوی بهینه با مدل‌سازی ریسک سیستماتیک: شرکت‌های صنایع غذایی منتخب بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این مطالعه از معیار EDH برای اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک سهام هر یک از شرکت‌های منتخب صنایع غذایی استفاده شده، سپس با استفاده از مدل فاکتور رابطه‌ای که ورود ریسک سیستماتیک به مدل را امکان‌پذیر نماید، تعیین شد. داده‌های مورد استفاده در این مطالعه شامل قیمت روزانه سهام شرکت‌های صنایع غذایی و شاخص بازار برای سال‌های ۱۳۹۸-۱۳۹۴ می‌باشند. همچنین متغیرهای نرخ ارز، قیمت جهانی طلا و قیمت جهانی نفت به عنوان عوامل موثر بر بازدهی سهام شرکت‌ها در برآوردها مورد استفاده قرار گرفتند. نتایج پس از برآورد مدل با وجود ریسک سیستماتیک و مدل بدون در نظر گرفتن این ریسک نشان داد که بنابر انتظار در نظر گرفتن ریسک سیستماتیک سبب می‌شود پرتفوی به سمت انتخاب سهام شرکت‌هایی حرکت کند که کمترین تأثیرپذیری از شرایط بازار را دارند. همچنین بر اساس معیار EDH، شرکت‌های صنعتی بهشهر، گلوکوزان، کالبر، مارگارین، پارس مینو، پگاه فارس و سالمین، EDH مثبت دارند و شرکت‌های بیسکویت گرجی، تولیدی مهرام، مینو شرق و پگاه آذربایجان، EDH منفی دارند.

با بررسی مطالعات انجام شده مشخص می‌شود که یکی از مهم‌ترین مباحث در بازار سرمایه، آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها، خصوصاً ریسک سیستماتیک است که می‌تواند نقش به‌سزایی در تصمیم‌گیری‌ها ایفا نماید. زیرا اعتقاد بر این است که بازده سهام شرکت‌ها تابعی از ریسک سیستماتیک است و ریسک سیستماتیک بیانگر تغییرات نرخ بازده یک سهم نسبت به تغییرات نرخ بازده کل بازار سهام می‌باشد. در بازار سرمایه

نیز، سرمایه گذاران سعی دارند در جایی سرمایه گذاری کنند که بیشترین بازدهی را برای آنان به ارمغان آورد و در این راستا به ریسک مربوط به سرمایه گذاری نیز توجه دارند و در صورتی تحمل ریسک را پذیرا هستند که بابت آن مابه ازایی، عایدشان شود و این عواید چیزی جز سود بیشتر سرمایه گذاری نخواهد بود. از طرف دیگر شرکت ها نیز تلاش دارند به گونه ای فعالیت کنند که هدف اصلی صاحبان شرکت (سهامداران)، یعنی افزایش ارزش شرکت، را محقق نمایند. در نتیجه، اهمیت تحقیق در این است که سرمایه گذاران و شرکت ها می توانند با استفاده از نتایج تحقیق، تصمیمات خود را تعدیل یا بر اساس آن تصمیمات جدیدی اتخاذ نمایند. در نهایت بایستی اشاره کرد که با بررسی مطالعات داخلی و خارجی مشخص می شود که تاکنون تحقیقی درباره اندازه گیری ارتباطات و ریسک سیستماتیک مالی در ایران (با رویکردهای سوییچینگ رگرسیون و علیت گرنجر خطی و غیر خطی با تکیه بر نظریه گراف) انجام نشده است و با توجه به اینکه این روش ها قدرت بالایی در تحلیل نتایج توضیح دهنده گی آنها دارند، لذا انجام این پژوهش به روش های مذکور در سطح بازارهای مالی ایران ضروری به نظر می رسد.

نوآوری این پژوهش بررسی ارتباطات نامتقارن شاخص صنایع مهم بورس با استفاده از ترکیبی از روش های علیت خطی و غیرخطی با نظریه گراف است. در پژوهش های پیشین ارتباطات نامتقارن شاخص صنایع مهم بورس کمتر مورد توجه قرار گرفته است. این رویکردها به خوبی میزان تأثیرگذاری و ارتباطات شاخص صنایع بورس تهران را در دوره های مختلف نشان می دهند و از این رو می توان با دقت بیشتری سیاست های مالی را در دوران رکود و رونق بورس ارائه نمود.

۴. روش تحقیق

در این مقاله ارتباطات شاخص صنایع بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکردهای تحلیل اجزاء اصلی، علیت گرنجر خطی و غیرخطی، همبستگی غلتان و نظریه گراف مورد بررسی قرار گرفته شده است. در این مقاله ارتباطات نامتقارن این شاخص ها

در دوران نوسانات شدید شاخص بورس تجزیه و تحلیل شده است. از رویکرد تحلیل اجزاء اصلی جهت تعیین اوج ارتباطات مؤسسات مالی استفاده شده است و با بهره‌گیری از رویکرد رگرسیون سویچینگ و نظریه گراف، شبکه ارتباطات شاخص‌های مورد نظر در بازه ۱۳۸۷ تا اواسط ۱۳۹۸ ترسیم شده است و با استفاده از معیارهای مختلف میزان اهمیت هریک از صنایع تعیین شده است. نوآوری این پژوهش بررسی ارتباطات نامتقارن شاخص صنایع مهم بورس با استفاده از ترکیبی از روش‌های علیت خطی و غیرخطی با نظریه گراف است. در پژوهش‌های پیشین ارتباطات نامتقارن شاخص صنایع مهم بورس کمتر مورد توجه قرار گرفته است. این رویکردها به خوبی میزان تأثیرگذاری و ارتباطات شاخص صنایع بورس تهران را در دوره‌های مختلف نشان می‌دهند و از این رو می‌توان با دقت بیشتری سیاست‌های مالی را در دوران رکود و رونق بورس ارائه نمود. داده‌های این پژوهش شامل مشاهدات روزانه بازده شاخص قیمت بخش بانکی، نفت، ارتباطات، دارویی، شیمیایی، سرمایه‌گذاری، خودرویی، ماشین‌آلات، فلزات اساسی و تولیدات فلزی است. جامعه آماری صنایع بزرگ پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که در بازه زمانی بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ به عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شده‌اند. در ادامه به معرفی روش‌های علیت گرنجر، سویچینگ رگرسیون و نظریه گراف در سه زیربخش پرداخته خواهد شد.

۱-۴. علیت گرنجر

یک آزمون فرض آماری است که برای تشخیص علیت میان سری‌های زمانی بکار می‌رود. گرنجر (۱۹۶۹) با استفاده از این واقعیت که "آینده نمی‌تواند علت حال یا گذشته باشد"، بیان کرد که چنانچه مقادیر جاری (Y_t) با استفاده از مقادیر گذشته (X_t) با دقت بیشتری نسبت به حالتی که از آن مقادیر استفاده نمی‌شود، پیش‌بینی شود، در این صورت (X_t) را علت گرنجری (Y_t) می‌نامند. در آزمون علیت گرنجری برای اینکه فرضیه " X_t علت گرنجری Y_t نیست" آزمون شود، یک مدل خودتوضیح برداری (VAR) به شکل زیر تشکیل می‌شود:

$$Y_t = \sum_{i=1}^k \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{t-i} + u_t \quad (1)$$

که در آن اگر $\beta_i = 0$ ، در این صورت X_t علت گرنجر Y_t نیست. البته این آزمون زمانی معتبر است که متغیرها همجمع نباشند.

۴-۲. سوئیچینگ رگرسیون:

در این پژوهش به منظور بررسی پویایی انتشار شوک های مؤسسات مالی بر هم از رویکرد علیت جهت تعیین جهت ارتباطات بازده شاخص صنایع مورد بررسی استفاده می شود. علیت گرنجر بدین معنی است مقادیر گذشته یک سری زمانی بر مقادیر جاری سری زمانی دیگر تأثیر معنی دار دارد. در واقع مقادیر گذشته یک سری زمانی دارای اطلاعاتی است در پیش بینی مقادیر آتی یک سری مفید هستند (گرگوری^۱، ۲۰۱۱).

$$R_{t+1}^i = a^i R_t^i + b^{ij} R_t^j + e_{t+1}^i \quad (2)$$

هر گاه R_t^i بازده سری زمانی i در زمان t باشد آنگاه گفته می شود سری j علیت گرنجر سری i است هر گاه b^{ij} به طور آماری متفاوت از صفر باشد. وجود علیت گرنجر را می توان به عنوان اثر سرریز بازده دارایی ها در نظر گرفت. یکی از معایب علیت گرنجر خطی عدم توضیح و در نظر گرفتن روابط غیرخطی بین داده ها است. به منظور تعیین این روابط غیرخطی از علیت گرنجر غیرخطی استفاده می شود. این رویکرد بر اساس علیت گرنجر محاسبه شده از روش رگرسیون سوئیچینگ-مارکف است.

رویکرد سوئیچینگ مارکف بدین صورت است: فرض کنید S_t نشان دهنده ی وضعیتی است که فرآیند ایجاد داده ها (DGP) را در زمان t نشان می دهد (هامیلتون^۲، ۱۹۸۹). متغیر حالت یا رژیم S_t از یک فرآیند مارکف پیروی می کند و متغیری تصادفی و مشاهده ناپذیر است. $S_t=1$ نشان دهنده ی فرآیند ایجاد داده ها (DGP) در رژیمی با نوسان بالا است و $S_t=2$ فرایند ایجاد داده ها در رژیمی با نوسان پایین را نشان می دهد که می تواند به صورت زیر نوشته شود:

1. Gregoriou
2. Hamilton

$$r_t | \zeta_{t-1} \sim \begin{cases} t_{\mu_{1t}, \delta_{1t}, df_1} \\ t_{\mu_{2t}, \delta_{2t}, df_2} \end{cases} \quad (3)$$

که در آن ζ_{t-1} به مجموعه اطلاعات در دوره قبل اشاره می‌کند.

همچنین توزیع r_t را با میانگین μ_{it} و واریانس σ_{it}^2 و درجه آزادی df_i با قیمت $i=1, 2$ ، Pt_{it} دنبال می‌کند.

در میانگین معادلات رژیم وابسته، احتمال خود رگرسیون مرتبه اول در بازدهی سهام شاخص صنایع محاسبه می‌شود.

برای به دست آوردن واریانس در زمان t از روند MRS استفاده می‌شود. بر اساس فرضیه توزیع t واریانس بازدهی سهام در زمان t می‌تواند به صورت زیر بیان شود:

$$\delta_t^2 = E[(r_t - E[r_t])^2 | \zeta_{t-1}] = E[(r_t^2 | \zeta_{t-1})] - \{E[r_t | \zeta_{t-1}]\}^2 \quad (4)$$

$$pt_{1t}(\mu_{1t}^2 + \sigma_{1t}^2) + (1 - pt_{1t})(\mu_{2t}^2 + \sigma_{2t}^2) - [pt_{1t}\mu_{1t} + (1 - pt_{1t})\mu_{2t}]^2$$

مقدار σ_{it}^2 می‌تواند به عنوان واریانس شرطی کل از دو رژیم بررسی شود و σ_{it}^2 پایه‌ای را برای واریانس شرطی مشخص $(i=1, 2)$ در مدل گارچ (۱) تهیه می‌کند. به علاوه خطای پیش‌بینی یا جزء خطا به صورت زیر به دست می‌آید:

$$\varepsilon_{t-1} = r_{t-1} - E[r_{t-1} | \zeta_{t-1}] = r_{t-1} - [pt_{1t-1}\mu_{1t-1} + (1 - pt_{1t-1})\mu_{2t-1}] \quad (5)$$

برای کامل کردن مدل به S_t نیاز است π به ضریب احتمال اشاره می‌کند. S_t متغیر حالت است که از زنجیره‌ی مارکف مرتبه‌ی اول پیروی می‌کند که انتقال در رژیم‌ها، 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 مشاهده ناشدنی رژیم‌ها S_t از زنجیره‌ی مارکف مرتبه اول پیروی می‌کند.

$$\begin{aligned} \Pr\{S_t = 1 | S_{t-1} = 1\} &= \pi_1, \quad \Pr\{S_t = 2 | S_{t-1} = 1\} = 1 - \pi_1 \\ \Pr\{S_t = 2 | S_{t-1} = 2\} &= \pi_2, \quad \Pr\{S_t = 1 | S_{t-1} = 2\} = 1 - \pi_2 \end{aligned} \quad (6)$$

π_1 و π_2 احتمالات انتقال است. برآورد شاخص‌ها از روش حداکثر درست‌نمایی انجام

می‌شود.

لگاریتم تابع درست نمائی از مدل MRS-GARCH(1,1) به صورت معادله (۷) زیر نوشته می شود:

$$\Lambda = \sum_{t=1}^T \text{Ln} \left\{ \frac{pt_{1t}f_{1t}(r_t; \mu_{1t}, \sigma_{1t}, df_1)}{+(1 - pt_{1t})f_{1t}(r_t; \mu_{2t}, \sigma_{2t}, df_2)} \right\} \quad (۷)$$

f_{it} به تابع چگالی از توزیع t با میانگین μ_{it} و واریانس σ_{it}^2 و درجه آزادی df_i اشاره می کند. مرحله نهایی از مدل مربوط به قیمت پیش بینی (pt_{it}) است. بر طبق قضیه بیز^۱ سری های قیمت پیش بینی شده می تواند به صورت پیوسته تخمین زده شود:

(۸)

$$pt_{it} = \pi_1 \frac{f_{1t-1}pt_{it-1}}{f_{1t-1}pt_{it-1} + f_{2t-1}(1-pt_{it-1})} + (1 - \pi_2) \frac{f_{2t-1}(1-pt_{it-1})}{f_{1t-1}pt_{it-1} + f_{2t-1}(1-pt_{it-1})}$$

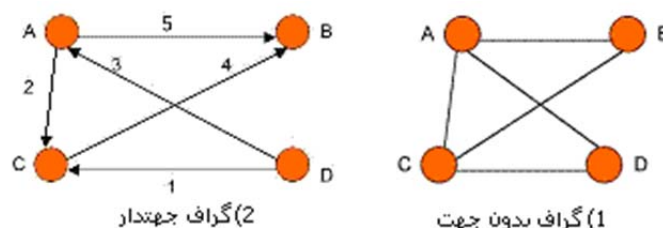
بعد از محاسبه ضرایب رگرسیون سویچینگ، ضرایب متغیر برونزا (ضریب بازده با وقفه شاخص قیمت سایر صنایع) معنی داری آن بررسی می شود. در صورت معنی داری در ماتریس ورودی رویکرد گراف عدد سطر و ستون آن یک در نظر گرفته می شود در غیر این صورت به آن عدد یک اختصاص می یابد (همیلتون^۲، ۱۹۸۹).

۳-۴. گراف

گراف یک ساختمان داده غیرخطی و شامل دو مجموعه است؛ مجموعه غیرتهی از گره ها یا رئوس^۳ و مجموعه ای از یال ها^۴ که رأس ها را به هم متصل می کنند و با $G(V, E)$ نشان داده می شود. یک گراف می تواند به دو شکل جهت دار^۵ یا غیرجهت دار^۶ باشد. یک گراف جهت دار گرافی است که جهت هر یال در آن تعیین شده است. در گراف جهت دار ترتیب رئوس در هر یال اهمیت دارد و یال ها با پیکان هایی از رأس ابتدا به رأس انتها رسم

-
1. Bayes
 2. Hamilton
 3. Vertex
 4. Edge
 5. directed
 6. Undirected

می‌شوند. در گراف غیرجهت‌دار می‌توان در هر دو جهت بین رأس‌ها حرکت کرد و ترتیب رأس‌های یال اهمیت ندارد (یودی^۱، ۱۹۸۹).



یال‌های گراف می‌توانند وزن‌دار^۲ یا بدون وزن^۳ باشند. گرافی که یال‌های آن دارای وزن باشد گراف وزن‌دار نامیده می‌شود. وزن می‌تواند نشان دهنده هزینه، مسافت، زمان یا هر مشخصه دیگری از یال باشد. یک مسیر^۴ در گراف یک گذر از رأس‌های متوالی در امتداد یک سری از یال‌ها است. رأس انتهایی یک یال، رأس ابتدای یال بعدی در توالی محسوب می‌شود. طول مسیر تعداد یال‌های مسیر است که در طول مسیر طی می‌شود. یک مسیر با طول n دارای $n+1$ رأس و n یال است (دونالد^۵، ۱۹۹۷). در یک گراف وزن‌دار طول مسیر برابر مجموع وزن‌های یال‌های مسیر است. دو رأس را متصل^۶ می‌گویند اگر مسیری بین آن‌ها وجود داشته باشد. یک مسیر ساده^۷ مسیری است که همه رئوس آن، به جز احتمالاً رأس شروع و پایان در آن تکراری نباشد (داگلاس^۸، ۲۰۰۱).

۵. نتایج تحقیق

در این بخش ابتدا با استفاده از آزمون‌های دیکی فولر و فلیپس پرون، مانایی بازده شاخص قیمت صنایع مورد بررسی قرار می‌گیرد.

1. Udi, M
2. weighted
3. unweighted
- 4 path
- 5 Donald, E
- 6 reachable
- 7 simple path
- 8 Douglas, B

۱-۵. آزمون های مانایی

در ادامه به بررسی مانایی بازده شاخص صنایع با آزمون فیلیس پرون پرداخته شده است. نتایج این آزمون در جدول زیر (جدول ۱) آمده است.

جدول ۱. بررسی مانایی بازده شاخص صنایع با آزمون فیلیس پرون و دیکي فولر تعمیم یافته

متغیر	آماره PP	معیار p-value	نتیجه	آمار ADF	معیار p-value
بانک	۲/۸۳	۰/۰۰۰	مانا	۳/۶۷۹۱	۰/۰۰۰
خودرو	۳/۲۵	۰/۰۰۰	مانا	۳/۸۰۲	۰/۰۰۰
شیمیایی	۳/۴۵	۰/۰۰۰	مانا	۴/۹۳۷۷	۰/۰۰۰
ارتباطات	۳/۰۲	۰/۰۰۰	مانا	۳/۳۱۰۵	۰/۰۰۰
دارویی	۲/۱۸	۰/۰۰۰	مانا	۳/۷۵۰۹	۰/۰۰۰
ماشین آلات	۳/۱۲	۰/۰۰۰	مانا	۳/۶۱۲۰	۰/۰۰۰
فلزات اساسی	۴/۱۲	۰/۰۰۰	مانا	۴/۸۱۲۱	۰/۰۰۰
سرمایه گذاری	۲/۳۴	۰/۰۰۰	مانا	۲/۷۵۰۹	۰/۰۰۰
تولیدات فلزی	۳/۸۴	۰/۰۰۰	مانا	۳/۵۲۵۵	۰/۰۰۰

مأخذ: یافته های تحقیق

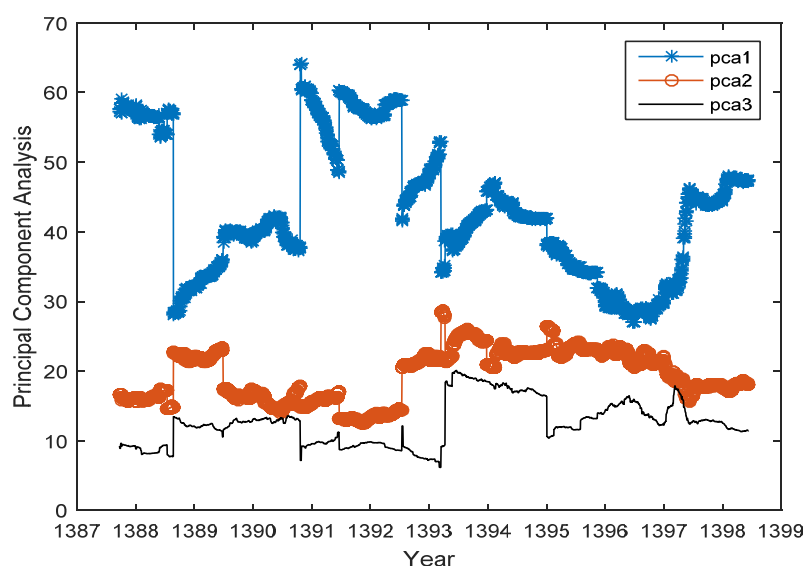
با توجه به نتایج فوق و آزمون فیلیس پرول تعمیم یافته از آنجائیکه ارزش احتمال (P -value) متغیرها در سطح کمتر از ۰/۰۵ می باشند بنابراین فرض جایگزینی مبنی بر مانایی بازده شاخص متغیرها قابل رد نیست مورد تایید است. به عبارت دیگری می توان گفت چون مقدار قدرمطلق آماره های مشاهده شده متغیرها بزرگتر از کمیت تجربی جدول مقدار مانایی شاخص متغیرها مورد تایید است و همچنین از طرف دیگر با توجه به مقادیر آماره ADF محاسبه شده در جدول فوق با توجه به اینکه قدر مطلق آماره آزمون ها از مقدار کمیت تجربی جدول بزرگتر می باشند. لذا فرض H_0 رد می شود یعنی با ضریب اطمینان ۹۵٪ اطمینان می توان پذیرفت که متغیرها پایا هستند.

علت انتخاب متغیرهای بانکی، خودرو، شیمیایی و ... در این پژوهش آن بوده است که ریسک سیستماتیک مربوط به این بخش ها که به شرایط کلی بازار نظیر شرایط اقتصادی، سیاسی، اجتماعی، چرخه های تجاری، سیاست های پولی و مالی مربوط است غیر قابل

کنترل و غیر کافی است و به همین دلیل در تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران اهمیت خاص دارد به گونه‌ای که اعتقاد دارند بازده سهام شرکت تابعی از ریسک سیستماتیک است و با عنایت به این امر متغیرها در این بخش‌ها مورد مطالعه قرار گرفته‌اند.

۲-۵. نتایج تحلیل اجزاء اصلی

همان‌طور که از شکل زیر مشاهده می‌شود، اولین جزء اصلی بین ۳۰ تا ۶۰ درصد تغییرات را توضیح می‌دهد و در سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ و دوره ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ به صورت قابل توجه‌ای افزایش می‌یابد. در دو دوره زمانی فوق شاخص بورس تهران شاهد رشد قابل توجه بوده است. دومین جزء اصلی حدود ۲۰ تا ۳۰ درصد تغییرات را نشان توضیح می‌دهد. این جزء در اواسط سال ۱۳۹۲ تا اوایل ۱۳۹۴ افزایش یافته است و از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ دارای روند تقریباً یکنواخت است. سومین جزء اصلی حدود ۱۰ تا ۱۵ درصد تغییرات را توضیح می‌دهد و در سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۴ و ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ به طور چشم‌گیری افزایش یافته است. بنابراین سه جزء اصلی اول حدود ۷۰ تا ۸۰ درصد تغییرات را توضیح می‌دهند.



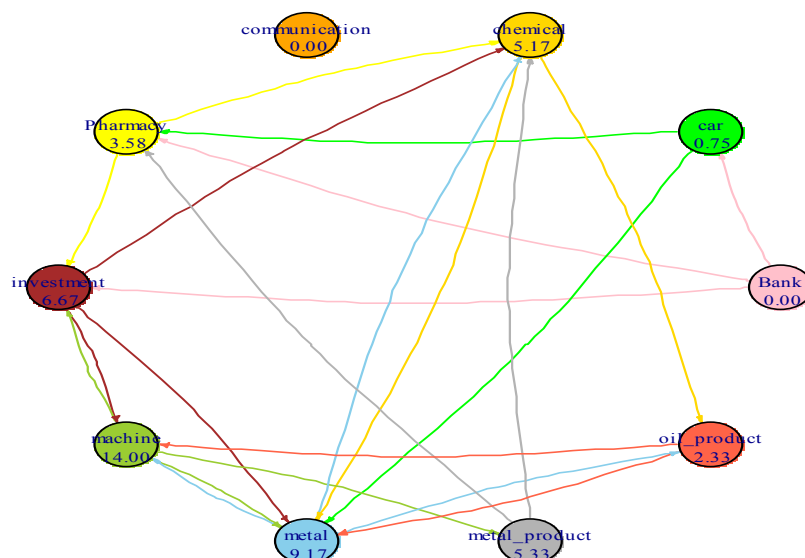
نمودار ۱. تحلیل اجزای اصلی

همانطور که از نتایج نمودار فوق مشاهده می شود، ارتباطات صنایع مختلف بورس تهران در دو دوره ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ و ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ به طور چشم گیری افزایش یافته است. براساس نتایج رویکرد اجزاء اصلی، در دوره نوسانات شدید شاخص قیمت صنایع مورد بررسی، سه جزء نخست در حدود ۷۰ تا ۸۰ درصد تغییرات بازده شاخص صنایع را توضیح می دهد، بنابراین سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ و ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ دوران نوسانات شدید بازده بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

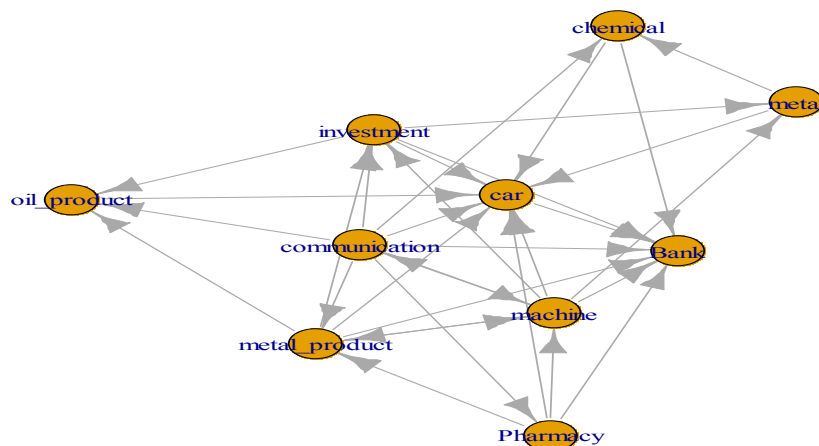
۳-۵. نتایج علیت گرنجر خطی

علیت گرنجر نشان می دهد که آیا مقادیر گذشته یک متغیر بر سایر متغیرها تأثیر گذار است. در این بخش به منظور محاسبه علیت گرنجر خطی ابتدا بازده شاخص قیمت هر متغیر تابع مقادیر گذشته متغیر و سایر متغیرها می شود. اگر ضریب سایر متغیرها در فاصله آماری ۹۵ درصد معنی دار باشد، بدین معنی است که علیت گرنجر از یک متغیر به متغیر دیگر وجود دارد. این روش بر این اساس یک ماتریس ایجاد می شود که اگر بین متغیرها علیت گرنجر وجود داشته باشد، سطر و ستون مورد نظر عدد یک می گیرد و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده می شود. از نتایج این ماتریس به منظور تعیین درجه علیت گرنجر، میزان تأثیر گذاری و تأثیر پذیری متغیرها و همچنین تعیین شبکه بین متغیرها استفاده می شود.

در نمودارهای ذیل علیت گرنجر بین بازده بخش های مختلف در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ و ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ مشاهده می شود. براساس نتایج این نمودارها درجه علیت گرنجر بین بازده صنایع در سال ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ بیش از دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ بوده است. بنابراین نتایج این رویکرد نیز تأیید کننده افزایش ارتباطات بخش های مالی در دوران نوسانات شدید بازار سهام و نرخ ارز است.



نمودار ۲. علیت گرنجر خطی بین بازده متغیرها در سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱
همانطور که در نمودار (۲)، مشاهده می‌شود، بازده شاخص بانکی (bank)، سرمایه‌گذاری (investment) و ماشین‌آلات بیشترین تأثیرپذیری را از سایر متغیرها دارند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که بخش خودرو و بانک نیز بیشترین تأثیرپذیری را داشته‌اند.



نمودار ۳. علیت گرنجر خطی بین بازده متغیرها در سال ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸

با ملاحظه نمودار (۳) مشاهده می شود، بازده شاخص صنعت ارتباطات (communication)، سرمایه گذاری (investment) و ماشین آلات بیشترین تأثیر را بر سایر متغیرها دارند. همچنین بخش خودرو و بانک نیز بیشترین تأثیرپذیری را داشته اند. با مقایسه ارتباط بین متغیرها در دو نمودار، می توان دریافت که ارتباطات بین متغیرها در بازه ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ بیش از ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ است. همچنین ارتباطات بین متغیرها در دو دوره به صورت نامتقارن است.

جدول ۲. درجه علیت گرنجر

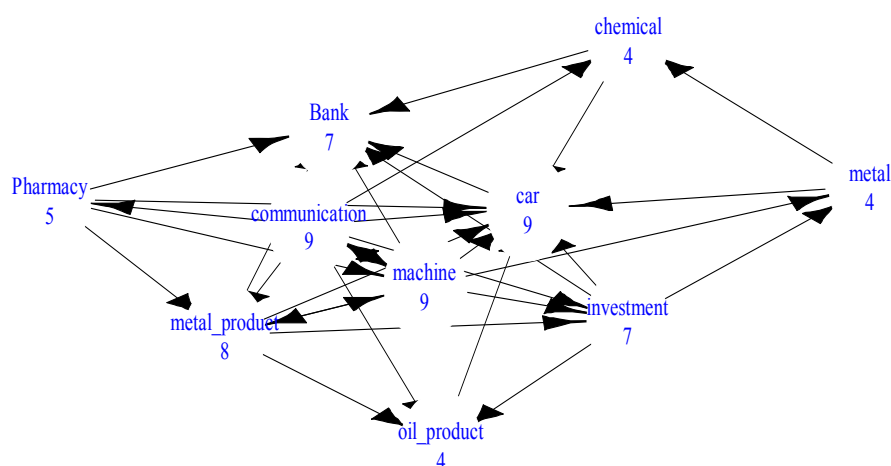
دوره (سال)	درجه علیت گرنجر
۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ و ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷	۰/۲۲
۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ و ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸	۰/۳۳

مأخذ: یافته های محقق

در ادامه بر اساس معیارهایی همچون مرکزیت، مرکزیت مقادیر ویژه و نزدیک بودن، اهمیت هر یک از صنایع مورد بررسی قرار می گیرد. بر اساس معیار مرکزیت، هر صنعت که دارای بیشترین اثرگذاری و اثرپذیری باشد، دارای اهمیت بیشتری است. میزان شدت علیت گرنجری در دوره های مورد مطالعه متفاوت هستند و شدت علیت گرنجری در دوره ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ و ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ نسبت به دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ و ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷ بیشتر بوده و میزان شدت علیت گرنجری دوره فوق الذکر بیشتر است.

۴-۵. نتایج معیار مرکزیت

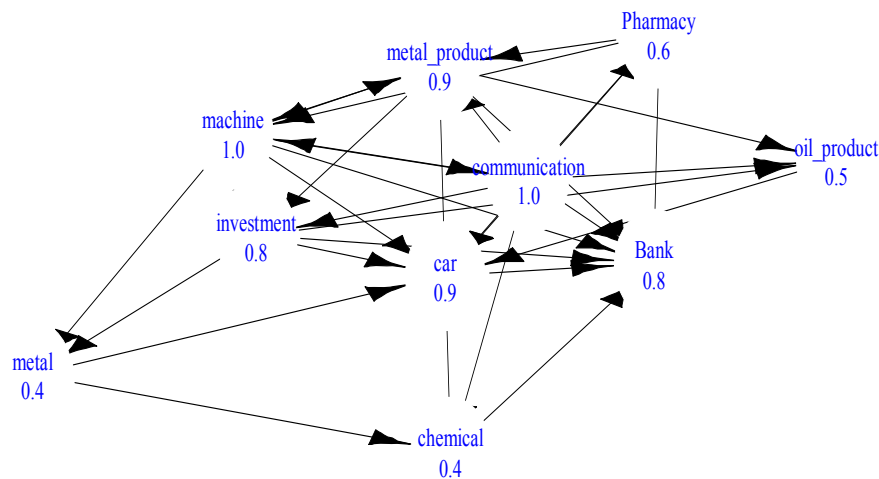
در این قسمت نتایج بر اساس معیار مرکزیت با ارائه نمودارهای این معیار، مشخص گردیده است.



نمودار ۴. ارتباط بین بازده متغیرها براساس معیار مرکزیت سال ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸
در قسمت نیز همانطور که در نمودار (۴) مشاهده می‌شود بر اساس معیار مرکزیت، در دوره ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸، بازده شاخص فلزات، خودرو، ماشین‌آلات و ارتباطات دارای بیشترین اهمیت هستند.

۵-۵. نتایج معیار مرکزیت مقادیر ویژه

نتایج معیار مرکزیت مقادیر ویژه نشان می‌دهد که در دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ صنایع فلزی، ماشین‌آلات و فلزات دارای بیشترین اهمیت و صنایع ارتباطات و بانکی دارای کمترین اهمیت هستند. در سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ صنایع مرتبط با بخش بانکی، ماشین‌آلات و ارتباطات دارای بیشترین اهمیت است و بخش شیمیایی دارای کمترین اهمیت است.

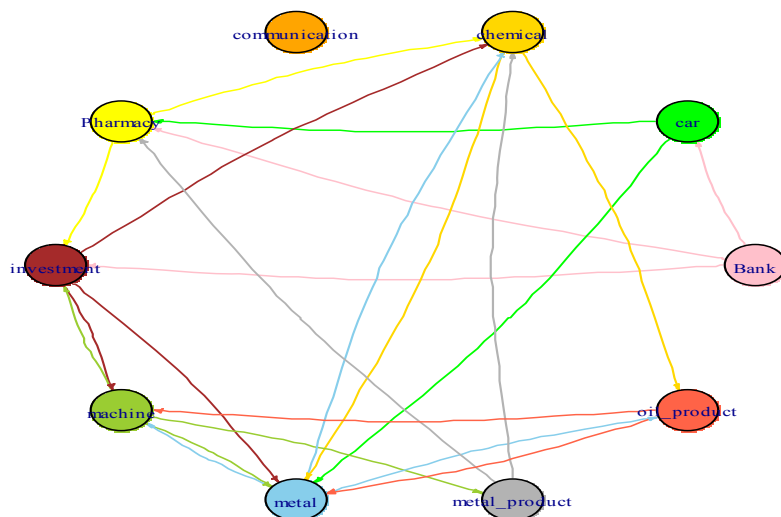


نمودار ۵. ارتباط بین بازده متغیرها براساس معیار مرکزیت مقادیر ویژه سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸
 نتایج این دو نمودار نشان می دهد که میزان اهمیت صنایع مختلف در دوران نوسانات کم و
 نوسانات زیاد بازار سهام به صورت نامتقارن است، یعنی صناعی که در دوران نوسانات کم
 دارای بیشترین اهمیت هستند متفاوت از صناعی هستند که در دوران نوسانات زیاد دارای
 بیشترین اهمیت هستند.

۵-۶. نتایج علیت گرنجر غیر خطی

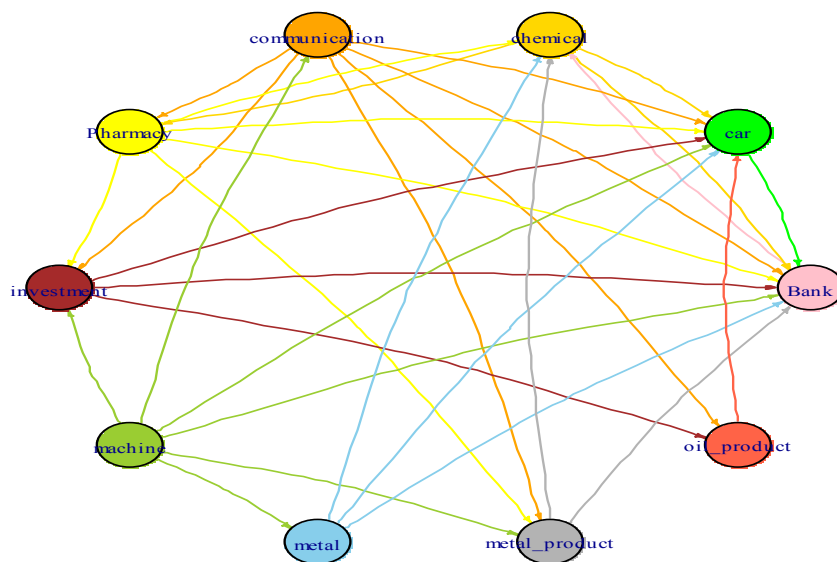
در نمودارهای زیر گراف مربوط به علیت گرنجر غیر خطی بین متغیرها مشاهده
 می شود. به منظور محاسبه علیت گرنجر غیر خطی ابتدا با استفاده از روش رگرسیون
 سوئیچینگ ارتباطات بین متغیرها محاسبه می شود، بدین صورت که هر متغیر تابع وقفه های
 خود و وقفه های سایر متغیرها است و با استفاده از رگرسیون سوئیچینگ ضرایب برآورد
 می شود و علیت گرنجر بین متغیرها نیز تعیین می شود.

gran_nocri



نمودار ۶. علیت گرنجر غیرخطی بین بازده متغیرها در بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱

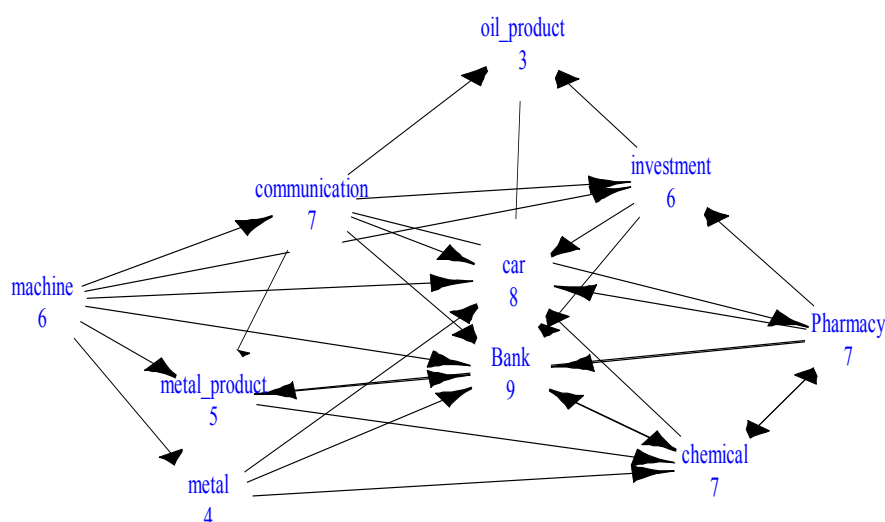
gran_msw



نمودار ۷. علیت گرنجر غیرخطی بین بازده متغیرها در بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸

همانطور که در نتایج نمودارهای ۶ و ۷ مشاهده می شود، میزان ارتباطات بین متغیرها در سال ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ نسبت به دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ افزایش یافته است.

در بازه ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بخش ارتباطات دارای کمترین اهمیت است و صنایع فلزات اساسی، شیمیایی و ماشین آلات دارای بیشترین اهمیت هستند. اما در بازه ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸، بخش بانکی، صنایع خودرویی و ارتباطات دارای بیشترین اهمیت و تولیدات نفتی و فلزی دارای کمترین اهمیت هستند. همچنین در این دوره نسبت به دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ ارتباطات بین متغیرها بیشتر شده است.



نمودار ۸. ارتباط بین بازده متغیرها بر اساس معیار مرکزیت سال ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸
با توجه به نمودار (۸)، نتایج حاصله از معیار مرکزیت مقادیر ویژه در بازه های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بخش فلزات اساسی، شیمیایی و ماشین آلات دارای بیشترین اهمیت و بخش خودرو و بانکی دارای کمترین اهمیت می باشند.

۶. نتیجه گیری

یکی از مهم ترین اطلاعات مورد نیاز برای سرمایه گذاران، اطلاع از ریسک سرمایه گذاری است که این مفهوم از مفاهیم پایه ای در بازارهای مالی است و پیچیدگی

خاص این مفهوم ناشی از آن است که تصویر دقیقی از تحقق آن وجود ندارد. ریسک را می‌توان احتمال تفاوت بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار تعریف کرد. همچنین در تعریفی دیگر ریسک را می‌توان احتمال وقوع حوادث نامطلوب در نظر گرفت. در ادبیات مالی انواع ریسک‌های مختلف شناسایی شده است که هر یک تعریف خاص خود را دارند. از یک دیدگاه ریسک را می‌توان در دو دسته طبقه‌بندی کرد: دسته اول ریسک‌هایی است که به عوامل داخلی شرکت مربوط می‌شود و در هر شرکتی این نوع ریسک‌ها به شرایط خاص همان شرکت بستگی دارد و ربطی به ریسک سایر شرکت‌ها ندارد. این نوع ریسک را ریسک غیرسیستماتیک گویند. دسته دوم ریسک‌هایی است که خاص یک یا چند شرکت نبوده و به کل بازار مربوط می‌شود. این نوع ریسک‌ها در اثر عواملی که بازده کل بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهند بوجود می‌آید و به آن ریسک سیستماتیک می‌گویند. به دلایل متعددی همچون بزرگ شدن بخش‌های مالی فعال در بازار، افزایش تعداد مؤسسات مالی و پیچیده شدن ابزارهای معاملاتی، شناخت ریسک سیستماتیک اهمیت بسیار بالایی را پیدا کرده است. مقوله ارزیابی ریسک سیستماتیک موضوع بسیار مهمی در نظام مالی همه کشورها و بالاخص ایران محسوب می‌شود و با بررسی آن می‌توان مؤسسات مالی را شناسایی نمود که بیشترین ریسک را به سایر مؤسسات و کل سیستم مالی منتقل می‌کنند و از طریق اقدامات پیشگیرانه همچون در نظر گرفتن سرمایه اضافی به ازای این ریسک، تا حد زیادی از بحران‌های مالی احتمالی در سیستم مالی جلوگیری نمود.

از سوی دیگر بورس اوراق بهادار که به عنوان نبض اقتصادی کشور مورد توجه تحلیل‌گران اقتصادی است، یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکت‌ها یا اوراق قرضه دولتی یا مؤسسات خصوصی، تحت ضوابط و مقررات خاصی که تعیین شده است، انجام می‌پذیرد. شواهد موجود نشان می‌دهد که کشورهایی که دارای بازار سرمایه (بورس) تکامل یافته‌تر و پیشرفته‌تری هستند، توانسته‌اند رشد اقتصادی بیشتری داشته باشند. در این پژوهش با استفاده از روش‌های علیت گرنجر

خطی و غیرخطی، تحلیل اجزاء اصلی و همبستگی غلطان، ارتباطات بین بازده شاخص صنایع مهم بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفت. براساس نتایج بدست آمده در دو دوره ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ و ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ ارتباطات بین بازده شاخص صنایع مورد بررسی به بیشترین مقدار رسیده است، به طوری که متوسط همبستگی بین بازده این متغیرها در این دوره ها به حدود ۰/۷ رسیده است و این در حالی است که متوسط همبستگی در سایر بازه ها به مراتب کمتر است. در واقع در دوره ای که نوسانات بورس زیاد شده است همبستگی بین بازده متغیرهای مهم بورس نیز زیاد شده است. در رویکرد علیت گرنجر خطی بر اساس معیار مرکزیت، در دوره ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۲، بازده شاخص فلزات، ماشین آلات و سرمایه گذاری دارای بیشترین اهمیت هستند و بازده شاخص ارتباطات و بانکی دارای کمترین اهمیت هستند. نتایج معیار مرکزیت مقادیر ویژه نشان می دهد که در دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ صنایع فلزی، ماشین آلات و فلزات دارای بیشترین اهمیت و صنایع ارتباطات و بانکی دارای کمترین اهمیت هستند. در سال های ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ صنایع مرتبط با بخش بانکی، ماشین آلات و ارتباطات دارای بیشترین اهمیت است و بخش شیمیایی دارای کمترین اهمیت است. در رویکرد علیت گرنجر غیرخطی براساس معیار مرکزیت، در بازه ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بخش ارتباطات دارای کمترین اهمیت است و صنایع فلزات اساسی، شیمیایی و ماشین آلات دارای بیشترین اهمیت هستند. در بازه ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸، بخش بانکی، صنایع خودرویی و ارتباطات دارای بیشترین اهمیت و تولیدات نفتی و فلزی دارای کمترین اهمیت هستند. همچنین در این دوره نسبت به دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ ارتباطات بین متغیرها بیشتر شده است. در نهایت می توان گفت که میزان تأثیر گذاری و تأثیر پذیری بازده شاخص صنایع بورس اوراق بهادار به خوبی تحت تأثیر میزان نوسانات بورس اوراق بهادار تهران است و این اهمیت به صورت نامتقارن است. بیشترین و کمترین میزان ریسک به ترتیب مربوط به بخش های نفت، ارتباطات و بخش های دارویی، ماشین آلات و فلزات اساسی است. ارتباط بین بازده شاخص صنایع مختلف در دوره

نوسانات شدید بازار سهام افزایش می‌یابد. ارتباط بین بازده شاخص صنایع در دوره نوسانات کم و نوسانات زیاد به صورت نامتقارن است.

در حالیکه نتایج تحقیق بخشنده (۱۳۷۰)، زینل همدانی و پیرصالحی (۱۳۷۳) و شفیع زاده (۱۳۷۵) نشان می‌دهد که بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بورس تهران رابطه خطی مثبت وجود ندارد اما نتایج تحقیق قائمی (۱۳۷۹) عکس این یافته را نشان می‌دهد. همچنین نتایج تحقیق باقرزاده (۱۳۸۴) اگرچه پیش بینی محوری مدل CAMP مبنی بر وجود رابطه خطی مثبت بین بتا و بازده سهام را تأیید می‌کند اما این رابطه را از لحاظ آماری قوی گزارش نمی‌نماید. بدین ترتیب، نتایج این تحقیقات و مطالعات مشابه دیگر، رابطه روشنی بین ریسک و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران ترسیم نکرده‌اند.

- نوسان‌های شاخص‌های اقتصاد کلان به عنوان نشانه‌های بی‌ثباتی یک اقتصاد، حاوی پیام‌های معناداری از ریسک سرمایه‌گذاری در کشورهای مختلف است که توسط نهادهای بین‌المللی و سرمایه‌گذاران چند ملیتی به طور مرتب رصد می‌شوند. از این رو جهت‌گیری دولت در اجرای برنامه‌های اقتصادی خود باید به نحوی باشد که کمترین شوک و نوسان را در شاخص‌های اقتصاد کلان از جمله نرخ ارز و تورم ایجاد نماید و برای این منظور حفظ استقلال بانک مرکزی به عنوان سیاست‌گذار پولی کشور و اعمال مدیریت صحیح در بازار پول و ارز می‌تواند نقش راهبردی مهمی در جهت کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری در بخش صنعت کشور ایفا نماید، همچنین سیاست‌گذاری مناسب و اعمال نظارت فعال بانک مرکزی بر نحوه تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری در بخش صنعت از اهمیت زیادی برخوردار است. تورم به عنوان عامل اخلاک‌گر در فعالیت‌های اقتصادی به شدت بر دامنه ریسک‌های سرمایه‌گذاری در کشور افزوده است. از این رو دولت با سیاست‌گذاری صحیح و اعمال نقش تنظیم‌کننده می‌بایست در راستای تعدیل و مهار تورم ساختاری کشور اهتمام ویژه‌ای نماید.

- پیشنهاد می‌شود ضمن بازبینی بسیاری از قوانین و مقررات اقتصادی و صنعتی تدابیری به منظور حسن اجرای قوانین از سوی مراجع ذیربط اتخاذ تا در عمل مهم‌ترین دغدغه

فعالان بخش صنعت در کشور مرتفع گردد. پیشنهاد دقیق آن که ظرفیت های ماده (۶۲) قانون برنامه پنجم توسعه مبنی بر ایجاد کارگروهی به منظور بررسی قوانین و مقررات با رویکرد شناسایی قوانین دست و پاگیر و موجب اختلال در سرمایه گذاری و کسب و کار و انتشار کتاب سال با هدف کاهش بوروکراسی ها و افزایش شفافیت در صدور مجوزها و موافقت های سرمایه گذاری به خوبی به کار گرفته شود و دولت در تحقق آن اهتمام ویژه ای ورزد. همچنین، با توجه به گذشت بیش از ۲ سال از تصویب و ابلاغ قانون برنامه پنجم توسعه همچنان برگزاری نشست های شورای گفتگوی دولت و بخش خصوصی موضوع ماده (۷۵) آن قانون چندان شکل عملیاتی نیافته تا بتواند به اهداف متعالی خود در راستای تقریب دیدگاه های دولت و بخش خصوصی منجر گردد.

- به سرمایه گذاران و همه عوامل و نهادهای مؤثر و فعال در بورس پیشنهاد می شود تا از نتایج این تحقیق در جهت شناسایی میزان ریسک، همبستگی بین صنایع و اتخاذ بهترین تصمیم جهت سرمایه گذاری استفاده نمایند.

تشکر و قدردانی

مقاله حاضر مستخرج از رساله دکتری رشته علوم اقتصادی دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد ابهر می باشد و نویسندگان مقاله از مساعدت ها و همکاری بخش پژوهشی و آموزشی، تشکر و قدردانی می نمایند.

منابع و مأخذ

- Abbasids Ezzatullah, Nasir al-Islami Ibrahim, Sanei Ehsan. Optimal investment horizon in the total index (Tepix) and its comparison with the indices of automotive, sugar, pharmaceutical, financial and banking industries in Tehran Stock Exchange. *Economic Modeling Research. jemr*. 2018; 9 (33) :221-244. (in Persian)
- Abu Dhari, Ayub, Shahikitash, Mohammad Nabi, Taliblu, Reza. The relationship between systematic risk and corporate income tax (Case study of Tehran Stock Exchange). *Journal of Economic Research*, 2014: (54) 14, 132 - 101. (in Persian)
- Adabi firozjai, bagher, Mehrara, Mohsen, Shapur Mohammadi: Estimating and evaluating the value at risk of Tehran Stock Exchange based on window simulation method. *Economic Modeling Research*. 2016; 6 (23): 35-72. (in Persian).
- Ashfaq Saira, Usman Ayub. Ghulam Mujtaba. Naveed Raza. Gainers and losers with higher order portfolio risk optimization. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications* Volume 563, 1 February 2021, 125416
- Abdel-Latif Abba, Hubert Schmitz (2010), "The Politics of Investment and Growth in Egypt", Working Paper 546, Economic Research Forum, September, P. 2.
- Billio, M., Getmansky, M., Lo, W. A., Pelizzon, L. (2012). Econometric Measures of Connectedness and Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors, *Journal of Financial Economics*, 104 (3), 535 – 559.
- Brimble, M. A. (2003). The Relevance of Accounting Information for Valuation and Risk.
- Burkart, M., Ellingsen, T. (2004). In- Kind Financial: A Theory of Trade Credit. *American Economic Review*, 94 (3), 569 – 590.
- Dehghan Khavari, Saeed, Mir Jalili, Seyed Hossein. Interaction of systematic risk with stock returns in Tehran Stock Exchange. *Financial Economics*, 2019: 13 (49), 257-282. (in Persian)
- Donald E. Knuth. *The Art Of Computer Programming Vol 1*. Third Edition. Addison-Wesley, 1997. ISBN4-89683-201-0.
- Douglas B. West. *Introduction to Graph Theory*, Second Edition. Prentice Hall, (2001). ISBN 0-13-014400-2.
- Ezzati, Kaja. Investigating the relationship between the ability of accruals and non-systematic stock risk based on the CAPM model and the Fama and French model in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Management and Accounting Studies*, 2016: (2) 2, 282 - 267. (in Persian)

- Gregoriou, G. (2011). *Econometrics: Markov Switching Models, Persistence and Nonlinear Cointegration*, Palgrave. DOI: 10.1057/9780230295216.
- Hamilton, J. (1989). A new approach to the economic analysis of nonstationary time series and the business cycle, *Econometrica*, 57 (2), 357-387.
- Hajiha, Zahra, Safari, Fatemeh. Investigating the relationship between systematic stock risk and stock return skewness. *Journal of Asset Management and Financing*, 2018: (1) 6, 10 - 1. (in Persian)
- Ibrahim. K., & Haron . R. (2016). Examining systematic risk on malaysian firms: panel data evidence . *Journal of global business and social entrepreneurship (gbse)* , 2(1), 26 - 30.
- Jalali, Umm Al-Banin, Ansari Samani, Habib, Hatefi, Majid. The effect of political risk on foreign direct investment in Iran. *Journal of Economic Growth and Development Research*, 2017: 8 (29), 157-174. (in Persian)
- Jamei, Reza, Azizi, Benjamin. Investigating the effect of disclosing organizational social responsibilities on the level of cash holdings through special risk and systematic risk in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Advances*, 2018: (2) 10, 130-97. (in Persian)
- Lee, Yongwoong. Daniel Rösch. Harald Scheule. Systematic credit risk in securitised mortgage portfolios. *Journal of Banking & Finance* Volume 122, January 2021, 105996.
- Mehrara Mohsen, Soheili Habib. Estimation of information risk dynamics in Tehran Stock Exchange. *Economic Modeling Research*. 2018; 8 (32): 55-90. (in Persian)
- Mehrara, Mohsen, Falahati, Zabihullah, Heidari Zahiri, Nazi. Investigating the Relationship between Systematic Risk and Stock Returns in Tehran Stock Exchange (from 2008 to 2013) Using Capital Asset Pricing Model, *Economic Progress Policy Quarterly*, 2013: (1) 1, 91-67. (in Persian)
- Mojtahedi, Fatemeh, Mojavarian, Seyed Mojtaba, Hosseini Yakani, Seyed Ali. Determining the optimal portfolio with systematic risk modeling: Selected food industry companies of Tehran Stock Exchange. *Agricultural Economics and Development*, 2020: 34 (2), 149-161. (in Persian)
- Moradmand Jalali, Milad, Hasanlu, Khadijeh. Assess the share of banks, insurance and investment companies in systematic risk. *Quarterly Journal of Islamic Financial Studies and Banking*, 2015: (4) 2, 92-67. (in Persian)
- Oordt, V. M., Zhou, C. (2018). Systemic risk and bank business models. *Journal of APPLIED ECONOMETRICS*, 34 (3), 365 – 384.

- Piri, Parviz, Heidari, Hassan, Raouf, Samira. The relationship between systematic risk and economic value added in Iran. *Quarterly Journal of Economic Research and Policy*, 2013: (66) 21, 186-169. (in Persian)
- Poledna Sebastian. SerafinMartínez-Jaramillo. Fabio Caccioli. Quantification of systemic risk from overlapping portfolios in the financial system. *Journal of Financial Stability* Available online 15 October 2020, 100808
- Philippon, T., & Richard, M. (2010). Measuring Systemic Risk. *International Journal of Business and Management*, 4 (3), 1 - 46.
- Rajabzadeh, Ali, Ghasemi, Ahmad Reza, Azar, Adel, Hosseini, Ruhollah. Explain and evaluate the priority indicators of industrial projects for optimal planning in the economy. *Quarterly Journal of Industrial Economics Research*, 2018: 2 (3), 23-44. (in Persian)
- Rahbar, Farhadaf Behzadi Sufiani, Mohsen, Isfahani, Pouria. The nonlinear effect of effective factors on the production of Iranian industrial enterprises: Threshold model. *Quarterly Journal of Industrial Economics Research*. 2019: 3 (7) 17-7. (in Persian)
- Rasekhi, Saeed, Asadi, Seyed Peyman, Sheidaei, Zahra. Dynamics of risk-return relationship in the Iranian stock market: New evidence using the GARCH-JUMP model. *Iranian Journal of Economic Research*, 2015: (66) 21, 83-59. (in Persian)
- Shahabadi, Abolfazl, Naziri, Mohammad Kazem, Hawaj, Sahar. Investigating the effect of macroeconomic variables on systematic risk of automotive, cement, pharmaceutical and food industries, *Quarterly Journal of Economic Development Research*, 2011: (1) 7, 88-69. (in Persian)
- Schwarcz, L. S. (2019). SYSTEMATIC REGULATION OF SYSTEMIC RISK, *WISCONSIN LAW REVIEW*, 1 – 53.
- Serafeim, G., Ioannu, I., & Cheng, B. (2013). Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, 35 (1), 1 - 23.
- Shenoy, Jaideep & Williams, Ryan, (2017). "Trade credit and the joint effects of supplier and customer financial characteristics," *Journal of Financial Intermediation*, Elsevier, 29(C), 68 - 80.
- Udi Manber. *Introduction to Algorithms - A Creative Approach*. MIT Press and Addison-Wesley, 1989. ISBN 2-12037-201-0.
- Vadiiee Noghabi, Mohammad Hossein, Yari, Fatemeh, Rafiei, Mehdi. Credit rating and systematic risk of the company, the first international conference and the third national conference on management research and humanities, May 2017, University of Tehran. (in Persian)

- Viral, V., Acharya, L, H., Pedersen, Thomas, P., & Matthew, R. (2017), "Measuring Systemic Risk", The Review of Financial Studies, 30 (1), 2–47.
- West, T., & A.C. Worthington, (2006), "Macroeconomic Risk Factor in Australian Commercial Real Estate, Listed Property Trust and Property Sector Stock Returns: A Comparative Analysis Using GARCH – M", Journal of Financial Management of Property and Construction, 11(2), 21- 31.

Measurement of Communication and Systematic Risk in Tehran Stock Exchange Index (with Linear and Nonlinear Granger Causality Approach and Regression Switching)

Abd AbbasiDarkhaneh¹, Farid Askari², Abdolrahim Hashemi Diza³

Received: 2020/11/23

Accepted: 2021/02/16

Abstract

In this study, using linear and nonlinear Granger causality methods and regression switching, the relationships between the returns of important industry indices in the period 2008 to 2019 in order to invest in economic growth and development were examined. Based on the results obtained in the two periods of 2008 to 2013 and 2018 to 2019: 6, the relationship between the returns of the studied industry index has reached the highest value. In the linear Granger causality approach based on centrality criteria, the returns of metals index, machinery and investment are the most important and the returns of communication and banking index are the least important. It can also be said that the degree of effectiveness and efficiency of industry index returns is well affected by the amount of stock market fluctuations and this importance is asymmetric. In the nonlinear Granger causality approach based on the centrality criterion, the communication sector is the least important and the basic metals, chemical and machinery industries are the most important. In the period 2018 to 2019, the banking sector, automotive and communications industries are the most important and oil and metal products are the least important for investment.

Keywords: Economic Growth, Large Industries, Systematic Risk, Regression Switching, Linear and Nonlinear Granger Causality.

JEL Classification: O₁₁ G₃₂ C₄₃ C₃₈.

-
1. Ph.D. student, Department of Economics, Abhar Branch, Islamic Azad University, Abhar,
Email: abed.abassidarkhaneh@gmail.com
 2. Assistant professor, Department of Economics, Abhar Branch, Islamic Azad University,
Abhar, Iran. (Corresponding Author) Email: fi.asgarii@gmail.com
 3. Assistant professor, Department of Economics, Mohaghegh Ardabili University, Ardabil
Email: a.hashemi@uma.ac.ir