

SID



سرویس های ویژه



سرویس ترجمه تخصصی



کارگاه های آموزشی



بلاگ مرکز اطلاعات علمی



عضویت در خبرنامه



فیلم های آموزشی

کارگاه های آموزشی مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی



مباحث پیشرفته یادگیری عمیق؛
شبکه های توجه گرافی
(Graph Attention Networks)



کارگاه آنلاین آموزش استفاده از
وب آو ساینس



کارگاه آنلاین مقاله روزمره انگلیسی



مقایسه توان تبیین مدل‌های پارامتریک (اقتصادسنجی) و شبکه عصبی در سنجش میزان ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری جهت تعیین پرتفوی بهینه در بازار سرمایه ایران

غلامرضا زمرودیان^۱
علی رستمی^۲
مهرداد کریمی‌زند^۳

تاریخ دریافت: ۹۲/۰/۰۰ تاریخ پذیرش: ۹۲/۰/۰۰

چکیده

در دنیای پیچیده ای که ریسک جز لاینفک سرمایه گذاری ها گشته و برای سرمایه گذاری در هر جا ابتدا می بایست ریسک آن را محاسبه نمود و در اختیار سرمایه گذار قرار داد تا وی به این نتیجه برسد که در مکان مورد نظر سرمایه گذاری نماید یا خیر! محاسبه ریسک معنی و مفهوم پیدا می کند. بنابراین برای پاسخ گویی به سرمایه گذار روش های متفاوتی با توجه به نوع داده های تخمین زنده پارامترهای مدل های تبیین کننده ریسک طراحی و پا به عرصه وجود گذاشته اند. در میان این مدل ها دو گروه از مدل های اقتصاد سنجی و شبکه عصبی در این تحقیق مورد بررسی قرار می گیرند تا توان این دو گروه را در پیش بینی ارزش در معرض خطر پرتفوی 21 شرکت های سرمایه گذاری در بازار سرمایه ایران مورد سنجش قرار گیرد و مدل برتر معرفی شود.

واژه‌های کلیدی: ریسک، بازده، پرتفوی، ارزش در معرض خطر، شرکت های سرمایه گذاری، روش پارامتریک، شبکه عصبی.

۱- دکتری و عضو هیات علمی واحد تهران مرکز (نویسنده مسئول و طرف مکاتبات) gh.zomorodian@gmail.com

۲- استادیار گروه علوم انسانی دانشگاه پیام نور

۳- عضو هیات علمی گروه مدیریت بازرگانی دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

۱- مقدمه

در اقتصادهای کنونی بازارهای مالی نقش اساسی در جهت توسعه متقارن و پایدار اقتصادی و اجتماعی ایفا می کنند و به قول اروینگ فیشر (1906) منابع مالی را در طی زمان به اقتصاد تزریق می نمایند و بدون این بازارها رشد اقتصادی و به تبعیت از آن افزایش ثروت امکان پذیر نبوده، ولی از طرف دیگر دائماً بر پیچیدگی این بازارها نیز افزوده شده است. این پیچیدگی ناشی از عواملی چون جهانی شدن، نوآوری های مالی، پیشرفت های تکنولوژیکی، تدوین قوانین و مقررات، مقررات زدایی و بسیار دیگری از متغیرها است. پیچیدگی بازارهای مالی بنا به دلایل فوق و بسیاری از عوامل دیگر باعث می گردد که دائماً ریسک در بازارهای مالی افزایش پیدا نموده و ارتباط پایدار و صحیح بین نظام های مالی و تولیدی کشورها که از مهم ترین عوامل رشد و توسعه اقتصادی است از بین برود. بنابراین ریسک در بازارهای مالی نقش کلیدی ایفا می نماید و شناخت آن باعث می شود که تا حدی بتوانیم آن را اندازه گیری نموده و از بین برده و یا تحت کنترل قرار دهیم.

وجود تغییرات در بازده باعث ایجاد ریسک می گردد، برای تعیین نمودن این میزان ریسک در بازارهای مختلف از روش های آماری و غیر آماری متفاوتی استفاده می نمایند تا بتوانند میزان ریسک موجود در ابزارهای بازارهای مالی را مشخص نمایند، هر چند که میزان کارآئی این مدل ها در تعیین میزان ریسک، در بازارهای مختلف مالی دنیا، گوناگون است. در نتیجه با توجه به ماهیت ریسکی تصمیم گیری در مسائل بازارهای مالی و بویژه حل مسئله تعیین سبد بهینه سهام، جز در فضای عدم قطعیت امکان پذیر نمی باشد. یکی از روش هایی که در حال حاضر از محبوبیت زیادی در بین بازیگران بازارهای مالی برخوردار است، روش ارزش در معرض خطر برای برآورد و پیش بینی میزان ریسک و مدیریت آن است. از آنجایی که مطالعات انجام شده در بسیاری از بازارهای مالی برای مقایسه عملکرد مدل های موجود در تعیین ارزش در معرض خطر نتایج متفاوتی را نشان داده اند، لذا در این پژوهش هدف بر آن است تا مدل های آماری پارامتریک (اقتصاد سنجی) و شبکه عصبی (پرسپترون) برای برآورد میزان ریسک در بازار مالی ایران از طریق روش ارزش در معرض خطر مورد بررسی قرار گیرد، تا کارآترین مدل در تعیین سبد بهینه سهام در این بازار مشخص شده و مدل بهینه ای تعیین گردد که بتواند ریسک موجود در بازار مالی کشور را با توجه به ویژگی های آن برای یک سبد پرتفوی مطلوب پیش بینی نماید.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق**۲-۱- مبانی نظری**

از آنجایی که ما در یک دنیای پر از مخاطره زندگی می کنیم در نتیجه امکان تعیین میزان عایدی ناشی از سرمایه گذاری برای ما دقیقاً مشخص نیست و همیشه با یک عدم اطمینانی همراه می باشد، که این عدم اطمینان را ریسک گویند. (فرد گلیهی، 1370) اگر ریسک و بازده را به عنوان متغیرهای اصلی دارایی ها برای تصمیم گیری های سرمایه گذاری در نظر بگیریم، بازده یک متغیر کمی و ریسک یک متغیر کیفی می باشد

و هدف مدیریت ریسک نیز کمی سازی این کیفیت‌ها جهت کنترل آن برای رسیدن به اهداف سازمان و مدیریت بهینه ریسک می‌باشد. (موسسه عالی بانکداری ایران، 1385)

در نتیجه مهم‌ترین عامل ایجاد ریسک قرار گرفتن در شرایط عدم اطمینان است. بنابراین با حرکت از عدم اطمینان کامل نتایج به سوی عدم اطمینان نسبی این نتایج، ریسک کمتر می‌گردد. (پارکر، 1378) سرمایه‌گذاران به هنگام سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مختلف به طور هم‌زمان ریسک و بازده آن پروژه‌ها را به عنوان یکی از عمده‌ترین عوامل در تصمیمات سرمایه‌گذاری مد نظر قرار می‌دهند. با پیچیده‌تر شدن محیط‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران می‌بایست به همه بازارها و همه دارایی‌ها توجه نمایند. آنها می‌بایست کلیه اوراق بهادار اعم از سنتی و جدید را جهت دستیابی به بهترین ترکیب سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دهند. بدست آوردن بهترین ترکیب سرمایه‌گذاری به وضعیت و ترجیحات بازدهی سرمایه‌گذاری نسبت به ناخشنودی سرمایه‌گذار از ریسک بستگی دارد. اگر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری قابل درک را با یکدیگر مقایسه نماییم، خواهیم دید که ریسک و بازدهی با یکدیگر هم‌سو حرکت می‌کنند، یعنی اوراق بهاداری که میانگین نرخ بازدهی بیشتری دارند، دارای ریسک بیشتری نیز می‌باشند. (SHARPE, 1995)

ابزارهای متفاوتی برای مدیریت ریسک وجود دارد. هر چند همه مدل‌های ارزیابی مدیریت ریسک دارای مفروضاتی هستند که گاهی "این مفروضات غیر واقعی به نظر می‌آیند، ولی باید توجه داشت که یک نظریه را تنها نباید بر اساس مفروضاتش مورد قضاوت قرار داد بلکه چگونگی و کیفیت آن مدل در توضیح و پیش‌گویی رفتار، در جهان واقعی باید مورد توجه قرار گیرد. (REILLY, 2003) در این پژوهش از بین تمامی ابزارهای سنجش ریسک پرتفوی، مدل‌های مشخص‌کننده میزان ریسک از طریق ارزش در معرض خطر را مورد ارزیابی قرار می‌دهیم. بیشتر مدل‌های مدیریت ریسک برای ارزیابی ریسک از روابط تاریخی آماری استفاده می‌کنند. آنها این‌گونه فرض می‌نمایند که ریسک از یک فرایند شناخته‌شده و دائمی نشأت گرفته و از این روابط تاریخی می‌توان برای پیش‌بینی تحولات ریسک در آینده استفاده نمود. ولی باید توجه داشت که بر اساس مطالعات انجام‌شده تا کنون هیچ روش قطعی برای پیش‌بینی تغییرات و تلاطم‌های بازده سبد سهام که دارای قابلیت اطمینان زیاد برای همه بازارها و همچنین برای همه دارایی‌ها باشد، پا به عرصه وجود نگذاشته است. بحران‌های اخیر اشکالات جدی بر هر یک از این رویکردها وارد نموده است.

ارزش در معرض خطر برای اولین بار توسط ری^۱ در سال 1952 و تلسر^۲ در سال 1955 به صورت مقدماتی بیان شد، ولی به صورت دقیق‌تر (1963) هنگامی که بامول^۳ بر روی مدلی با نام "معیار حد اطمینانی عایدی مورد انتظار" کار می‌کرد، مطرح گردید، اما توسط تیل گولدیمان^۴ رئیس موسسه جی پی مورگان مورد استفاده قرار گرفت. این روش محاسبه ریسک تا آنجا دارای اهمیت است که موسسات تجاری بزرگ در حال حاضر می‌بایست خلاصه داده‌های مربوط به برآوردهای VaR را در گزارش‌های سالیانه به سهامداران به عنوان شاخصی از ریسک بازار ارائه نمایند. (Brown T, 2005) هر چند که بحران‌های مالی سال

های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ سوآلاتی را در خصوص مفید بودن چارچوب مدل های ارزش در معرض خطر به عنوان مقیاسی برای محاسبه ریسک در بازارهای مالی پر تلاطم جهان در شرایط ریسکی مورد سوال قرار داد ولی نتوانست از اهمیت این روش محاسبه ریسک بکاهد. به چند مورد از مزایای و معایب این روش در زیر اشاره می گردد:

- (۱) تخمین های معقول تری از ریسک برای سبد دارایی به دلیل از میان برداشتن بسیاری از مفروضات غیر ضرور ارائه می نماید.
- (۲) متغیرهای بازار را برای افق زمانی کوتاه تری پیش بینی نموده که این موضوع می تواند به برآورد دقیق ریسک منجر شود.
- (۳) این روش بر عکس روش میانگین - واریانس که به دنبال محاسبه دنباله های منفی (ریسک منفی) بازده می باشد، روش مطلوب تری است، چرا که کاهش ارزش سبد به پایین تر از محدوده ارزش در معرض خطر را نشان می دهد.
- (۴) یک سنجه مشترک برای ریسک های مختلف می باشد.
- (۵) محدودیت های مطرح شده بر این روش، بوسیله روش های جدیدی از VaR همانند VaR افزایشی^۵ (iVaR) یا دلتا DVaR که اثر افزایشی یا کاهشی هر دارایی بر کل ریسک پرتفوی را اندازه گیری می نماید مرتفع می گردد.

از معایب این روش می توان به:

- (۱) مولفه های مختلف ریسک را با یکدیگر ترکیب نموده و آن را به شکل یک عدد ساده در می آورد. (Levy and Sarnat, 1984).
 - (۲) VaR به عنوان یک روش آماری می بایست همراه با یک خطا یا فاصله اطمینان بیان گردد. (همان منبع)
 - (۳) در VaR فرض بر این است که شرایط بازار عادی باقی خواهد ماند، در حالی که در واقعیت این اتفاق حاصل نمی گردد.
 - (۴) خاطر ریسک خود مدل برآورد دقیق ریسک ارائه نمی گردد.
- در این مقاله ما مهم ترین مزایا و معایب مدل ارزش در معرض خطر مطرح شده مهم ترین مزایا و معایب می باشد، هر چند مزایا و معایب دیگری بر این مدل متصور می باشد.

۲-۱-۱- مفهوم و بیان آماری VaRY

هر چند که مفهوم ارزش در معرض خطر یک مفهوم ساده ای است، ولی محاسبات آن با دشواری های همراه می باشد. این ابزار در زمره سنجه های ریسک مبتنی بر صدک به همراه سنجه های هم چون ریزش مورد انتظار و سنجه های ریسک طیفی قرار دارد و بیان کننده زیان های احتمالی است که به یک سرمایه گذاری در مدت زمان مشخص و با یک درجه احتمال معین ممکن است، وارد شود. به عبارت دیگر می توان

گفت که ما X درصد مطمئن هستیم که بیشتر از v ریال را در N روز بعد از دست نخواهیم داد. متغیر V همان ارزش در معرض ریسک می باشد که در بر دارنده دو پارامتر N یعنی افق زمانی و X سطح اطمینان است. (ALEXANDER,2008) مزیت اصلی VaR تخمین آن توسط روش های مختلف بر اساس وضعیت کنونی پرتفوی می باشد. (Harmantzis,2006) باید دقت نمود که بدست آوردن یک تخمین دقیق از VaR بسیار مهم است. اگر ریسک مبتنی بر VaR به درستی تخمین زده نشود، ممکن است منجر به تخصیص زیر بهینه سرمایه شده و در نتیجه بر روی سود آوری یا ثبات مالی موسسه اثر بگذارد و اگر ریسک بیشتر از حد تخمین زده شود، ممکن است منجر به الزامات سرمایه ای غیر ضرور گردد.

فرض کنید X نشان دهنده متغیر تصادفی بازده در فضای احتمال (Ω, F, P) با تابع توزیع $F_X(X)$ باشد، بنابراین برای هر $\alpha \in (0,1)$ ارزش در معرض خطر با اطمینان $100(1-\alpha)\%$ به صورت ذیل تعریف گردیده است:

$$VaR_{(\alpha)}(X) = -q^{\alpha}(x)$$

که $q^{\alpha}(x)$ بزرگ ترین صدک α است :

$$q^{\alpha}(x) = \inf[X: P(X \leq x) > \alpha] \\ = \sup[x: p(X < x) \leq \alpha]$$

از خواص ارزش در معرض خطر می توان به موارد زیر اشاره نمود:

- مرتبط: یعنی این که ریسک یک مجموعه دارایی (پورتفوی) می بایست از ریسک منفرد اجزای تشکیل دهنده آن کمتر و یا حداقل مساوی آنها باشد. به این خاصیت ویژگی زیر جمع پذیری نیز گویند.
- نزولی بودن: این خاصیت بیان می کند که هر چه میزان عناصر تشکیل دهنده یک مجموعه از مجموعه دیگر بیشتر باشد، دارای میزان ریسک کمتری است.
- همگنی مثبت: این خاصیت توضیح دهنده این موضوع است که اگر اندازه سبد دارایی با هر ضریبی تغییر نماید، میزان ریسک آن نیز با همین مقیاس تغییر می کند.
- تغییر ناپذیری تبدیل: این ویژگی بدین معنی است که افزایش یک سبد دارایی به میزان یک مقدار ثابت می بایست ریسک را به همین میزان کاهش دهد. (Hull,2009)

برای محاسبه ارزش در معرض خطر با توجه به نوع توزیع داده ها از روش های هم چون پارامتریک، ناپارامتریک، نیمه پارامتریک و سایر روش ها استفاده می نمایند. در این پژوهش برای محاسبه ارزش در معرض خطر پرتفوی بیست و یک شرکت سرمایه گذاری از روش های اقتصاد سنجی و شبکه عصبی استفاده می گردد که به توضیح مختصر این روش ها می پردازیم.

۲-۱-۲- گروه مدل‌های اقتصاد سنجی

از ویژگی های اساسی بازارهای مالی واریانس ناهمسانی شرطی شوک های بازدهی و دیگری دنباله های پهن توزیع این بازدهی ها بوده و در نتیجه امکان استفاده از رگرسیون های خطی را از بین می برد. (چانگ و همکاران، 2005)، بنابراین برای توضیح این نوسانات ابتدا " توسط انگل (1982) مدل های تحت عنوان

واریانس ناهمسانی شرطی خود رگرسیون (ARCH) و سپس توسط بلسلف (1986) مدل های تعمیم یافته خود رگرسیونی واریانس ناهمسان (GARCH) و هم چنین مدل های مالی دیگری هم چون (TGARCH), (GJRGARCH), (FGARCH), (IGARCH) و (EGARCH) وارد مباحث مالی گردید.

۲-۱-۲-۱-۲- مدل های خود رگرسیونی واریانس ناهمسان^۱ (ARCH):

بر اساس این گروه از مدل ها جملات اخلاص شوک های وارده به بازارهای مالی دارای هم بستگی متوالی نیستند، ولی به طور غیر خطی با یکدیگر وابستگی دارند که این وابستگی را می توان از طریق یک تابع درجه دوم به صورت زیر نشان داد.

$$\begin{aligned} \varepsilon_t &= \sigma_t v_t & v_t &\sim \text{iid}(0,1) \\ \sigma_t^2 &= \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \dots + \alpha_q \varepsilon_{t-q}^2 \end{aligned}$$

که در تابع فوق $\alpha_0 > 0$ و $\alpha_k \geq 0$ برای $k \geq 1$ این فرایند با ARCH(q) نشان داده می شود و می تواند پدیده نوسانات خوشه ای را به خوبی توضیح دهد. روش کار به این صورت است که هرچه مقادیر شوک های گذشته $\{\varepsilon_t - k\}_{k=1}^q$ بزرگ تر باشند، واریانس شوک دوره نیز افزایش یافته و احتمال اینکه شوک دوره فعلی مقدار بزرگ تری باشد را افزایش می دهد.

۲-۲-۱-۲-۲- مدل های تعمیم یافته خود رگرسیونی واریانس ناهمسانی^۱ (GARCH):

از آنجایی که برای محاسبه ARCH به تعداد پارامترهای زیادی نیازمند می باشیم و همچنین برای جلوگیری از منفی شدن مقادیر برآورد شده واریانس بلسلف (1986)، مدل های GARCH را با توجه به ویژگی های داده های مالی همانند دنباله های پهن توزیع و دسته بندی نوسانات معرفی نمود، که هر کدام از این مدل ها بر ویژگی های خاصی از داده های مالی تاکید دارند، مدل فوق به شرح زیر است:

$$\begin{aligned} \varepsilon_t &= \sigma_t v_t & v_t &\sim \text{iid}(0,1) \\ \sigma_t^2 &= \alpha_0 + \sum_{k=1}^q \alpha_k \varepsilon_{t-k}^2 + \sum_{k=1}^q \gamma_h \sigma_{t-k}^2 \end{aligned}$$

که در رابطه فوق γ_h را ضرایب GARCH گویند. در رابطه فوق $\alpha_0 > 0$ ، $\alpha_k \geq 0$ ، $\beta_h \geq 0$ برای $k \geq 1$ می باشد.

۲-۱-۲-۳-۱-۲-۳- مدل خود رگرسیونی مشروط بر ناهمسانی واریانس تعمیم یافته جامع^۱ (IGARCH):

اگر واریانس بلند مدت به علت ایستا نبودن سری بازده زمانی وجود نداشته باشد و در سری های زمانی مالی نوسانات شرطی سازگار باشند، با دخیل نمودن عبارت $\alpha_0 + \alpha_1 \cong 1$ در مدل گارچ باعث تغییر رفتار واریانس شرطی شبیه به رفتار یک فرآیند ریشه واحد خواهد شد، در نتیجه واریانس شرطی دوره بعد عبارت است از مقدار واریانس شرطی دوره حال به اضافه یک مقدار جزء ثابت (مقدار واریانس غیر شرطی در این حالت بی نهایت خواهد بود). باید توجه نمود که برخلاف فرآیند نامانایی واقعی، خود رگرسیونی مشروط بر

ناهمسانی واریانس شرطی دارای یک تابع نزولی هندسی از مقادیر حال و گذشته دنباله ε_t^2 می باشد و در این حالت مدل IGARCH را می توان به صورت ذیل نوشت.

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \theta \varepsilon_{t-1}^2 + (1 - \theta) \sigma_{t-1}^2$$

۲-۲-۴- مدل خود رگرسیونی مشروط بر ناهمسانی واریانس تعمیم یافته نمایی^{۱۱} EGARCH
 گلاستن، جگنزان و رانگل (1994) از طریق ایجاد یک مدل به بررسی اثرات متفاوت اخبار خوب و بد بر قیمت سهام پرداختند. آنها بیان نمودند که اگر $\mu_{t-1} = 0$ را یک آستانه پایه در نظر بگیریم آنگاه می توان تفاوت اثرات شوک های بزرگ تر و هم چنین کوچک تر از آستانه را بر تغییرات قیمتی سهام مورد بررسی قرار داد. یک مدل EGARCH به صورت ذیل می باشد:

$$\log(\sigma_t^2) = \omega + P \sum_{j=1}^q \beta_j \log(\sigma_{t-j}^2) + \sum_{i=1}^p \alpha_i \left| \frac{\varepsilon_{t-i}}{\sigma_{t-i}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right| + \sum_{k=h}^r \gamma \frac{\varepsilon_{t-k}}{\sigma_{t-k}}$$

۲-۲-۵- مدل خود رگرسیونی مشروط بر ناهمسانی واریانس تعمیم یافته مبتنی بر عدم تقارن^{۱۲} (TGARCH)

این مدل توان تاثیرات اخبار خوب و بد را بر نوسانات بازدهی مدل سازی می نماید. به عبارتی با استفاده از این مدل می خواهیم بدانیم که آیا همبستگی منفی شدیدی میان بازدهی در حال حاضر و نوسانات احتمالی آینده وجود دارد. مدل TGARCH مورد استفاده به صورت ذیل می باشد:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \lambda \varepsilon_{t-1}^2 d_{t-1} + \sum_{j=1}^q \beta_j \sigma_{t-j}^2$$

پس اگر $d_{t-1} \geq 0$ باشد، اثرات شوک های مثبت ε_{t-1} بر σ_{t-1}^2 مساوی است با $\alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2$ و اگر $\varepsilon_{t-1} < 0$ باشد، در این حالت $d_{t-1} = 1$ بوده و در نتیجه تاثیر اخبار بد (ε_{t-1}) بر σ_{t-1}^2 برابر است با $\varepsilon_{t-1}^2 (\alpha_1 + \lambda_1)$. یعنی اینکه اخبار بد دارای اثرات بیشتری نسبت به اخبار خوب بر بازدهی اوراق دارند.

۲-۲-۶- مدل خود رگرسیونی مشروط بر ناهمسانی واریانس^{۱۳} GJRGARCH

گلستن در سال 1993 مدل GJRGARCH را ارائه نمود، که از جمله مدل های نامتقارن می باشد و بر اساس رابطه زیر محاسبه می گردد:

$$\sigma_t^2 = \left(w + \sum_{j=1}^m \alpha_j v_{jt} \right) + \sum_{j=1}^q (\alpha_j \varepsilon_{t-j}^2 + \gamma_j I_{t-j} \varepsilon_{t-j}^2) + \sum_{j=1}^p \beta_j \sigma_{t-j}^2$$

که در تابع فوق Y_j همان اثرات اهرمی می باشد و همچنین در تابع فوق I برای مقادیر کوچک تر از $0 \leq \varepsilon$ ، مقدار یک را به خود اختصاص می دهد و در غیر این صورت مساوی صفر می باشد. بنابراین می

توان بیان نمود که میزان دقت پیش بینی این مدل بشدت تحت تاثیر نوع توزیع مورد استفاده قرار می گیرد. این قدرت پیش بینی از طریق رابطه ذیل بدست می آید:

$$\hat{P} = \sum_{j=1}^q \alpha_j + \sum_{j=1}^p \beta_j + \sum_{j=1}^q \gamma_j k,$$

در فرمول فوق k عبارت است از ارزش مورد انتظار استاندارد شده ϵ_t ، برای مقادیر استاندارد شده کمتر از صفر. باید توجه داشت که اگر نوع توزیع متقارن باشد مقدار K برابر $0/5$ خواهد بود.

۲-۱-۳- شبکه های عصبی

اجزا و عناصر ساختار تشکیل دهنده شبکه های عصبی به گونه ای است که همانند مغز دریافت و پردازش داده ها را به صورت هم زمان انجام می دهد. هر شبکه از لایه ورودی، میانی و خروجی تشکیل می گردد.

عناصر پردازشی هر شبکه عصبی وظیفه دریافت و پردازش داده ها را بر عهده دارد که این داده ها می توانند داده های خام و یا اطلاعات سایر نرون ها باشد. لایه های ورودی با توجه به ویژگی متغیر به صورت عدد وارد شبکه شده و پس از تحلیل و پردازش در لایه میانی که عملیات جبری (تابع تبدیل) بر روی داده ها را انجام می هد به صورت یک یا چند متغیر از لایه خروجی خارج می گردند. تابع جمع کننده، سطح فعال شدن داخلی یک نرون را محاسبه می نماید. این توابع تبدیل در لایه خروجی و لایه های پنهان شبکه قرار دارند و دارای انواع متفاوتی می باشند، که با توجه به سطح فعال شدن داخلی و برون داد می تواند خطی و یا غیر خطی بوده و بر اساس نیاز مورد نظر برگزیده گردد. معروف ترین تابع غیر خطی تابع سیگموئیدی^{۱۴} نام دارد و این تابع به صورت ذیل می باشد.

$$Y_t = \frac{1}{1+e^{-cy}}, \quad c > 0$$

که در فرمول فوق c وسعت ناحیه خطی بودن تابع را تعیین و Y_t ارزش نرمال شده Y می باشد، که هدف آن تعدیل سطح برون دادها قبل از رسیدن به سطح بعدی می باشد و آن را به یک ارزش نرمال تبدیل می نماید. گاهی اوقات بجای استفاده از یک تابع تبدیل پیوسته، از یک تابع محرک آستانه ای^{۱۵} استفاده می گردد. (کمیجانی، سعادت فر، ۱۳۸۵)

می توان بیان کرد که هر آنچه وارد لایه ورودی می گردد نقش متغیر مستقل و هر آنچه از آن خارج می گردد، نقش متغیر وابسته را دارد. متغیرهای که وارد شبکه عصبی می گردند با توجه به اهمیت آنها دارای وزن های متفاوتی می باشند، این وزن ها از طریق روش اعداد تصادفی تولید و از طریق تعدیلات مکرر در این وزن ها شبکه اقدام به تصحیح داده ها نموده و یادگیری را انجام می دهد. قانون یادگیری توسط روابط بازگشتی و به صورت معادلات تفاضلی بیان می گردد که به آن الگوریتم یادگیری گویند. در هر بار تکرار الگوریتم یادگیری، اطلاعات شبکه از محیط، شرایط و هدف افزایش می یابد. از آنجایی که یک نرون از نقاط

متفاوت داده دریافت می نماید، بنابر این از یک طرف هر نرون بردار وزن های متناظر خود را مطابق قانون یادگیری خاص خودش تغییر می دهد و از طرف دیگر وابسته به رفتار نرون های دیگر در شبکه می باشد. فرآیند یادگیری در سه مرحله محاسبه کردن برون دادها، مقایسه برون دادها با پاسخ های مطلوب و تعدیل وزن ها و تکرار این فرآیند می باشد. در این مرحله سعی می گردد با تغییرات مداوم وزن ها، باقی مانده یعنی تفاوت بین برون داد واقعی و برون داد مورد نظر به صفر برسد. شبکه های عصبی مصنوعی باقی مانده ها (خطاها) را به طرق متفاوت با توجه به الگوریتم یادگیری که از آن استفاده می نمایند، مورد محاسبه قرار می دهند و بیان می گردد که بیش از یکصد الگوریتم یادگیری با توجه به شرایط و موقعیت های گوناگون وجود دارد. (Medsker et al, 1992)

معادلات زیر را می توان در ارتباط با نحوه یادگیری نرونهای یک شبکه عصبی نوشت:

$$W_{ij} = -aW_{ij}(t) + \Delta W_{ij}(t) \quad \text{برای حالات پیوسته}$$

$$W_{ij}(k+1) = (1-a)W_{ij}(k) + \Delta W_{ij}(k) \quad \text{برای حالات گسسته}$$

در معادلات فوق W_{ij} همان وزن سیناپسی است که از امین عنصر بردار ورودی را به i امین نرون متصل می نماید و ΔW_{ij} یک عبارت تصحیح کننده است.

ساختار شبکه های عصبی مصنوعی به شبکه های پیش خور^{۱۶} و پس خور یا برگشتی^{۱۷} تقسیم می گردند. شبکه عصبی پیش خور به شبکه تک لایه و چند لایه تقسیم می گردد. شبکه تک لایه و چند لایه، هر لایه شامل ماتریس وزن، جمع کننده ها، بردار تورش^{۱۸} و تابع تبدیل می باشد. در شبکه های پس خور حداقل یک سیگنال برگشتی از یک نرون به همان نرون یا نرون های همان لایه و یا لایه قبل وجود دارد. باید توجه نمود که این یادگیری تا زمانی ادامه می یابد که یکی از شرایط زیر حاصل گردد:

- (۱) رسیدن تعداد خطاها به سقف معین^{۱۹}
- (۲) کوچکتر شدن مقدار تابع عملکرد شبکه از مقدار هدف مشخص^{۲۰}
- (۳) گذشتن زمان آموزش از زمان معین^{۲۱}
- (۴) کوچکتر شدن گرادیان تابع خطا از میزان مشخص شده^{۲۲}

۲-۲- پیشینه پژوهش

تئوری پورتفوی به صورت مدون در سال ۱۹۵۲ اولین بار توسط هری مارکوویتز^{۲۳} پا به عرصه وجود گذاشت. با توجه به نوع داده ها و دیدگاه محققان، تحقیقات متفاوتی جهت تعیین میزان ریسک پرتفولیو با رشد و توسعه بازارهای پولی و مالی انجام شده است که به چند مورد از آن اشاره می گردد. ارزش در معرض ریسک در سال ۱۹۲۲ در بورس نیویورک و در نوشته های اساتیدی چون رُی ۱۹۵۳ و تلسر ۱۹۵۵ نمایان گر شد، اما بامول در سال ۱۹۶۳ آن را با عنوان معیار حد اطمینان عایدی مورد انتظار مطرح نمود. در سال ۱۹۹۹ سواندر در دانشگاه ایلینوس از طریق شبیه سازی تاریخی VaR را اندازه گیری

کرد. برنز (2002) با استفاده از مدل های GARCH برای داده های روزانه شاخص S&P 500 برای 70 سال به تخمین VaR پرداخت و نتیجه گرفت که تخمین زن های GARCH در مقایسه با سایر مدل ها به دلیل دقت و سازگاری سطح احتمال، عملکرد بهتری دارند. (مجله تحقیقات اقتصادی، شماره 86). در سال 2004 هفتر و رومبست در ارتباط با کارآیی مدل های GARCH و مدل شبیه سازی مونت کارلو در ارتباط با محاسبه دقیق تر ارزش در معرض خطر تحقیقی را انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که مدل های GARCH از کارآیی بالاتری برخوردار می باشند. در سال 2006 سو و یو در تحقیقی نتیجه گرفتند که مدل های ریسک متریک^{۲۴} که فرض بر نرمال بودن توزیع بازدهی می گذارند از کارآیی کمتری برخوردار می باشند. جراردو جوزلموس در دانشگاه MIT روش های اندازه گیری ریسک و بازده پورترفوی به صورت تفکیکی و تواما^{۲۵} برای تعیین ارزش در معرض خطر با استفاده از روش برنامه ریزی خطی و برنامه ریزی با اعداد صحیح و سایر روش ها را مورد بررسی قرار داد. میشل اچ. بیریتتر، هانس جورج. میتین هایم، دانیال روچ، فیلیپ سایبرتنز و جری جوری. تایم چنکو همگی از دانشگاه مالی و بانکداری و دانشگاه آمار هانور در تحقیق خود که در سال 2010 ارائه نمودند و عملکرد دو متد شبکه های عصبی و سایر روش های آماری را برای محاسبه ارزش در معرض خطر در جهت بهینه سازی پرتفوی مورد بررسی قرار دادند، آنها از هیجده روش آماری و یک مدل شبکه عصبی برای محاسبه VaR استفاده نمودند و به این نتیجه رسیدند که هیچ کدام از این مدل ها به صورت کارآتر از دیگری عمل نمی کند. اما در کل به خاطر اینکه شبکه های عصبی برآورد بهتری از انحراف معیار ها دارند نتایج پایدار تری را به همراه خواهند داشت.

خالوزاده و امیری نیز در سال 1385 بیان نمودند که با استفاده از روش ارزش در معرض خطر می توان پرتفوی بهینه را در بورس اوراق بهادار تعیین نمود. (مجله تحقیقات اقتصادی، شماره 73). تحقیقی که در سال 1386 شاهمرادی و زنگنه با استفاده از مدل های گروه ریسک متریک برای پنج شاخص عمده انجام دادند، مشخص گردید که اولاً "واریانس ناهمسانی شرطی در بین داده های مالی مشاهده می گردد، و ثانیاً این تحقیق بر این موضوع تاکید دارد که این گروه از مدل ها رفتار میانگین و واریانس داده ها را به نحوه مطلوبی توضیح می دهند و فرض توزیع t بهبود قابل توجهی را در نتایج بدست آمده ایجاد نخواهد نمود. (تحقیقات اقتصادی، شماره 86). در سال 1388 کشاورزحداد با همکاری صمدی به این نتیجه رسیدند که بهترین مدل در تخمین و پیش بینی تلاطم از توزیع نرمال و توزیع t پیروی می نماید. آنها همچنین نتیجه گرفتند که مدل FIGARCH در سطح معنی داری 2/5% بهترین عملکرد را در میان مدل های GARCH دارد. (مجله تحقیقات اقتصادی، شماره 86). سید رضا میر غفاری در سال 1389 در ارزیابی پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری از دو گروه روش های GARCH و Risk Metrisk استفاده نمود و به این نتیجه رسید که امکان محاسبه VaR با روش GARCH با توجه به عدم وجود ناهمسانی واریانس در سری زمانی داده ها امکان پذیر نیست. بنابراین او از روش Risk Metrisk برای محاسبه VaR استفاده نمود نصرالهی ارزش در معرض خطر سبد ارزی کشور را با استفاده از دو روش مونت کارلو و GARCH مورد محاسبه قرار داد و به نتایج متفاوتی دست پیدا نمود.

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر ویژگی داده‌ها پس رویدادی ۲۵ یا علی-مقایسه ای می‌باشد. از نظر انتخاب بهترین روش ارزیابی کننده پرتفوی سرمایه‌گذاری از دیدگاه ارزش در معرض خطر از نوع پژوهش‌های کاربردی بوده و ریسک و بازده پرتفوی از جمله متغیرهای این پژوهش هستند.

از آنجایی که هدف اساسی این تحقیق بررسی و ارزیابی قدرت تبیین و پیش‌بینی مدل‌های خانواده اقتصادسنجی و شبکه عصبی در تعیین ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری با مطالعه بیست و یک شرکت سرمایه‌گذاری می‌باشد، لذا برای جمع‌آوری منابع نظری از روش کتابخانه‌ای و برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز جهت آزمون فرضیات از روش آرشیوی و با مراجعه به سایت بورس اوراق بهادار اقدام لازم صورت گرفته است.

در این پژوهش از بین شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازار سرمایه 21 شرکت سرمایه‌گذاری به دلیل اینکه دارای اطلاعات جامع‌تر و همچنین دارای میزان سرمایه قابل قبول در بازار سرمایه نسبت به سایر شرکت‌ها بودند، به عنوان جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفتند. به منظور اجرای این پژوهش وزن و اقلام تشکیل دهنده پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری جامعه آماری جمع‌آوری و همچنین تغییرات وزنی و قیمتی آنها طی مدت زمان مذکور مشخص و در نتیجه بازده روزانه پرتفوی مورد نظر پژوهش آماده گردید. برای سازماندهی داده‌ها و محاسبات ابتدایی بر روی داده‌های خام، از نرم افزار EXCEL و برای تحلیل داده‌ها و برازش مدل‌ها جهت تعیین ارزش در معرض خطر از نرم افزارهای MATLAB، Eviews و R استفاده و آنگاه نتایج همه مدل‌ها با یکدیگر مقایسه گردید و بهترین مدل‌ها به ترتیب اولویت برای ارزیابی پرتفوی در بازار سرمایه ایران معرفی شده است.

۴- فرضیه‌های پژوهش

- ۱) مدل‌های گروه اقتصادسنجی (پارامتریک) توان تبیین ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری را دارند.
- ۲) مدل‌های شبکه عصبی توان تبیین ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری را دارند.
- ۳) تفاوت معنی‌داری بین مدل‌های اقتصادسنجی و شبکه عصبی در ارزیابی میزان ارزش در معرض خطر پرتفوی وجود دارد.

۵- یافته‌های پژوهش

در پژوهش حاضر جهت اجرای مدل‌های گروه اقتصادسنجی ابتدا "پایایی نرخ بازدهی پرتفوی (RP) از طریق دو آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (ADF) و آزمون فیلیپس-پرون (PP) مورد سنجش قرار گرفت. نتایج حاصل از دو آزمون فوق برای سری‌های تحت بررسی مانایی همه آنها را در سطح یک درصد تأیید

نمودند و این بدان معنی است که گشتاورهای ثابتی برای بازده ها وجود داشته و بنابراین امکان وجود رگرسیون کاذب رد می گردد. همچنین باید از ثابت و یا متغیر بودن واریانس جمله خطا و یا به عبارت دیگر از اثر ARCH نیز آگاهی یافت. به منظور اطمینان خاطر از وجود اثر ARCH در سری های زمانی به طور معمول از آزمون ضریب لاگرانژ استفاده می گردد. بر این اساس به منظور بررسی ثابت و یا متغیر بودن واریانس جمله خطای سری زمانی نرخ بازدهی پرتفوی، آزمون فوق بر روی پسماندهای این سری با اعمال سه وقفه انجام شد، که با توجه به آماره محاسباتی آزمون LM، فرض صفر مبنی بر عدم وجود اثرات ARCH در سری تحت بررسی رد شده و فرضیه مقابل آن مبنی بر وجود اثرات ARCH در سری تحت بررسی پذیرفته می شود و این بدان معنی است که واریانس جمله خطا ناهمسان بوده و ثابت نیست، و سپس با توجه به معیارهای SBC نسبت به دو معیار AIC و HIQ از این معیار جهت تعیین وقفه بهینه الگوی GARCH استفاده می نمائیم.

با توجه به نتایج بدست آمده از الگوهای GARCH می توان بیان نمود، که از بین روش های مورد استفاده برای محاسبه ارزش در معرض خطر به عنوان شاخص نوسانات روش EGARCH دارای بالاترین کارایی می باشد و تعداد دفعات استفاده از این مدل به مراتب بیشتر از سایر مدل ها می باشد تعداد دفعات استفاده از همه مدل ها در جدول شماره (1) آمده است:

جدول شماره ۱- تعداد دفعات استفاده از مدل ها

نوع مدل	GARCH	EGARCH	IGARCH	TGARCH	GJRARCH
تعداد دفعات	1	17	0	2	1

ماخذ: نتایج تحقیق

پس از طراحی شبکه عصبی پرسپترون می بایست معماری شبکه انجام شده و شبکه بهینه را انتخاب نموده و از آن جهت برآورد VaR استفاده نمود. معیار انتخاب شبکه مطلوب آن است که آن شبکه می بایست از نظر خطاها و بویژه معیار میانگین قدر مطلق خطا MAE نسبت به سایر ساختارها در حداقل باشد که میزان دقت این ساختارها به وسیله آزمون های کوپیک و کریستوفرسن از طریق پس آزمایی مورد بررسی قرار گرفت. از بین ساختارهای مورد استفاده ساختار پنج با هفت بار استفاده و ساختار سه با چهار بار استفاده بهترین ساختارهای مورد استفاده بودند. جدول شماره (2) نشان دهنده تعداد دفعات استفاده از شبکه می باشد.

جدول شماره ۲- تعداد دفعات استفاده از شبکه

نوع شبکه	اول	دوم	سوم	چهارم	پنجم	ششم
تعداد دفعات مورد استفاده	۱	۳	۴	۲	۷	۳

ماخذ: یافته های پژوهش

به منظور اعتبار سنجی و تعیین میزان قدرت مدل‌های پیش‌بینی و همچنین محاسبه کننده ارزش در معرض خطر جهت بررسی فرضیات اول و دوم از آزمون‌های کوپیک و کریستوفرسن و همچنین برای بررسی فرضیه سوم از آماره آزمون لویز استفاده می‌نمائیم. نسبت کوپیک دارای توزیع کای دو با یک درجه آزادی بوده و در صورتی که آماره آزمون محاسبه شده از توزیع کای دو با یک درجه آزادی و در سطح خطای مورد نظر کمتر باشد می‌توان ادعا نمود، که مدل از اعتبار مناسب در پیش‌بینی VaR برخوردار است (Kupiec, 1995).

۵-۱- محاسبه ارزش در معرض خطر (VAR)

با محاسبه شاخص نوسانات و یا به عبارت دیگر σ_p برای انواع الگوهای GARCH و شبکه عصبی مدل مناسب برای پرتفوی هر شرکت جهت محاسبه VaR انتخاب می‌گردد تا با آن بتوان ارزش در معرض ریسک درصدی روزانه (VAR) در سطوح اطمینان مختلف شامل 99%، 95% و 90% را محاسبه نمود. برای محاسبه ارزش در معرض خطر از فرمول زیر استفاده گردید.

$$VAR = (h\mu - \sqrt{h}\sigma_p Z_\alpha)$$

در رابطه فوق Z_α نشان دهنده مقدار بحرانی توزیع نرمال، σ_p شاخص نوسانات محاسبه شده از مدل ها، h دوره زمانی (یک روزه) و μ بیانگر میانگین بازدهی روزانه پرتفوی می‌باشند. ابتدا برای هر دو گروه مدل آزمون‌های کوپیک و کریستوفرسن را محاسبه می‌نمائیم تا بتوان تبیین هر دو گروه مدل را در تبیین ارزش در معرض خطر مورد بررسی قرار دهیم و آنگاه از طریق آزمون لویز این دو گروه مدل را اولویت بندی نموده و مدل برتر را معرفی می‌کنیم. بررسی نتایج آزمون کوپیک با توجه به مدل‌های بهینه انتخاب شده توضیح دهنده این موضوع است که این مدل‌ها قادر بودند که ارزش در معرض خطر 20 شرکت را در سطح اطمینان 0/99 بدرستی پیش‌بینی نمایند، و در سطح اطمینان 0/95 قادر به پیش‌بینی ارزش در معرض خطر 15 شرکت بوده ولی در سطح 0/90 تنها توانسته است VaR را برای 2 شرکت بدرستی تخمین بزند. جدول شماره ۳ نشان دهنده تعداد موفقیت و شکست مدل‌ها در سطوح اطمینان متفاوت در برآورد VaR می‌باشد.

جدول شماره ۳- تعداد موفقیت و شکست مدل‌ها در سطوح اطمینان متفاوت

سطح اطمینان	تعداد شکست و پیروزی در آزمون کوپیک		درصد پیروزی	درصد شکست
	تعداد شکست	تعداد پیروزی		
99%	1	20	%95/2	%4/8
95%	6	15	%71/4	%28/6
90%	19	2	%9/5	%90/5

ماخذ: نتایج تحقیق

نتایج آزمون کریستوفرسن نیز بیان کننده موفقیت این گروه از مدل ها می باشد. جدول شماره (4) نشان دهنده تعداد موفقیت و شکست مدل ها در سطوح اطمینان متفاوت در برآورد VaR می باشد.

جدول شماره ۴- تعداد و درصد موفقیت و شکست آزمون کریستوفرسن

درصد شکست	درصد پیروزی	تعداد شکست و پیروزی			سطح اطمینان
		تعداد کل	تعداد شکست	تعداد پیروزی	
4/8%	95/2%	21	1	20	99%
33/4%	66/6%	21	7	14	95%
90/5%	9/5%	21	19	2	90%

ماخذ: نتایج تحقیق

نتایج آزمون کوپیک مدل های بهینه انتخاب شده شبکه عصبی بیان کننده آن است که این مدل ها قادر بودند که ارزش در معرض خطر 15 شرکت را در سطح اطمینان 0/99 بدرستی پیش بینی نمایند ولی قادر به پیش بینی 6 شرکت در این سطح از اطمینان نبودند. هم چنین شبکه عصبی توانسته برای هشت شرکت در سطح اطمینان 0/95 و برای پنج شرکت در سطح اطمینان 0/90 پیش بینی درست را انجام دهد. برای سه شرکت نیز شبکه عصبی در هیچ سطحی قادر به پیش بینی نبوده است. جدول شماره (5) نشان دهنده میزان موفقیت و عدم موفقیت شرکت های جامعه آماری در سطوح اطمینان متفاوت است.

جدول شماره ۵- میزان موفقیت و عدم موفقیت شرکت های جامعه آماری

سطح اطمینان	تعداد پیروزی	تعداد شکست	تعداد کل	درصد پیروزی	درصد شکست
99%	15	6	21	71/4%	28/6%
95%	8	13	21	38%	52%
90%	5	16	21	23/8%	76/2%

ماخذ: نتایج تحقیق

نتایج آزمون کریستوفرسن شبکه عصبی نشان دهنده آن است که از 21 شرکت تحت این آزمون 9 شرکت در سطح احتمال 0/99 و 4 شرکت در سطح احتمال 0/95 پیروز از این آزمون بیرون آمدند و این بدان معنی است که پیروزی و شکست های امروز به پیروزی و شکست های روزهای قبل مرتبط می باشد و به ترتیب 12 و 17 شرکت نیز این آزمون را با موفقیت پشت سر گذاشتند، یعنی اینکه هیچ ارتباطی بین پیروزی ها و شکست های امروز و روزهای گذشته وجود

ندارد. در سطح احتمال 0/90 نیز هیچ شرکتی این آزمون را با موفقیت طی نکرده است. جدول شماره (6) نشان دهنده تعداد و درصد موفقیت و شکست این آزمون می باشد.

جدول شماره ۱۱-تعداد و درصد موفقیت و شکست شبکه عصبی در آزمون کریستوفرسن

سطح اطمینان	تعداد پیروزی	تعداد شکست	تعداد کل	درصد پیروزی	درصد شکست
99%	9	12	21	42/8	57/2
95%	4	17	21	19	71
90%	0	21	21	0	100

ماخذ: نتایج تحقیق

با توجه به نتایج بدست آمده می توان بیان نمود که در سطح اطمینان 0/99، در 42/8% مواقع تخطی داده ها از یکدیگر مستقل و در 57/2% مواقع شکست ها و پیروزی ها با یکدیگر در ارتباط می باشند. هم چنین در سطوح دیگر اطمینان آماره های آزمون در اکثریت مواقع بیانگر ارتباط شکست ها و پیروزی ها از یکدیگر می باشد.

از آنجایی که ما از 1911 داده 1000 داده را برای برازش مدل و تعداد 911 داده از بازده واقعی پرتفوی را جهت تست مدل ها در نظر گرفتیم، بنابراین بر اساس آزمون لویز تعداد تخطی های مورد انتظار در سطوح اطمینان 99%، 95% و 90% با تقریب، برابر است با 10، 48 و 95 که در جدول شماره (7) نشان داده شده است و مقدار SPQ مورد انتظاری نیز در این سطوح از تخطی محاسبه شده است.

جدول شماره ۷- مقدار SPQ در سطح تعداد تخطی های مورد انتظار

سطح اطمینان تعداد تخطی و مقدار SPQ	0/99	0/95	0/90
تعداد تخطی های مورد انتظار	10	48	95
مقدار SPQ بهینه	0/0208	0/0959	0/1798

ماخذ نتایج تحقیق

برای مقایسه بهتر چگونگی عملکرد مدل ها برای برآورد ارزش در معرض خطر جدول شماره (8) ایجاد گردیده است. با توجه به نتایج بدست آمده کارایی گروه مدل های اقتصاد سنجی هم از نظر تعداد و هم از نظر عملکرد (بر اساس آماره لویز) نسبت به مدل های شبکه عصبی دارای تفاوت معنی داری می باشد.

جدول شماره ۸- وضعیت میزان کارآیی مدل ها بر اساس آماره لویز

عملکرد	مدل و احتمال			اقتصادسنجی			شبکه عصبی		
	%90	%95	%99	%90	%95	%99	%90	%95	%99
تعداد عملکرد بهینه مدل	0	0	0	0	0	0	0	0	0
تعداد عملکرد بالای مدل	15	20	1	1	20	15	6	4	1
تعداد عملکرد پائین مدل	6	1	0	0	1	6	3	12	2

ماخذ: نتایج تحقیق

۶- نتایج پژوهش

۶-۱- فرضیه اول به این صورت مطرح شده بود که مدل های گروه اقتصاد سنجی (پارامتریک) توان تبیین ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری را دارند.

با بررسی نتایج آزمون کوپیک و کریستوفرسن این گروه از مدل ها می توان بیان نمود که این مدل ها قادر می باشند که ارزش در معرض خطر 20 شرکت را در سطح اطمینان 0/99 بدرستی پیش بینی نمایند، و در سطح اطمینان 0/95 قادر به پیش بینی ارزش در معرض خطر 15 شرکت بوده ولی در سطح 0/90 تنها توانسته است VaR را برای 2 شرکت بدرستی تخمین بزند، بنابراین می توان بیان نمود که مدل های گروه اقتصاد سنجی (پارامتریک) توان تبیین ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری را دارند.

۶-۲- فرضیه دوم نیز بیان کننده توان تبیین مدل های شبکه عصبی در تعیین ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری می باشد.

بررسی نتایج آزمون کوپیک بدست آمده از شبکه عصبی بیان کننده آن است که این مدل ها قادر بودند که ارزش در معرض خطر 15 شرکت را در سطح اطمینان 0/99 به درستی پیش بینی نمایند ولی قادر به پیش بینی 6 شرکت در این سطح از اطمینان نبودند و در سطوح اطمینان پائین تر قدرت پیش بینی این گروه از مدل ها کمتر است. بنابراین با قدرت نمی توان تبیین مدل های شبکه عصبی در تعیین ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری را تأیید نمود.

۶-۳- فرضیه سوم بدین صورت بیان شده بود که آیا تفاوت معنی داری بین مدل های اقتصاد سنجی و شبکه عصبی در ارزیابی میزان ارزش در معرض خطر پورتفوی وجود دارد.

با بررسی نتایج بدست آمده کارآیی گروه مدل های اقتصاد سنجی هم از نظر تعداد و هم از نظر عملکرد (بر اساس آماره لویز) نسبت به مدل های شبکه عصبی دارای تفاوت معنی داری می باشد. به عبارت دیگر گروه مدل های اقتصاد سنجی دارای توان تبیین بهتری نسبت به مدل های گروه شبکه عصبی می باشند.

۷- نتیجه گیری و بحث

این پژوهش قصد داشت توان تبیین مدل‌های گروه اقتصادسنجی و شبکه عصبی در سنجش ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دهد. پس از جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز و برآورد بازده‌های پرتفوی، پایایی سری زمانی برای استفاده از گروه مدل‌های اقتصادی سنجی از طریق دو آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (ADF) و آزمون فیلیپس-پرون (PP) مورد سنجش قرار گرفت که نتایج دو آزمون فوق سری‌های تحت بررسی، مانایی همه آنها را در سطح یک درصد تأیید نمودند. آنگاه تعداد وقفه‌های لازم متغیر وابسته (AR) و میانگین متحرک (MA) از طریق تعیین مرتبه تفاضلی آنها (d) مشخص گردید و سپس با استفاده یکی از معیارهای شوارتز - بیزین (SBC)، آکائیک (AIC) و یا حنان کوئین (HIQ) طول وقفه AR و MA و یا به عبارت دیگر p و q برای تخمین معادله میانگین مشخص شد. همچنین به منظور استفاده از شبکه عصبی، ابتدا نرخ بازده پرتفوی (RPT) با وقفه‌های 1-10 به عنوان متغیرهای ورودی (s) و RPT نیز به عنوان متغیر خروجی (p) وارد مدل شبکه عصبی گردیده و در ادامه به توجه به مراحل انجام کار در مدل‌های شبکه عصبی مصنوعی، متغیرهای ورودی (ها) به سه زیر مجموعه مجزا تحت عنوان داده‌های آموزش (S1)، داده‌های اعتبارسنجی^{۲۶} (S2) و داده‌های آزمون (S3) تقسیم، و بر این اساس 60 درصد از داده‌ها به عنوان داده‌های آموزش و به ترتیب 20 و 20 درصد داده‌ها به امر اعتبارسنجی و آزمون اختصاص داده شده و سپس با توجه به قابلیت‌های بالای شبکه پرسپترون چند لایه با تعداد لایه‌های مخفی، این شبکه جهت طراحی ساختارهای مختلف مورد استفاده قرار گرفته است. تعداد لایه‌های مخفی و همچنین تعداد نرون‌ها در هر لایه و برای هر شبکه در ساختارهای مختلف متغیر می‌باشد. به منظور تعیین توابع فعالیت در لایه مخفی و خروجی از آنجایی که تابع سیگموئیدی در ساختارهای مختلف طراحی شده دارای عملکرد بهتری بوده، لذا از این تابع به عنوان تابع فعالیت در لایه مخفی و خروجی استفاده گردید. همچنین با توجه به مزیت بالای الگوریتم آموزش مومنتم نسبت به سایر الگوریتم‌های آموزش، جهت فرار از دام مینیمم محلی^{۲۷}، برای تصحیح وزن‌ها و به دست آوردن وزن‌های بهینه شبکه از الگوریتم آموزش مومنتم و جهت آموزش و یادگیری شبکه به ترتیب از نرخ‌های آموزش و یادگیری 0/1 و 0/5 استفاده شده و به منظور انتخاب شبکه عصبی مطلوب جهت محاسبه ارزش در معرض خطر و مقایسه دقت پیش‌بینی شبکه عصبی مصنوعی در هر یک از ساختارهای طراحی شده از معیارهای میانگین قدر مطلق خطا^{۲۸} (MAE)، میانگین مربع خطا^{۲۹} (MSE) و مجموع مربع خطا^{۳۰} (SSE) استفاده گردید. پس از انجام مراحل فوق برای هر دو گروه این پژوهش به این نتیجه رسید که 1 مدل‌های گروه اقتصادسنجی دارای توان تبیین ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند (2 مدل‌ها گروه شبکه عصبی پرسپترون با لایه‌های متفاوت دارای توان تبیین با قدرت مطلوب ارزش در معرض خطر پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری نمی‌باشند). 3) نتایج بدست آمده بیان‌گر آن است که گروه مدل‌های اقتصادسنجی دارای عملکرد بهتری نسبت به گروه مدل‌های شبکه عصبی می‌باشند.

فهرست منابع

- * التون، ادوین و همکاران، 1391، نظریه جدید سبد دارایی و تحلیل سرمایه گذاری، جلد اول، چاپ اول، ترجمه علی سوری، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی.
- * اندرز، والتر، (1386)، "اقتصاد سنجی سری های زمانی"، جلد اول، چاپ دوم، ترجمه مهدی صادقی شاهدانی، سعید شوال پور، تهران، انتشارات دانشگاه امام صادق.
- * پارکر، جونز، (1378)، "مدیریت ریسک، ابعاد، تعریف و کاربردهای آن در سازمانهای مالی"، ترجمه علی پارسائیان، مجله تحقیقات مالی، شماره 13
- * دلاور، علی، "مبانی نظری و عملی در علوم انسانی و اجتماعی"، (1384)، چاپ چهارم، تهران، انتشارات رشد.
- * رادپور، میثم و عبده تبریزی، حسین، "اندازه گیری و مدیریت ریسک بازار"، (1388)، چاپ اول، تهران، موسسه انتشارات آگاه، پیشبرد.
- * راعی، رضا، پویان فر، احمد، مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته، (1389)، چاپ چهارم، تهران، انتشارات سمت.
- * رایلی، فرانک کی، براون، کیت سی، (1384)، "تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری و مدیریت سبد اوراق بهادار"، ترجمه اسلامی بید گلی، غلامرضا و دیگران، چاپ اول، تهران، انتشارات دانشکده امور اقتصادی.
- * شاهمرادی، اصغر، زنگنه، محمد، (1385)، "محاسبه ارزش در معرض خطر برای شاخص های عمده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش پارامتریک".
- * علی فتاحی، (1386)، مقایسه و کارایی و قدرت پیش بینی شبکه های عصبی و تحلیل ممیز چند گانه در پیش بینی درماندگی مالی شرکتهای تولیدی، رساله فوق لیسانس، دانشگاه آزاد اراک.
- * کشاورز حداد، غلامرضا، صمدی، باقر، (1388)، "برآورد و پیش بینی تلاطم بازدهی در بازار سهام تهران و مقایسه دقت روش ها در تخمین ارزش در معرض خطر: کاربردی از مدل های خانواده FIGARCH"، مجله تحقیقات اقتصادی، بهار 88، شماره 86.
- * گودرزی، میلاد، امیری، بهزاد، (1392)، "ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر قیمت آتی سکه به روش شبکه عصبی مصنوعی و مقایسه آن با مدل‌های رگرسیونی" فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره پانزدهم
- * منهای، محمد باقر، (1391)، "مبانی شبکه های عصبی"، جلد اول، چاپ هشتم، انتشارات دانشگاه صنعتی امیر کبیر.
- * هاگن، رابرت، ترجمه پارسائیان و بهروز خدا رحمی، جلد اول و دوم، چاپ اول، تهران، انتشارات ترمه، 1384.
- * Alexander, Carol, (2008) Market Risk Analysis: Value at Risk Models, Volue IV, John Wiley & Sons, Ltd.
- * Andersson, F., Mausser, H., Rosen, D., and Uryasev, S., (2001): Credit risk optimization with conditional Value-at-Risk criterion, Mathematical Programming, 89, 273-291

- * Baillie, R., Bollerslev, T. and Mikkelsen, H. (1996). "Fractionally Integrated Generalised Autoregressive Conditional Heteroscedasticity". *Journal of Econometrics*.
- * Breitner, h. Luedtke, c. Mettenheim, H. Rosch, D. Sibbertsen. And Tymchenko, G " Modeling portfolio Value at Risk with Statistical and Neural Network Approaches" In statute for Information Systems Reserch, the Univercity of Hannover, Germany.
- * Christoffersen, P. F. (1998). " Evaluating interval forecasts" *International Economic Review*.
- * Dunis, C., Laws, J., karathanasopoulos, A., " GP Algorithm Versus Hybrid and Mixed Neural Networks". Liverpool John Moores University.
- * Engle, R. F. (1982). "Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of united kingdom inflation". *Econometrica*.
- * Frylewicz, p. (2007). " Financial time series, ARCH AND GARCH Madels" University of Bristol.
- * Franke, J. Diagne, M. (2006). "Estimating market risk with neural network ". *Statis*
- * Hull, J., White, A., (1998). " Value at Risk When Dally Changes in Market Variables Are Not Normally Distributed". *Journal of Derivatives*, Vol. 5. NO.3.
- * KUPICE, P. (1995). "Techniques for verifying the accuracy of risk measurement models" . *Journal of Derivatives*, Volue, 3.
- * Nelson, D. (1991). "Conditional Heteroscedasticity in asset returns: A new approach". *Econometric* 59, 342-370

یادداشت‌ها

1. ROY
2. Telsr
3. Bamoul
4. Guldiman
5. Incremental VaR
6. Delta VaR
7. Value at Risk
8. Autoregressive Conditional Heteroskedastic
9. Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedastic
10. Integrated GARCH
11. Exponential GARCH (EGARCH)
12. Threshold GARCH (TGARCH)
13. Glosten, Jajannathan and Runkle GARCH
14. Sigmoid Function
15. Threshold Detector
16. Feed Forward
17. Feed Back
18. Bias
19. Max Epochs
20. Goal
21. Max Time
22. Min Grad
23. Markowitz
24. Risk Metrics
25. ex post factor
26. Cross Validation
27. Local Minima
28. Mean Absolute Error
29. Mean Squared Error

³⁰. Sum Squared Error

Archive of SID

SID



سرویس های
ویژه



سرویس ترجمه
تخصصی



کارگاه های
آموزشی



بلاگ
مرکز اطلاعات علمی



عضویت در
خبرنامه



فیلم های
آموزشی

کارگاه های آموزشی مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی



مباحث پیشرفته یادگیری عمیق؛
شبکه های توجه گرافی
(Graph Attention Networks)



کارگاه آنلاین آموزش استفاده از
وب آوساینس



کارگاه آنلاین مقاله روزمره انگلیسی