

## نسبت بهینه پوشش ریسک در قراردادهای آتی سکه بهار آزادی مورد معامله در بورس کالای ایران

جاوید بهرامی

استادیار دانشگاه علامه طباطبایی  
javid\_bahrami@yahoo.com

اکبر میرزاپور باباجان

دانشجوی دکترای اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی  
akbar.mirzhpour@gmail.com

در این مقاله نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل کننده واریانس برای قراردادهای آتی سکه بهار آزادی مورد معامله در بورس کالای ایران با استفاده از رهیافت‌های مختلف اقتصادسنجی مورد برآورد و مقایسه قرار گرفته است. نتایج حاکی از آن است که در نظر گرفتن سررسیدهای متفاوت به عنوان قیمت‌های آتی، مقدار نسبت بهینه پوشش ریسک را به صورت کلی تغییر می‌دهد؛ به طوری که اگر نخستین سررسید به عنوان قیمت قرارداد آتی منظور شود نسبت بهینه پوشش ریسک بیشتر از حالتی است که دومین سررسید به عنوان قیمت آتی لحاظ گردد. همچنین، نتایج حاکی از آن است که نسبت‌های بهینه پوشش ریسک روش‌های مختلف نسبت به استراتژی پوشش ریسک ساده (نسبت پوشش ریسک برابر یک) برتری دارند. در نهایت، نسبت‌های بهینه پوشش ریسک متغیر طی زمان که با استفاده از حالت‌های مختلف روش GARCH تخمین زده شده‌اند در مقایسه با نسبت‌های بهینه پوشش ریسک ثابت لزوماً توانایی بیشتری در کاهش ریسک ندارند.

طبقه‌بندی JEL: G13.

واژه‌های کلیدی: نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل واریانس، قرارداد آتی، میزان مؤثر بودن پوشش ریسک، مدل GARCH.

## ۱. مقدمه

ریسک ناشی از نوسان قیمت‌ها و نحوه مقابله با آن یکی از دغدغه‌های فعالان و نظریه‌پردازان اقتصادی و مالی است. نوسان‌های پیش‌بینی‌نشده قیمت‌ها علاوه بر اینکه امکان برنامه‌ریزی دقیق کسب و کار را مختل می‌نماید در بردارنده آثار رفاهی نامطلوبی نیز می‌باشند.

در میان روش‌های مختلفی که برای کاهش ریسک ناشی از نوسان‌های قیمت دارایی‌ها وجود دارد، ساده‌ترین و شاید جا افتاده‌ترین ابزار پوشش ریسک، استفاده از قراردادهای آتی<sup>۱</sup> می‌باشد. قرارداد آتی توافق‌نامه‌ای مبنی بر خرید یا فروش دارایی در زمان معین در آینده و با قیمت مشخص است، به این معنا که افراد قراردادهای آتی را با یکدیگر خرید و فروش می‌نمایند که این قراردادها بر پایه یک دارایی پایه<sup>۲</sup> منعقد می‌گردند؛ چنانچه فرد در قرارداد آتی موقعیت خرید<sup>۳</sup> اتخاذ نماید به معنای آن است که مقدار مشخصی از دارایی پایه را می‌بایست در تاریخ مشخصی در آینده با قیمتی که در ابتدای قرارداد (زمان انعقاد قرارداد) تعیین شده است از فروشنده تحویل گیرد. بدیهی است این فرد به دلیل اینکه از افزایش قیمت (نقدی)<sup>۴</sup> دارایی پایه در طول زمان نگران است اقدام به اتخاذ موقعیت خرید در بازار آتی نموده است؛ این در حالی است که چنانچه فرد به هر دلیلی کاهش قیمت را نامطلوب بداند می‌بایست در بازار معاملات قراردادهای آتی موقعیت فروش<sup>۵</sup> اتخاذ نماید که در آن صورت می‌بایست مقدار معین از دارایی مشخص شده در زمان فروش قرارداد را در آینده با قیمت تعیین شده در ابتدای قرارداد به خریدار تحویل دهد. این قراردادها برخلاف قراردادهای فورواردهای<sup>۶</sup> که در بازارهای خارج از بورس (OTC)<sup>۷</sup> مورد معامله قرار می‌گیرند در بازارهای سازمان‌یافته<sup>۸</sup> مانند بورس‌ها دادوستد می‌شوند.

اشخاصی که نوسان قیمت‌ها برای آنان نامطلوب است می‌توانند با بهره‌گیری از قراردادهای آتی، استراتژی‌های متعددی را به منظور پوشش ریسک اتخاذ نمایند. یک استراتژی به ظاهر مناسب این است که فرد به میزان دارایی که قصد پوشش ریسک نوسان قیمت آن را دارد موقعیت تعهدی در بازار قراردادهای آتی اتخاذ نماید. به عنوان مثال، فردی که قصد خرید ۱۰ تن گندم در ۶ ماه آینده را دارد و نگران افزایش قیمت تا آن زمان است می‌تواند به میزان ۱۰ تن موقعیت تعهدی خرید در بازار قراردادهای

- 
1. Futures Contract
  2. Underlying Asset
  3. Long Position
  4. Spot Price
  5. Short Position
  6. Forward Contract
  7. Over the Counter
  8. Organized Markets

آتی اتخاذ نماید. به صورت مشابه فردی که قصد فروش ۱۰ تن گندم در ۶ ماه آینده را دارد می تواند با اتخاذ موقعیت تعهدی فروش به میزان ۱۰ تن در بازار قراردادهای آتی برای ۶ ماه آینده خود را از ریسک کاهش قیمت گندم طی ۶ ماه آینده محفوظ نگهدارد. به این استراتژی پوشش ریسک که در آن به میزان موقعیت نقدی فرد پوشش دهنده ریسک<sup>۱</sup> موقعیت تعهدی در بازار قراردادهای آتی اتخاذ می شود استراتژی پوشش ریسک ساده<sup>۲</sup> گفته می شود.

مطالعات متعدد نشان می دهند چنین سیاستی برای پوشش ریسک لزوماً کارآمد نیست؛ زیرا استراتژی پوشش ریسک ساده نسبت پوشش ریسک<sup>۳</sup> را برابر یک در نظر می گیرد که در تمام شرایط بهینه نیست. چنانچه نسبت بهینه پوشش ریسک که به روش های مختلف قابل تعیین است متفاوت از یک باشد فردی که از استراتژی پوشش ریسک ساده برای مقابله با نوسان قیمت ها بهره گرفته است، ریسک خود را بیش از حد یا کمتر از حد پوشش داده است. بنابراین، برای یک سیاست پوشش ریسک کارآمد لازم است سرمایه گذار نسبت بهینه پوشش ریسک خود را تعیین نماید. نسبت بهینه پوشش ریسک عبارت است از تعداد موقعیت های تعهدی در بازار قراردادهای آتی که برای پوشش ریسک تعداد معینی از موقعیت های (خرید یا فروش) در بازار نقدی مورد نیاز می باشد. به عبارت دیگر، نسبت بهینه پوشش ریسک تعیین کننده تعداد قراردادهای آتی است که فرد می بایست برای مقابله با نوسان قیمت ها نگهداری نماید.

برای فعالان بازار همانگونه که ذکر شد موضوع تعیین نسبت بهینه پوشش ریسک از اهمیت شایان توجهی برخوردار است؛ زیرا بدون اطلاع از این نسبت پوشش دهندگان ریسک با یکی از دو حالت پوشش ریسک بیش از حد یا پوشش ریسک کمتر از حد مواجه خواهند بود. پوشش ریسک بیش از حد به حالتی اطلاق می شود که فرد اقدام به نگهداری موقعیت های تعهدی آتی به تعدادی بالاتر از میزان مورد نیاز خود می نماید که با توجه به لزوم تودیع وجوه تضمین اولیه<sup>۴</sup> برای اتخاذ موقعیت تعهدی در بازار قراردادهای آتی هزینه اضافی را به وی تحمیل می نماید که در نتیجه هزینه پوشش ریسک را افزایش خواهد داد. همچنین، در صورت اتخاذ استراتژی پوشش ریسک کمتر از حد نیز فرد تعداد موقعیت های تعهدی ناکافی را اتخاذ می نماید که با بروز نوسان های قیمت دارایی پایه فرد را در معرض ریسک قرار خواهد داد. از این رو، تعیین نسبت بهینه پوشش ریسک یکی از ملزومات اصلی اتخاذ سیاست پوشش ریسک کارآمد است.

1. Hedger
2. Naive Approach
3. Optimal Hedge Ratio
4. Initial Margin

نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل‌کننده واریانس (MV)<sup>۱</sup> یکی از قدیمی‌ترین و کاربردی‌ترین نسبت‌های بهینه پوشش ریسک است که به‌منظور تعیین تعداد موقعیت‌های تعهدی قراردادهای آتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. این نسبت در سال ۱۹۶۰ توسط جانسون<sup>۲</sup> معرفی شد و در سال‌های بعد توسط محققان بسیاری به ورطه آزمون گذارده شد.

در سال ۱۳۸۷ برای نخستین‌بار در ایران قراردادهای آتی بر روی سکه بهار آزادی در بورس کالای ایران راه‌اندازی شد. به‌دلیل نوع دارایی پایه از لحاظ سرمایه‌ای (غیرمصرفی) بودن و به‌تبع آن نوسان ذاتی قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای در مقایسه با دارایی‌های مصرفی (به‌دلیل فعالیت‌های سفته‌بازانه بر روی آن) و نیز ارتباط مستقیم قیمت سکه با چندین مؤلفه به شدت متغیر از قبیل قیمت جهانی طلا، نرخ ارز، سیاست‌های کنترل بازار بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بازدهی بازارهای رقیب و ... این کالا همواره شاهد نوسان قیمت قابل توجهی بود و به ارائه استراتژی‌های مدیریت ریسک ناشی از نوسان‌های قیمت در این بازار احساس نیاز می‌شود.

در این مقاله ابتدا نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل‌کننده واریانس معرفی می‌شود و خصوصیات کلی آن بیان خواهد شد. سپس، روش‌های مختلف تخمین این نسبت که طیف وسیعی از رهیافت‌های اقتصادسنجی را شامل می‌شود، تشریح شده و این روش‌ها برای تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی سکه بهار آزادی مورد معامله در بورس کالای ایران مورد استفاده قرار خواهند گرفت. در ادامه، با معرفی برخی معیارهای متعارف، برتری روش‌های مختلف تخمین این نسبت به یکدیگر بررسی خواهد شد که در نهایت مشخص می‌شود کدام یک از روش‌های تخمین نسبت به سایر روش‌ها دارای برتری است. در نهایت، رهنمودهایی برای فعالان بازار و پوشش‌دهندگان ریسک ارائه خواهند شد.

## ۲. مبانی نظری و ادبیات موضوع

روش‌های استخراج نسبت پوشش ریسک را می‌توان در دو گروه کلی دسته‌بندی نمود: روش‌های حداقل‌کننده ریسک<sup>۳</sup> و حداکثرکننده مطلوبیت<sup>۴</sup>. به عبارت دیگر، برای استخراج نسبت بهینه پوشش ریسک در ابتدا یک تابع هدف معرفی می‌شود و با بهینه‌نمودن (حداقل یا حداکثر نمودن) آن تابع (زیان یا سود) نسبت بهینه پوشش ریسک استخراج می‌شود.

- 
1. Minimum Variance
  2. Johnson
  3. Risk-Minimizing
  4. Utility Maximizing

در روش های حداقل کننده ریسک نسبت پوشش ریسک با تعریف یک معیار برای اندازه گیری ریسک و حداقل نمودن آن استخراج می شود. در مطالعات مختلف، معیارهای متعددی برای اندازه گیری ریسک معرفی شده است که با حداقل نمودن آن نسبت پوشش ریسک به دست می آید. واریانس یکی از قدیمی ترین معیارهای ریسک به شمار می رود که با حداقل نمودن آن نسبت پوشش ریسک حداقل کننده واریانس استخراج می شود. علاوه بر واریانس معیارهای دیگری نیز برای اندازه گیری ریسک وجود دارند که محققان با حداقل نمودن آنها به نسبت پوشش ریسک دست یافته اند. یکی از این معیارها، ضریب جینی تعمیم یافته به میانگین (MEG)<sup>۱</sup> است که علاوه بر نوسان ها به میزان ریسک گریزی فرد نیز توجه می نمایند و آن را در تعیین ریسک فرد مدنظر قرار می دهد؛ از این رو نسبت های بهینه پوشش ریسکی که از حداقل نمودن این ضریب حاصل می شود با توجه به درجه ریسک گریزی فرد متفاوت است. معیار ریسک دیگری که مورد توجه نظریه پردازان و مدیران اجرایی قرار دارد شبه واریانس تعمیم یافته (GSV)<sup>۲</sup> است که صرفاً تغییرات در زیان را به عنوان ریسک در نظر گرفته و تغییر در سود را مصداق ریسک قلمداد نمی نماید و به ریسک به عنوان مقوله ای یک سویه نه دوطرفه همانند آنچه در واریانس یا ضریب MEG مدنظر است نگاه می شود. برای استخراج نسبت بهینه پوشش ریسک در این روش نیز علاوه بر درجه ریسک گریزی فرد لازم است بازدهی هدف وی نیز تعیین شود. بدیهی است در نظر گرفتن هر یک از معیارهای مذکور به عنوان معیار اندازه گیری ریسک با توجه به موضوع مورد بررسی و نیز رویکرد محقق به مقوله ریسک قابل تعیین است و با انتخاب هر یک از آنها با نسبت های بهینه پوشش ریسک متفاوتی مواجه خواهیم بود.

محدودیت اصلی روش های حداقل کننده ریسک برای استخراج نسبت بهینه پوشش ریسک این است که بازدهی انتظاری<sup>۳</sup> سبد دارایی نادیده گرفته می شود، اما واقعیت این است که سبد دارایی تنها متضمن ریسک نیست و می بایست عایدی یا همان بازدهی آن نیز مورد توجه قرار گیرد. روش های حداکثر کننده مطلوبیت در واقع هم ریسک سبد دارایی و هم بازدهی انتظاری سبد دارایی را به صورت همزمان جهت استخراج نسبت بهینه پوشش ریسک مورد استفاده قرار می دهند. روش های حداکثر کننده مطلوبیت برای استخراج نسبت بهینه پوشش ریسک را روش های میانگین - ریسک<sup>۴</sup> نیز می نامند که از مهم ترین آنها می توان به نسبت شارپ<sup>۵</sup>، روش HKL، ضریب M-MEG و M-GSV اشاره نمود.

- 
1. Mean Extended Gini
  2. Generalized Semi Variance
  3. Expected Return
  4. Mean-Risk
  5. Sharpe Ratio

با مرور اجمالی بر ادبیات موضوع می‌توان حداقل ۷ روش را برای استخراج نسبت پوشش ریسک شناسایی نمود. این روش‌ها که در دو دسته کلی حداقل‌کننده ریسک و حداکثرکننده مطلوبیت (میانگین-ریسک) می‌باشند را می‌توان به اختصار در جداول (۱) و (۲) خلاصه نمود:

جدول ۱. نسبت‌های پوشش ریسک حداقل‌کننده ریسک

نام اختصاری	معیار اندازه‌گیری ریسک	استخراج نسبت پوشش ریسک از طریق
MV	واریانس	حداقل‌نمودن واریانس (ریسک)
MEG	ضریب MEG	حداقل‌نمودن ضریب MEG
GSV	ضریب GSV	حداقل‌نمودن ضریب GSV

مأخذ: نتایج تحقیق.

جدول ۲. نسبت‌های پوشش ریسک حداکثرکننده مطلوبیت (میانگین-ریسک)

نام اختصاری	معیار اندازه‌گیری ریسک	استخراج نسبت پوشش ریسک از طریق
Sharpe	انحراف معیار	حداکثر نمودن نسبت شارپ
HKL	واریانس	حداکثر نمودن تابع میانگین-ریسک
M-MEG	ضریب MEG	حداکثر نمودن تابع میانگین-ریسک
M-GSV	ضریب GSV	حداکثر نمودن تابع میانگین-ریسک

مأخذ: نتایج تحقیق.

هر یک از روش‌های فوق مبتنی بر مجموعه‌ای از مفروضات بوده و نسبت به سایر روش‌ها دارای برخی مزایا و معایب می‌باشند. در میان آنها، نسبت پوشش ریسک حداقل‌کننده واریانس (MV) به دلیل ساده بودن محاسباتی و قابلیت فهم آسان آن هم از جنبه نظری و هم از بعد مطالعات تجربی مطلوب است. به همین دلیل است که نسبت‌های پوشش ریسک محاسبه‌شده از سایر روش‌ها معمولاً با این نسبت مقایسه می‌شوند و شرایطی استخراج می‌شود که در صورت تحقق آنها دیگر نسبت‌های پوشش ریسک (که با استفاده از سایر روش‌ها استخراج شده‌اند) به نسبت پوشش ریسک حداقل‌کننده واریانس (MV) تبدیل می‌شوند.

نسبت پوشش ریسک حداقل‌کننده واریانس (MV) نیز مبتنی بر مجموعه‌ای از مفروضات است؛ در این روش فرض می‌شود بازدهی قیمت‌های آتی و نقدی دارای توزیع نرمال بوده و همچنین سرمایه‌گذاران دارای شکل خاصی از تابع مطلوبیت (درجه دوم)<sup>۱</sup> می‌باشند که فرض اول لزوماً برقرار نبوده و فرض دوم نیز محدودکننده است. علاوه بر آن، نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل‌کننده واریانس (MV) جزء روش‌های

## 1. Quadratic Utility Function

حداقل کننده ریسک بوده و بازدهی انتظاری سبد دارایی را در تعیین نسبت بهینه پوشش ریسک مدنظر قرار نمی‌دهد، اما در به کارگیری این روش می‌بایست به این نکته توجه نمود که سایر روش‌های مذکور نیز عاری از مفروضات غیرواقعی شبیه آنچه در مورد روش (MV) وجود دارد، نبوده و هر یک دارای مزایا و معایب مربوط به خود می‌باشند؛ بنابراین آنچه بین محققان مورد توافق می‌باشد این است که تقریباً در تمام مطالعات روش حداقل واریانس (MV) به‌عنوان ملاک مقایسه سایر روش‌ها با آن مورد پذیرش می‌باشد.<sup>۱</sup> در سال ۱۹۶۰ برای نخستین بار نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل کننده واریانس (MV) توسط جانسون به‌صورت نظری (و بدون محاسبه تجربی آن) استخراج گردید و در سال ۱۹۷۹ ادزینگتون<sup>۲</sup> این نسبت را با استفاده از قیمت‌های هفتگی قراردادهای آتی به‌صورت تجربی برآورد نمود.

مفهوم پایه پوشش ریسک عبارت است از ترکیب سرمایه‌گذاری در بازار نقد و آتی<sup>۳</sup> برای ساختن یک سبد دارایی به‌گونه‌ای که این ترکیب سرمایه‌گذاری منجر به کاهش نوسان ارزش سبد شود. به عبارت دیگر، ترکیب سبد توسط فرد می‌بایست به‌گونه‌ای انتخاب شود که بتواند بیشترین کاهش در نوسان ارزش سبد را ایجاد نماید و با توجه به اینکه هدف پوشش ریسک نوسان‌ها با استفاده از قراردادهای آتی است تنها متغیر تصمیم‌گیری فرد برای این منظور تعیین تعداد قراردادهای آتی مورد نیاز برای این مقصود است که همان نسبت بهینه پوشش ریسک است. با تبعیت از جانسون (۱۹۶۰) و استین<sup>۴</sup> (۱۹۶۱) منظور خود را به یک سبد دارایی خاص معطوف می‌نمایم که در آن فرد پوشش‌دهنده ریسک تنها دارای یک موقعیت در بازار نقدی است که در این حالت تعداد موقعیت‌های وی در بازار نقد به متغیری برون‌زا تبدیل می‌شود و در کنار آن به تعداد لازم قرارداد آتی (برای دارایی پایه موردنظر) را نگهداری می‌نماید که با این ترکیب تعداد موقعیت‌های تعهدی در بازار آتی متغیر درون‌زای وی خواهد بود.<sup>۵</sup>

۱. نسبت‌های بهینه پوشش ریسک سایر روش‌ها توسط نویسندگان این مقاله مورد برآورد قرار گرفته و با نسبت بهینه پوشش ریسک روش MV مورد مقایسه قرار گرفته که در قالب مطالعات جداگانه ارائه شده است.

## 2. Ederington

## 3. Spot & Futures Market

## 4. Stein

۵. در تمام روش‌های استخراج نسبت پوشش ریسک اعم از حداقل کننده ریسک یا حداکثر کننده مطلوبیت به‌دلیل ثابت در نظر گرفتن موقعیت تعهدی فرد در بازار نقدی عملاً بخش تولید نادیده گرفته می‌شود که این موضوع در خصوص دارایی‌های پایه کالایی دارای اهمیت بیشتری است. هر چند در مورد دارایی‌های مالی مشکل چندانی ایجاد نمی‌نماید. در صورتی که موضوع تولید نیز در کانون توجه قرار گیرد تعداد موقعیت‌های تعهدی فرد در بازار نقدی به یک متغیر درون‌زا تبدیل می‌شود که فرد پوشش‌دهنده ریسک می‌بایست به‌عنوان یک متغیر تصمیم‌گیری مقدار آن را تعیین نماید. نسبت بهینه پوشش ریسک با این رویکرد توسط لنس (۱۹۹۵) و با در نظر گرفتن برخی دیگر از مفروضات که معمولاً در این نوع مطالعات مورد توجه قرار نمی‌گیرند با روش‌های مختلف مورد برآورد قرار گرفته است.

به طور مشخص، سبد دارایی را در نظر می‌گیریم که در آن  $C_S$  واحد موقعیت خرید در بازار نقدی  $^1$  و  $C_f$  واحد موقعیت فروش در بازار آتی  $^2$  وجود دارد. از آنجایی که قراردادهای آتی برای کاهش نوسان‌های قیمت در بازار نقدی مورد استفاده قرار می‌گیرند، به این سبد دارایی اصطلاحاً سبد دارایی پوشش ریسک داده شده  $^3$  گفته می‌شود. بازدهی سبد دارایی پوشش ریسک داده شده که از این پس به آن سبد دارایی گفته می‌شود عبارت است از:

$$R_h = \frac{C_S S_t R_S - C_f F_t R_f}{C_S S_t} = R_S - h R_f \quad (1)$$

که در آن،  $h = C_f F_t / C_S S_t$  تعداد قراردادهای آتی مورد نیاز (نسبت بهینه پوشش ریسک)،  $R_h$  بازدهی سبد دارایی،  $R_S$  بازدهی موقعیت نقدی و  $R_f$  بازدهی موقعیت تعهدی فرد در قرارداد آتی است. بازدهی موقعیت‌های نقدی و آتی از تفاضل قیمت‌های نقدی و آتی دارایی پایه در یک دوره زمانی نسبت به دوره قبل به دست می‌آید.

$$R_S = \frac{S_{t+1} - S_t}{S_t} \quad (2)$$

$$R_f = \frac{F_{t+1} - F_t}{F_t} \quad (3)$$

که در آن،  $S_t$  قیمت دارایی پایه در بازار نقدی و  $F_t$  قیمت آن در بازار آتی است. واریانس بازدهی این سبد دارایی عبارت است از:

$$\text{VAR}(R_h) = \text{VAR}(R_S) + h^2 \text{VAR}(R_f) - 2h \text{Cov}(R_S, R_f) \quad (4)$$

اگر بخواهیم واریانس بازدهی سبد دارایی را با توجه به نسبت پوشش ریسک  $h$  حداقل نماییم، می‌بایست از آن نسبت به  $h$  مشتق گرفته و برابر صفر قرار دهیم.

$$\frac{\partial [\text{VAR}(R_h)]}{\partial h} = 2h \text{VAR}(R_f) - 2 \text{Cov}(R_S, R_f) = 0 \quad (5)$$

1. Long Spot Position
2. Short Futures Position
3. Hedged Portfolio



در نتیجه به  $h^*$  که همان نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل کننده واریانس است دست خواهیم یافت.

$$h^* = \frac{\text{Cov}(R_S, R_f)}{\text{VAR}(R_f)} = \rho \frac{\sigma_S}{\sigma_f} \quad (۶)$$

که در آن،  $\rho$  ضریب همبستگی بین بازدهی قیمت‌های نقدی و آتی،  $\sigma_S$  انحراف معیار بازدهی‌های نقدی و  $\sigma_f$  انحراف معیار بازدهی‌های آتی است.

طیف وسیعی از مطالعات نسبت بهینه پوشش ریسک را با استفاده از روش‌های مختلف اقتصادسنجی مورد برآورد قرار دادند. این روش‌ها از رهیافت‌های بسیار ساده مانند روش حداقل مربعات (OLS) تا روش‌های نسبتاً پیچیده مانند انواع مختلف مدل‌های GARCH را شامل می‌شود. در این بخش به برخی از مطالعات و روش‌های مورد استفاده آنها جهت تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل کننده واریانس اشاره می‌شود.

جانکوس و لی (۱۹۸۵) کاربرد چهار استراتژی پوشش ریسک شامل روش حداقل واریانس، استراتژی پوشش ریسک ساده، یک مدل حداکثر کننده مطلوبیت و یک مدل با فرض فقدان فرصت‌های آربیتراژ را بررسی نمودند. در مطالعه ایشان روش مورد استفاده برای تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل کننده واریانس عبارت است از برازش تغییرات قیمت‌های نقدی بر تغییرات قیمت‌های آتی که با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) انجام می‌شود. به‌طور مشخص، برای تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل کننده واریانس لازم است معادله رگرسیونی زیر تخمین زده شود:

$$\Delta S_t = \alpha + \beta \Delta F_t + e_t \quad (۷)$$

که در آن،  $\beta$  همان نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل کننده واریانس است. البته همانگونه که می‌دانیم برای استفاده از روش حداقل مربعات معمولی می‌بایست فروض استاندارد کلاسیک برقرار باشند که لازم است بررسی شوند.

می‌یرز و تامسون (۱۹۸۹) به یکی از مشکلات تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل کننده واریانس با استفاده از رهیافت حداقل مربعات معمولی (OLS) اشاره دارند که در این روش از گشتاورهای نمونه‌ای غیرشرطی به‌جای گشتاورهای نمونه‌ای شرطی که در آن از تمام اطلاعات موجود بهره‌برداری می‌شود، استفاده می‌گردد. برای حل این مشکل پیشنهاد شد که از ماتریس‌های واریانس و کوواریانس شرطی به‌جای

ماتریس‌های غیرشرطی استفاده شود که در نتیجه به جای فرمول (۶) از فرمول زیر برای محاسبه نسبت بهینه پوشش ریسک استفاده می‌شود.

$$H^* = \frac{\text{Cov}(\Delta\text{ov}\Delta F) \Big|_{\Omega_{t-1}}}{\text{VAR}(\Delta\text{AR}) \Big|_{\Omega_{t-1}}} \quad (۸)$$

که در آن،  $H^*$  نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل‌کننده واریانس (MV) بر اساس ماتریس‌های واریانس و کوواریانس شرطی به‌جای غیرشرطی است و  $\Omega_{t-1}$  همان بردار اطلاعات قیمتی و بازدهی‌های آتی و نقدی تا انتهای دوره  $t-1$  می‌باشد. بدیهی است نسبت‌های بهینه پوشش ریسکی که از این طریق تخمین زده می‌شوند طی زمان ثابت نبوده و همواره در حال تغییر می‌باشند؛ این در حالی است که نسبت بهینه پوشش ریسکی که با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی تخمین زده می‌شود، طی زمان ثابت بوده و تغییری در آن به وجود نمی‌آید.

بیلی و می‌ریز (۱۹۹۱) یک مدل GARCH دو متغیره<sup>۱</sup> به شرح زیر را در نظر گرفتند:

$$\begin{bmatrix} \Delta S_t \\ \Delta F_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} \Leftrightarrow \Delta Y_t = \mu + e_t \quad (۹)$$

$$e_t \Big|_{\Omega_{t-1}} \approx N(0, H_t), H_t = \begin{bmatrix} H_{11,t} & H_{12,t} \\ H_{21,t} & H_{22,t} \end{bmatrix} \quad (۱۰)$$

$$\text{vec}(H_t) = C + A \text{vec}(e_{t-1} e_{t-1}') + B' \text{vec}(H_{t-1}) \quad (۱۱)$$

که در آن، نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل‌کننده واریانس شرطی در زمان  $t_0$  برابر است با  $ht = H_{12,t} / H_{22,t}$  بنابراین، مشخص است در این مدل نسبت بهینه پوشش ریسک وابسته به زمان بوده و طی زمان تغییر می‌یابد و در نتیجه برای یک دوره زمانی معین به‌جای یک عدد ثابت یک سری زمانی از نسبت‌های بهینه پوشش ریسک وجود خواهد داشت.

روش حداقل مربعات معمولی و حالات مختلف مدل‌های ARCH و GARCH مبتنی بر این فرض است که سری‌های زمانی مربوط به قیمت‌های آتی و نقدی پایا<sup>۲</sup> می‌باشند و این احتمال را در نظر نمی‌گیرند

1. Bivariate GARCH
2. Stationary

که ممکن است سری‌های زمانی مربوط به این قیمت‌ها پایا نباشند. این در حالی است که اگر این سری‌های زمانی دارای ریشه واحد باشند موضوع تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل‌کننده واریانس با مشکلات جدی مواجه خواهد بود. چنانچه سری‌های زمانی مربوط به قیمت‌های آتی و نقدی پایا نباشند آنگاه همانگونه که انگل و گرنجر<sup>۱</sup> به آن اشاره نمودند لازم است یک عبارت تصحیح خطا نیز به معادله رگرسیون متغیرها اضافه شود.

همچنین، از آنجایی که فرایند آریتراز قیمت‌های آتی و نقدی را به یکدیگر پیوند می‌دهد این قیمت‌ها نمی‌توانند در بلندمدت از یکدیگر فاصله بگیرند (و اگر باشند). از این رو، چنانچه سری‌های زمانی مربوط به این قیمت‌ها از یک فرایند گام تصادفی<sup>۲</sup> پیروی نمایند آنگاه انتظار خواهیم داشت این سری‌های زمانی به یکدیگر هم‌انباشته<sup>۳</sup> باشند. بنابراین، در این شرایط می‌توان از تحلیل‌های مربوط به هم‌انباشتگی برای تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک همانند آنچه در معادلات (۱۳) و (۱۴) تصریح شده است، استفاده نمود.

روش هم‌انباشتگی مشتمل بر دو مرحله است. در مرحله نخست می‌بایست با استفاده از آزمون‌های متعارف مانند دیکی-فولر<sup>۴</sup> یا فیلیپس-پرون<sup>۵</sup> ریشه واحد بودن سری‌های زمانی را بررسی نمود. در مرحله دوم چنانچه مشخص شود سری‌های زمانی دارای ریشه واحدند می‌بایست به یکی از روش‌های انگل-گرنجر یا یوهانسن-جوسلیوس مراحل آزمون هم‌انباشتگی طی شود.

چو و دیگران (۱۹۹۶) بیان نمودند در صورتی که قیمت‌های آتی و نقدی هم‌انباشته باشند نسبت بهینه پوشش ریسک را می‌توان در دو مرحله تخمین زد. مرحله نخست شامل تخمین معادله رگرسیونی زیر است:

$$S_t = a + bF_t + u_t \quad (12)$$

در مرحله دوم می‌بایست مدل تصحیح خطای زیر را تخمین بزنیم:

$$\Delta S_t = \rho u_{t-1} + \beta \Delta F_t + \sum_{i=1}^m \delta_i \Delta F_{t-i} + \sum_{j=1}^n \delta_j \Delta S_{t-j} + e_j \quad (13)$$

که در آن،  $u$  سری زمانی مربوط به جملات خطا است که از معادله رگرسیونی هم‌انباشتگی به دست آمده است. نسبت بهینه پوشش ریسک در واقع همان ضریب  $\beta$  است.

1. Engle & Granger
2. Random Walk
3. Cointegrated
4. Dickey-Fuller
5. Phillips-Perron
6. Unit Root

لی‌ین و لو (۱۹۹۳) با استفاده از یک مدل چنددوره‌ای<sup>۱</sup> و با بهره‌گیری از روش تصحیح خطا<sup>۲</sup> نسبت‌های بهینه پوشش ریسک را مورد برآورد قرار دادند. ایشان رابطه هم‌انباشتگی را بر مبنای مابه‌التفاوت قیمت‌های نقدی و آتی ( $S_t - F_t$ ) تعریف می‌نمایند و مدل تصحیح خطا را به صورت زیر تخمین می‌زنند:

$$\Delta S_t = \rho(S_{t-1} - F_{t-1}) + \beta \Delta F_t + \sum_{i=1}^m \delta_i \Delta F_{t-i} + \sum_{j=1}^n \delta_j \Delta S_{t-j} + e_j \quad (14)$$

کرونر و سولطان مدل‌های تصحیح خطا و GARCH را با یکدیگر ترکیب نمودند تا بتوانند نسبت بهینه پوشش ریسک را تخمین بزنند. آنها برای این منظور از مدل زیر استفاده نمودند:

$$\begin{bmatrix} \Delta \log(S_t) \\ \Delta \log(F_t) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \alpha_S (\log(S_{t-1}) - \log(F_{t-1})) \\ \alpha_F (\log(S_{t-1}) - \log(F_{t-1})) \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} \quad (15)$$

که در آن، جملات خطا از یک فرایند GARCH تبعیت می‌نمایند. نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل کننده واریانس در زمان  $t$  برابر است با  $ht = H12,t / H22,t$

حالات متعددی از روش GARCH دو متغیره برای تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی در مقالات مورد استفاده قرار گرفته‌اند که از میان آنها می‌توان به BEKK-GARCH<sup>۳</sup>، VECM-GARCH<sup>۴</sup>، BEKK-GARCH<sup>۵</sup> اشاره نمود. مزیت این روش‌ها بر مدل GARCH چندمتغیره<sup>۶</sup> بدون محدودیت این است که در روش‌های فوق به دلیل در نظر گرفتن برخی محدودیت‌ها بر ساختار ماتریس واریانس-کوواریانس، تعداد پارامترهای مورد نیاز برای تخمین کاهش یافته و در مجموع بار محاسباتی کمتری دارند.

در روش‌های مزبور یک معادله به‌عنوان معادله میانگین در نظر گرفته می‌شود که لازم است این معادله میانگین با یکی از روش‌های VAR یا VECM تخمین زده شود. پس از تخمین معادله میانگین می‌بایست با تشکیل یک سیستم نسبت به مدلسازی جملات خطا از روش‌های فوق اقدام نمود.

بولرسلویو، انگل و وولدریج (۱۹۹۸) مدل VECM-GARCH(1,1) را به این صورت تصریح نمودند:

1. Multi-Period
2. Error-Correction
3. Vectorized GARCH
4. Baba, Engle, Kraft and Kroner
5. Constant Conditional Correlations
6. Multivariate GARCH

$$\text{VECH}(H_t) = h_t = \begin{bmatrix} h_{SS,t} \\ h_{Sf,t} \\ h_{ff,t} \end{bmatrix} = C_0 + A_1 \text{VECH}(\varepsilon_{S,t-1}; \varepsilon_{f,t-1}) + B_1 h_{t-1} \quad (16)$$

که در آن،  $h_{ff}$  و  $h_{ss}$  واریانس شرطی جملات خطای  $(\varepsilon_{S,t}, \varepsilon_{f,t})$  به دست آمده از معادله میانگین که با یکی از روش‌های VAR یا VECM تخمین زده شده‌اند، می‌باشند. همچنین،  $h_{sf}$  کوواریانس شرطی بین بازدهی قیمت‌های نقدی و آتی می‌باشد.

انگل و کروزر (۱۹۹۵) با مشاهده برخی مشکلات در مدل  $\text{VECH-GARCH}(1,1)$  مانند تخمین اریب‌دار نسبت بهینه پوشش ریسک، مدل جایگزینی برای آن پیشنهاد نمودند که به مدل  $\text{BEKK-GARCH}$  موسوم گردید. فرم کلی این مدل به صورت زیر است:

$$H_t = C_0' C_0 + A_{11}' \varepsilon_{t-1} \varepsilon_{t-1}' A_{11} + B_{11}' H_{t-1} B_{11} \quad (17)$$

که در آن:

$$C_0 = \begin{bmatrix} c_{11} & c_{12} \\ c_{21} & 0 \end{bmatrix} \quad (18)$$

$$A_{11} = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix} \quad (19)$$

$$B_{11} = \begin{bmatrix} b_{11} & b_{12} \\ b_{21} & b_{22} \end{bmatrix} \quad (20)$$

در مدل‌های  $\text{VECH-GARCH}$  و  $\text{BEKK-GARCH}$  به دلیل الگوسازی مجزا برای کوواریانس، تعداد پارامترهایی که می‌بایست تخمین زده شوند بسیار زیاد می‌باشند. برای حل این مشکل در سال ۱۹۹۰ بولرسلیو روشی را ارائه نمود که در آن نیازی به جدا در نظر گرفتن الگوهای واریانس و کوواریانس نیست و با استفاده از آن می‌توان ماتریس‌های واریانس و کوواریانس جملات خطا را در الگوی واحد در نظر گرفت. این مدل که به  $\text{CCC-GARCH}$  مشهور است ماتریس کوواریانس شرطی را به صورت زیر مدل‌سازی می‌نماید:

$$H_t = D_t R D_t \quad (21)$$

که در آن،  $R$  ماتریس همبستگی شرطی ثابت و  $D_i$  ماتریس قطری است که هر  $\sigma_{it}$

$$\begin{bmatrix} \sigma_{1t} \\ \sigma_{2t} \end{bmatrix}$$

برای  $i = 1, 2$  معادله GARCH تک متغیره‌ای به صورت زیر دارد:

$$\sigma_{it} = \alpha_i + \alpha_i \varepsilon_{it}^2 + b_i \sigma_{it} \quad (22)$$

علاوه بر سه حالت فوق برای تخمین پویای نسبت بهینه پوشش ریسک روش‌های بسیار زیاد دیگر در ادبیات موضوع مطرح می‌باشند که بکارگیری هر یک از این روش‌ها می‌تواند نتایج متفاوتی از آنچه در این مطالعه حاصل می‌شود را به دنبال داشته باشد. روش‌های مزبور از حالات مختلف روش‌های مورد استفاده در این مطالعه مانند VECM-GARCH یا روش‌های پیچیده‌تر مانند مدل MGARCH-M را شامل می‌شوند و بررسی و مقایسه هر یک از این روش‌ها می‌تواند در مطالعات جداگانه‌ای انجام شده و با نتایج این مطالعه تطبیق داده شوند.

در مجموع، روش‌های مختلف تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک دارای برخی مزایا و معایب نظری نسبت به یکدیگر می‌باشند از جمله آنکه مدل‌های GARCH به دلیل مدل‌سازی مجزای واریانس که در بازارهای مالی ضروری به نظر می‌رسد در مقایسه با مدل‌های ساده‌تر مانند OLS، VAR و VECM برتری دارند، اما این موضوع که با رویکرد تجربی کدام روش دارای برتری نسبت به سایر روش‌هاست محل بحث صاحب‌نظران این حوزه است و به نظر می‌رسد هیچ اجماعی در خصوص برتری یک روش نسبت به سایر روش‌ها در تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک وجود ندارد. به نظر می‌رسد بکارگیری روش‌هایی مانند OLS، VAR و VECM به دلیل محاسبات ساده‌تر برای پوشش‌دهندگان ریسک، عملیاتی‌تر بوده و استفاده از روش‌های پیچیده‌تر مانند حالت‌های مختلف مدل GARCH در صورتی که از منظر تجربی دارای مزیت نسبت به روش‌های مذکور باشند، توجیه‌پذیر است؛ زیرا نسبت‌های بهینه پوشش ریسک روش‌های مختلف مدل GARCH به دلیل پویا بودن می‌بایست همواره مورد محاسبه قرار گرفته و فرد پوشش‌دهنده ریسک به‌طور پیوسته نسبت به تعدیل موقعیت‌های تعهدی خود در بازار آتی اقدام نماید که این موضوع هزینه پوشش ریسک را افزایش می‌دهد. بنابراین، در صورتی که عایدی ناشی از تعدیل پیوسته موقعیت‌های تعهدی و نیز انجام محاسبات به صورت دائمی از هزینه‌های آن بالاتر باشد منطقی است که فرد نسبت به محاسبه از طریق روش‌های پیچیده‌تر و تغییر مستمر تعداد قراردادهای آتی مورد نیاز اقدام نماید در غیر این صورت استفاده از روش‌های ساده‌تر موجه به نظر می‌رسد.

### ۳. بررسی میزان موثر بودن پوشش ریسک<sup>۱</sup>

برای مقایسه بین روش‌های مختلف تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک لازم است معیاری معرفی شود تا به واسطه آن بتوان عملکرد پوشش ریسک روش‌های تخمین را مورد ارزیابی قرار داد. روش کار به این صورت است که در ابتدا دو سبد تشکیل می‌شود؛ در سبد نخست فرد هیچ قرارداد آتی نگهداری نمی‌نماید و صرفاً یک موقعیت تعهدی در بازار نقدی در سبد خود دارد، به این معنا که یا وی دارایی را به صورت نقدی با قصد سرمایه‌گذاری خریداری نموده و نگهداری می‌نماید یا قرار است دارایی که در آینده مورد نیاز وی است را در آن زمان از بازار نقدی خریداری و مصرف نماید که در هر دو حالت نگران تغییر قیمت دارایی است. در سبد دوم فرد علاوه بر اینکه یک موقعیت در بازار نقدی دارد به میزانی که نسبت بهینه پوشش ریسک روش‌های مختلف تخمین مشخص نموده‌اند، قرارداد آتی دارایی پایه را نیز نگهداری می‌نماید. سبدهای که صرفاً مشتمل بر یک موقعیت در بازار نقدی است، سبد بدون پوشش (U)<sup>۲</sup> و سبدهای که در آن به واسطه قراردادهای آتی پوشش ریسک انجام شده را سبد پوشش داده شده (H)<sup>۳</sup> می‌نامند. بازدهی و واریانس بازدهی این دو سبد عبارتند از:

$$R_U = R_S \quad (23)$$

$$\text{VAR}(U) = \sigma_S^2 \quad (24)$$

$$R_H = R_S - hR_f \quad (25)$$

$$\text{VAR}(H) = \sigma_S^2 + h^2 \sigma_f^2 - 2h\sigma_{sf} \quad (26)$$

که در آن،  $\sigma_S^2$  و  $\sigma_f^2$  واریانس بازدهی‌های نقدی و آتی و  $\sigma_{sf}$  کوواریانس بین آنها است.  $h$  نیز نسبت بهینه پوشش ریسک به دست آمده از روش‌های مختلف تخمین است که تعداد قراردادهای آتی مورد نیاز برای پوشش ریسک نوسان قیمت دارایی پایه را تعیین می‌نماید.

ادرینگتون (۱۹۷۹) با استفاده از واریانس بازدهی سبدهای پوشش داده شده و بدون پوشش معیاری را برای مقایسه عملکرد پوشش ریسک روش‌های مختلف تخمین ارائه نمود. این معیار عبارت است از:

1. Hedging Effectiveness
2. Uncovered Portfolio
3. Hedged Portfolio

$$e = 1 - \frac{\text{VAR}(H)}{\text{VAR}(U)} \quad (27)$$

این معیار نشان می‌دهد نسبت بهینه پوشش ریسک به دست آمده به چه میزان می‌تواند واریانس بازدهی سید دارایی (به‌عنوان معیار ریسک) را کاهش دهد. در نهایت، روشی به‌عنوان کارآمدترین روش انتخاب می‌شود که بتواند بیشترین کاهش در واریانس بازدهی را ایجاد نماید.

هدف از بررسی میزان مؤثر بودن پوشش ریسک پاسخ به این سؤال است که چنانچه فرد پوشش‌دهنده ریسک به‌دنبال بهترین حالت پوشش ریسک باشد و تنها ابزار موجود برای مقابله با نوسان قیمت قراردادهای آتی دارایی پایه مورد نظر باشد آنگاه وی نسبت پوشش ریسک را بر مبنای چه روشی تخمین یا محاسبه نماید که بتواند مؤثرتر از سایر روش‌ها باشد. بنابراین، منظور از میزان مؤثر بودن پوشش ریسک میزان موفقیت یک قرارداد آتی در مقابله با نوسان قیمت نیست، چراکه تمام قراردادهای آتی چنین کارکردی داشته و از این رویکرد تفاوتی با یکدیگر ندارند؛ از این رو در بررسی مؤثر بودن پوشش ریسک روش‌های مختلف تخمین و محاسبه نسبت بهینه پوشش ریسک در مقایسه با یکدیگر ارزیابی می‌شوند.

#### ۴. تشریح داده‌ها

داده‌های مورد استفاده در این مقاله اطلاعات قیمتی مربوط به معاملات نقدی و قراردادهای آتی سکه بهار آزادی طرح امام (ره) از مورخ ۱۳۸۷/۰۹/۰۵ لغایت ۱۳۹۰/۱۰/۲۲ به تعداد ۷۷۰ داده می‌باشد. قیمت‌های نقدی از نرم‌افزار اطلاعاتی استاندارد بازار سرمایه با نام ره‌آورد نوین اتخاذ شده و قیمت‌های آتی نیز از آمار معاملات قراردادهای آتی بورس کالای ایران دریافت شده است. همچنین، بازدهی روزانه قیمت‌های آتی و نقدی با استفاده از فرمول‌های (۲) و (۳) مورد محاسبه قرار گرفته‌اند.

معاملات آتی در بورس کالای ایران از مورخ ۱۳۸۷/۰۹/۰۵ راه‌اندازی شده است و هم‌اکنون برای سررسیدهای دو، چهار و شش ماهه قابل معامله می‌باشد. در مطالعات مورد بررسی از نزدیکترین سررسید به زمان حال به‌عنوان قیمت‌های آتی استفاده می‌شود که دلیل آن نقدینه بودن بازار معاملات قراردادهای آتی با سررسید نزدیک است. به عبارت دیگر، دلیل انتخاب نزدیکترین سررسید به‌عنوان قیمت آتی این است که تعداد معاملات انجام شده بر روی آن بیشتر از سایر قراردادها بوده و در نتیجه قیمت‌های کشف شده در بازار از اعتبار بیشتری برخوردار می‌باشد.

نکته حائز اهمیت این است که چنین پدیده‌ای در تمام بورس‌ها و قراردادهای مورد معامله موضوعیت ندارد و ممکن است نزدیکترین سررسید لزوماً نقدینه‌ترین آنها نباشد. بررسی تعداد معاملات



انجام شده بر روی قراردادهای آتی مورد معامله در بورس کالای ایران نشان می‌دهد که به طور معمول قراردادهای با سررسید طولانی‌تر در مقایسه با نزدیکترین سررسید از استقبال بیشتری مواجه می‌شوند؛ از این رو در این مقاله به جای نزدیک‌ترین سررسید از دومین سررسید به عنوان قیمت‌های آتی استفاده خواهد شد. این موضوع باعث می‌شود که به دلیل نوپا بودن قراردادهای آتی و وجود صرفاً یک سررسید در ماه‌های نخستین راه‌اندازی قراردادهای آتی در بورس کالای ایران، تعداد داده‌های قابل استفاده به ۴۴۸ داده کاهش یابد.

همچنین، به منظور قابل مقایسه بودن نتایج مربوط به سررسیدهای مختلف در کنار تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک برای دومین سررسید نسبت‌های بهینه پوشش ریسک نزدیکترین سررسید با ۷۷۰ داده و نزدیک‌ترین سررسید متناظر با دومین سررسید (با ۴۴۸ داده) نیز برآورد خواهند شد.

در واقع قیمت‌های آتی، قیمت‌های تسویه روزانه<sup>۱</sup> این قراردادها می‌باشند که مطابق مقررات در پایان ایام معاملاتی توسط بورس محاسبه شده و گزارش می‌گردند. پیچیدگی موجود در استفاده از قیمت‌های آتی این است که با پایان رسیدن ماه قرارداد و فرا رسیدن تاریخ سررسید می‌بایست از اطلاعات مربوط به قرارداد با سررسید بعدی استفاده نمود که معمولاً در این فرایند شاهد یک جهش غیرمتعارف قیمت‌ها هستیم. برای مقابله با این مشکل از راه‌حل‌های متعددی در مقالات استفاده می‌شود. روشی که در این مقاله مورد استفاده قرار گرفته است به روش غلطاندن قراردادها<sup>۲</sup> موسوم است. در این روش در روز آغازین قرارداد جدید و برای محاسبه بازدهی قیمت آتی به جای استفاده از قیمت آخرین روز قرارداد قبلی و اولین روز قرارداد جدید مابه‌التفاوت اولین روز قرارداد جدید و یک روز قبل همان قرارداد به عنوان مبنای محاسبه بازدهی قیمت آتی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

برای توضیح بهتر موضوع از یک مثال استفاده می‌نمایم. فرض کنیم در روز اول دی‌ماه ۱۳۹۰ قرار داریم. در این روز سه قرارداد آتی فعال در بورس کالای ایران قابل معامله می‌باشند که عبارتند از قرارداد آتی با سررسید دی‌ماه ۱۳۹۰، قرارداد آتی با سررسید اسفندماه ۱۳۹۰ و قرارداد آتی با سررسید اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۱. بنابراین، در این تاریخ منظور از قیمت قرارداد آتی نخستین سررسید همان قیمت قرارداد آتی با سررسید آخر دی‌ماه ۱۳۹۰ است که بازدهی روزانه آن با استفاده از فرمول (۳) محاسبه می‌شود. حال در همین تاریخ قرارداد آتی با سررسید اسفندماه ۱۳۹۰ همان قرارداد آتی با دومین سررسید به حساب می‌آید که بازدهی آن نیز به روش مشابه محاسبه شده و در تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک مورد استفاده قرار می‌گیرد. حال فرض نمایم به انتهای دی‌ماه ۱۳۹۰ رسیده‌ایم و قرارداد آتی با سررسید دی‌ماه منقضی شده است، حال دیگر منظور از نخستین سررسید، قرارداد آتی با سررسید اسفندماه بوده و دومین سررسید قرارداد آتی با سررسید اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۱ است. به این ترتیب

1. Daily Settlement
2. Roll Over

قراردادی که در یک زمان به عنوان دومین سررسید منظور می‌شود، پس از اقبضای قرارداد قبل به‌عنوان نخستین سررسید در نظر گرفته می‌شود. برخی خصوصیات مهم آماری بازدهی قیمت‌های آتی و نقدی در جدول (۳) ارائه شده‌اند.

جدول ۳. خصوصیات آماری بازدهی قیمت‌های آتی و نقدی

بازدهی قیمت‌های آتی			بازدهی قیمت‌های نقدی		
تعداد مشاهدات	۷۷۰	۴۴۸	۷۷۰	۴۴۸	تعداد مشاهدات
میانگین	۰/۰۰۱۳۵	۰/۰۰۰۸۹۳	۰/۰۰۲۰۶۰	۰/۰۰۱۶۲۹	میانگین
میانه	۰/۰۰۰۵۴۰	۰/۰۰۰۶۲۳	۰/۰۰۱۲۲۵	۰/۰۰۰۰۰۰	میانه
حداکثر	۰/۰۲۹۹۷۹	۰/۰۳۰۵۱۲	۰/۰۵۹۳۸۷	۰/۰۶۱۳۲۱	حداکثر
حداقل	-۰/۰۲۹۹۵۵	-۰/۰۲۹۹۶۳	-۰/۰۶۲۸۳۷	-۰/۰۶۲۸۳۷	حداقل
انحراف معیار	۰/۰۱۱۵۶۰	۰/۰۱۱۰۸۵	۰/۰۱۲۳۳۷	۰/۰۱۰۶۹۷	انحراف معیار
چولگی	۰/۰۳۷۵۰۸	-۰/۰۱۳۷۹۲	۰/۰۹۷۱۸۱	۰/۲۹۴۵۶۸	چولگی
کشیدگی	۳/۴۶۹۳۹۸	۴/۲۶۹۸۰۵	۸/۳۰۹۵۳۸	۱۰/۳۶۳۱۲	کشیدگی
آماره جارک-برا <sup>۱</sup>	۱۲/۳۱۸۱۲	۵۱/۷۵۵۷۰	۵۲۶/۹۴۰۷	۱۷۵۰/۵۵۰	آماره جارک-برا <sup>۱</sup>

مأخذ: نتایج تحقیق.

## ۵. نتایج تجربی

در این قسمت نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی تخمین زده خواهند شد. برای هر یک از روش‌های تخمین، نسبت بهینه پوشش ریسک با لحاظ دومین سررسید به‌عنوان قیمت‌های آتی نخستین سررسید با بازه زمانی منطبق با دومین سررسید و اولین سررسید محاسبه و گزارش خواهند شد. بنابراین، نسبت‌های بهینه پوشش ریسک برای سه سناریوی مختلف که در آن سررسیدهای متفاوتی به‌عنوان قیمت‌های آتی در نظر گرفته می‌شوند، مورد محاسبه قرار خواهند گرفت. این سناریوها عبارتند از سناریوی اول: در نظر گرفتن دومین سررسید به‌عنوان قیمت‌های آتی با ۴۴۸ داده؛ سناریوی دوم: در نظر گرفتن نخستین سررسید به‌عنوان قیمت‌های آتی که به لحاظ زمانی منطبق با دومین سررسید باشد با ۴۴۸ داده؛ سناریوی سوم: در نظر گرفتن نخستین سررسید به‌عنوان قیمت‌های آتی با ۷۷۰ داده.

در مجموع، نسبت‌های بهینه پوشش ریسک با ۶ روش اقتصادسنجی OLS، VAR، VECM، GARCH-VECH، BEKK-GARCH و CCC-GARCH برای ۳ سناریوی زمانی اولین سررسید (با ۷۷۰ داده)، دومین سررسید (۴۴۸ داده) و اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید (۴۴۸ داده) برآورد خواهند شد.

پیش از تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک با استفاده از روش‌های مختلف اقتصادسنجی لازم است به یک موضوع اشاره شود. هدف این مطالعه معرفی بهترین روش برآورد نسبت پوشش ریسک نیست، چراکه در این صورت علاوه بر

1. Jarque-Bera

روش‌های مذکور می‌بایست روش‌های تخمین بسیاری را نیز مورد استفاده قرار داد و نیز با بررسی نتایج آزمون‌های مختلف تلاش شود ایده‌آل‌ترین رهیافت برآورد را انتخاب نمود. در این مطالعه صرفاً نسبت پوشش ریسک با استفاده از روش‌های استاندارد موجود در مطالعات برآورد شده و نشان داده می‌شود که این تغییر در روش تخمین تا چه اندازه می‌تواند برای فرد پوشش‌دهنده ریسک مفید بوده و میزان مؤثر بودن پوشش ریسک را تحت تأثیر قرار دهد.

نکته حائز اهمیت این است که نسبت‌های بهینه پوشش ریسک روش‌های OLS، VAR و VECM در تمام دوره زمانی مورد بررسی ثابت بوده و صرفاً یک عدد معین خواهند بود که تعیین‌کننده تعداد بهینه قراردادهای آتی است که فرد سرمایه‌گذار می‌بایست برای مقابله با ریسک نگهداری نماید. این درحالی است که نسبت‌های بهینه پوشش ریسک روش‌های BEKK-GARCH، VECM-GARCH و CCC-GARCH طی زمان متغیر بوده و به‌جای یک عدد ثابت یک سری زمانی خواهند بود. همچنین، مقایسه نسبت‌های بهینه پوشش ریسک با لحاظ سرسیدهای مختلف دربردارنده مضامین بسیار مهمی برای فرد سرمایه‌گذار است که به آنها اشاره خواهد شد.

پیش از تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک با استفاده از روش‌های OLS، VAR و VECM لازم است ریشه واحد بودن سری‌های زمانی قیمت‌های آتی و نقدی بررسی شوند. نتایج آزمون‌های دیکی-فولر در دو حالت با در نظر گرفتن عرض از مبدأ<sup>۱</sup> و روند و عرض از مبدأ<sup>۲</sup> در جدول (۴) نشان می‌دهد که قیمت‌های نقدی و آتی در هر دو حالت در سطح<sup>۳</sup> برای هر سه سناریوی زمانی مورد نظر پایا نبوده و با یک مرتبه تفاضل‌گیری<sup>۴</sup> پایا می‌شوند. به عبارت دیگر، قیمت‌های نقدی و آتی I(1) بوده و بازدهی آنها (تفاضل مرتبه اول) I(0) می‌باشند.

جدول ۴. مقادیر و احتمال آزمون دیکی - فولر تعمیم‌یافته برای قیمت‌های نقدی و آتی در سناریوهای زمانی مختلف

مفروضات آزمون	اولین سررسید		دومین سررسید		اولین سررسید منطبق با دوره		سناریوهای زمانی	تعداد تفاضل	
	(۷۷۰ داده)		(۴۴۸ داده)		زمانی دومین سررسید				
	آماره t	احتمال	آماره t	احتمال	آماره t	احتمال			
عرض از مبدأ	تقدی	۰/۹۹	تقدی	۰/۹۹	تقدی	۰/۹۹	تقدی	۰/۷۱	صفر (سطح) یک
	آتی	۰/۹۹	آتی	۰/۹۹	آتی	۰/۹۹	آتی	۰/۷۱	
روند و عرض از مبدأ	تقدی	۰/۸۶	تقدی	۰/۷۵	تقدی	۰/۷۵	تقدی	۰/۶۸	صفر (سطح) یک
	آتی	۰/۸۶	آتی	۰/۷۵	آتی	۰/۷۵	آتی	۰/۶۸	

مأخذ: نتایج تحقیق.

1. Intercept
2. Trend and Intercept
3. Level
4. Difference

نتایج تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی سکه بهار آزادی مورد معامله در بورس کالای ایران با استفاده از روش OLS و در نظر گرفتن سه سناریو برای قیمت قرارداد آتی به شرح جدول (۵) ارائه شده است.

جدول ۵. نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی سکه بهار آزادی مورد معامله در بورس کالای ایران از روش OLS برای سناریوهای زمانی مختلف

سناریوی سوم زمانی (اولین سررسید با ۷۷۰ داده)	سناریوی دوم زمانی (اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید با ۴۴۸ داده)	سناریوی اول زمانی (دومین سررسید با ۴۴۸ داده)	سناریوی زمانی مقادیر
۰/۰۰۱۰۱۸	۰/۰۰۱۲۰۸	۰/۰۰۱۱۴۲	عرض از مبدأ
۰/۶۸۳۳۵۴	۰/۸۲۳۰۳۸	۰/۷۱۳۴۱۶	$\beta^*$
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	Prob ( $\beta$ )
۰/۵۰۰۷۹۴	۰/۵۹۳۸۸۳	۰/۵۱۳۶۱۳	ضریب تعیین تعدیل شده

\* ضریب  $\beta$  همان نسبت بهینه پوشش ریسک می‌باشد که در معادله (۷) تصریح شده است.

مأخذ: نتایج تحقیق.

نتایج آزمون‌های تشخیص بر روی جملات خطای روش حداقل مربعات معمولی نشان می‌دهد اغلب فروض استاندارد کلاسیک نقض شده‌اند که البته به دلیل تعداد نسبتاً بالای مشاهده (۷۷۰) این موضوع صرفاً کارایی تخمین‌ها را کاهش داده و موجب برآورد تورش دار<sup>۱</sup> نسبت بهینه پوشش ریسک نمی‌شود.<sup>۲</sup> برای تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی با روش VAR لازم است تعداد بهینه وقفه‌ها تعیین شود. برای این منظور، معیارهای مختلفی مانند شوارتز (SC)<sup>۳</sup>، آکایک (AIC)<sup>۴</sup> و حنان-کوین (HQ)<sup>۵</sup> وجود دارد که تعداد وقفه‌های بهینه هر یک از سناریوهای زمانی در جدول (۶) ارائه شده‌اند.

#### 1. Bias

۲. برای این منظور، از آزمون‌های بروش - گادفری، جارك - برا، وایت، آرج و لجانگ باکس استفاده شده است.

#### 3. Schwarz Criterion

#### 4. Akaike Information Criterion

#### 5. Hannan-Quinn Information Criterion

جدول ۶. تعداد وقفه های بهینه برای تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک با روش VAR

سناریوی زمانی	دومین سررسید (۴۴۸ داده)	اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید (۴۴۸ داده)	اولین سررسید (۷۷۰ داده)	معیار
SC	۱	۲	۱	
AIC	۳	۳	۲	
HQ	۱	۱	۲	

مأخذ: نتایج تحقیق.

با در نظر گرفتن تعداد وقفه های تعیین شده با معیارهای مذکور، نسبت بهینه پوشش ریسک سناریوهای مختلف زمانی با استفاده از روش VAR در جدول (۷) ارائه شده اند. شایان ذکر است برای سناریو زمانی اولین سررسید (۷۷۰ داده) و اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید (۴۴۸ داده) تعداد دو وقفه و برای سناریوی دومین سررسید (۴۴۸ داده) یک وقفه جهت تخمین در نظر گرفته شده است. نکته قابل توجه این است که در این روش لازم است برای محاسبه نسبت بهینه پوشش ریسک از ماتریس واریانس-کواریانس جملات خطا استفاده شود که با فرض  $VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma_{is}$  و  $Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt})$

$$\text{نسبت بهینه پوشش ریسک برابر } h = \frac{\sigma_{fs}}{\sigma_{ff}} \text{ خواهد بود.}$$

جدول ۷. نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی سکه بهار آزادی مورد معامله در بورس کالای ایران از روش VAR برای سناریوهای زمانی مختلف

سناریوی زمانی (اولین سررسید با ۷۷۰ داده)		سناریوی دوم زمانی (اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید با ۴۴۸ داده)		سناریوی اول زمانی (دومین سررسید با ۴۴۸ داده)		سناریوی زمانی	مقادیر
RF	RS	RF	RS	RF	RS		
۰/۰۰۰۶۷۲	۰/۰۰۱۷۳۰	۰/۰۰۰۷۹۶	۰/۰۰۲۳۵۰	۰/۰۰۰۸۱۹	۰/۰۰۱۸۸۶		عرض از مبدأ
۰/۲۲۴۷۵۳	۰/۰۱۶۲۷۰	۰/۲۳۲۳۵۲	-۰/۰۱۱۳۴۶	۰/۱۹۰۳۲۰	۰/۰۵۱۸۰۲		RS(-1)
-۰/۱۲۵۰۳۹	-۰/۲۱۰۰۴۵	-۰/۱۵۹۲۹۸	-۰/۳۰۰۴۸۷	-	-		RS(-2)
-۰/۰۴۱۸۴۵	۰/۱۲۸۱۳۶	-۰/۰۱۸۸۸۴	۰/۱۷۱۷۸۰	۰/۰۵۷۷۷۱	۰/۰۷۱۳۸۱		RF(-1)
۰/۰۹۷۱۳۳	۰/۱۱۷۷۹۶	۰/۱۲۱۲۷۷	۰/۲۰۳۷۴۳	-	-		RF(-2)
۰/۰۳۸۹۶۹		۰/۰۴۰۰۵۹		۰/۰۰۸۷۵۱			ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۸۳۲۶۸۶		۰/۸۳۲۶۸۶		۰/۷۲۷۷۷۸			نسبت پوشش ریسک*

\* در روش VAR بعد از تخمین مدل از تقسیم نمودن کواریانس بازدهی های نقدی و آتی به واریانس بازدهی آتی نسبت بهینه پوشش ریسک مورد محاسبه قرار گرفته است.

مأخذ: نتایج تحقیق.

برای تخمین نسبت بهینه پوشش ریسک با استفاده از روش VECM نیز لازم است وجود یا عدم وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها را با استفاده از آزمون‌های هم‌انباشتگی بررسی نماییم. نتایج آزمون هم‌انباشتگی یوهانسون<sup>۱</sup> مؤید وجود یک بردار هم‌انباشتگی بین قیمت‌های نقدی و آتی می‌باشد که با استفاده از آماره‌های اثر<sup>۲</sup> و حداکثر مقدار ویژه<sup>۳</sup> انجام می‌شود و نتایج آن در جدول (۸) ارائه شده است.

جدول ۸. نتایج آزمون هم‌انباشتگی یوهانسون برای تعیین تعداد بردارهای هم‌جمعی

سناریوی زمانی		سناریوی دوم زمانی (اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید با ۴۴۸ داده)		سناریوی اول زمانی (دومین سررسید با ۴۴۸ داده)		سناریوی زمانی	فرضیات
سناریوی سوم زمانی (اولین سررسید با ۷۷۰ داده)		حداکثر مقدار ویژه		حداکثر مقدار ویژه		حداکثر مقدار ویژه	
حداکثر مقدار ویژه	آماره اثر	حداکثر مقدار ویژه	آماره اثر	حداکثر مقدار ویژه	آماره اثر	حداکثر مقدار ویژه	آماره اثر
مقدار	احتمال	مقدار	احتمال	مقدار	احتمال	مقدار	احتمال
آماره	آماره	آماره	آماره	آماره	آماره	آماره	آماره
۰/۰۰۰۰	۵۰/۵۶۳۶۶	۰/۰۰۰۰	۵۳/۷۲۹۱۷	۰/۰۰۰۰	۳۲/۰۰۰۳۴	۰/۰۰۰۱	۳۲/۲۸۶۹۳
۰/۰۰۱۰	۲۴/۱۷۵۵۸	۰/۰۰۱۰	۲۴/۱۷۵۵۸	۰/۰۰۱۰	۲۴/۱۷۵۵۸	۰/۰۰۱۰	۲۴/۱۷۵۵۸
۰/۰۰۱۶	۲۴/۵۹۹۴۵	۰/۰۰۱۶	۲۴/۵۹۹۴۵	۰/۰۰۱۶	۲۴/۵۹۹۴۵	۰/۰۰۱۶	۲۴/۵۹۹۴۵
۰/۰۰۷۵۲	۳/۱۶۵۴۱۰	۰/۰۰۷۵۲	۳/۱۶۵۴۱۰	۰/۰۰۷۵۲	۳/۱۶۵۴۱۰	۰/۰۰۷۵۲	۳/۱۶۵۴۱۰
۰/۰۰۳۴۴	۰/۳۸۶۰۸۸	۰/۰۰۳۴۴	۰/۳۸۶۰۸۸	۰/۰۰۳۴۴	۰/۳۸۶۰۸۸	۰/۰۰۳۴۴	۰/۳۸۶۰۸۸
۰/۰۰۵۱۵۰	۰/۴۲۳۸۶۸	۰/۰۰۵۱۵۰	۰/۴۲۳۸۶۸	۰/۰۰۵۱۵۰	۰/۴۲۳۸۶۸	۰/۰۰۵۱۵۰	۰/۴۲۳۸۶۸

مأخذ: نتایج تحقیق.

بنابراین، در این شرایط می‌توان با روش VECM روابط بلندمدت و کوتاه‌مدت قیمت‌های آتی و نقدی را برآورد نمود که به دلیل انباشته بودن دو متغیر از یک مرتبه دیگر لزومی به استفاده از تفاضل آنها نبوده و رابطه بلندمدت با وجود ریشه واحد بودن آنها با استفاده از خود متغیرها (به جای تفاضل آنها) تخمین زده می‌شوند. همچنین، همانند روش VAR تعداد بهینه وقفه‌ها با استفاده از معیارهای شوارتز (SC)، آکاییک (AIC) و حنان-کویین (HQ) تعیین شده است. در جدول (۹) مقدار این نسبت با استفاده از روشی که در بخش مبانی نظری توضیح داده شد، گزارش شده است.

1. Johansen
2. Trace
3. Maximum Eigen Value

جدول ۹. نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی سکه بهار آزادی مورد معامله در بورس کالای ایران از روش VECM برای سناریوهای زمانی مختلف

سناریوی سوم زمانی (اولین سررسید با ۷۷۰ داده)	سناریوی دوم زمانی (اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید با ۴۴۸ داده)	سناریوی اول زمانی (دومین سررسید با ۴۴۸ داده)	سناریوی زمانی پارامترها
۰/۰۰۱۲۸۳	۰/۰۰۱۴۴۳	۰/۰۰۱۲۶۶	عرض از مبدأ
۰/۰۶۵۷۸۵	۰/۰۸۶۶۵۹	۰/۰۰۱۶۷۱	ضریب جملات اخلاص
۰/۶۸۸۴۳۶	۰/۸۳۱۹۵۱	۰/۷۲۶۹۸۱	$\beta^{\circ}$
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	$\beta$ Prob
۰/۱۶۷۴۴۳	۰/۱۴۳۲۱۰	۰/۰۲۷۷۱۱	RF(-1)
۰/۰۶۴۲۱۹	-	-	RF(-2)
-۰/۱۵۵۷۶۵	-۰/۱۹۸۷۹۰	-۰/۰۸۶۸۴۵	RS(-1)
-۰/۱۴۲۷۳۱	-	-	RS(-2)
۰/۵۳۵۰۷۵	۰/۶۲۰۹۸۷	۰/۵۱۶۶۵۶	ضریب تعیین تعدیل شده

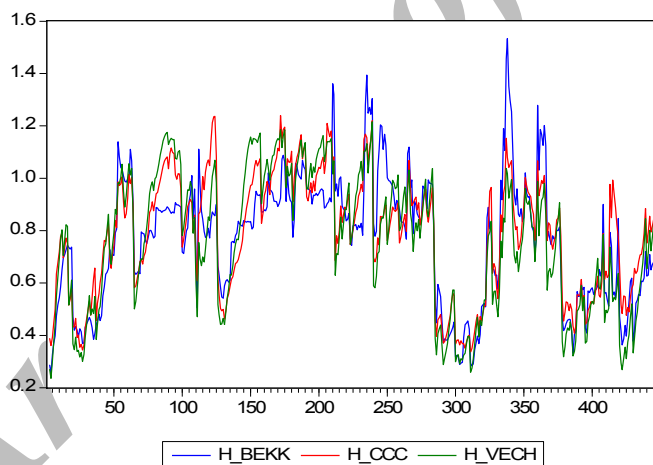
\* ضریب  $\beta$  همان نسبت بهینه پوشش ریسک می باشد که در معادله (۱۳) تصریح شده است.

مأخذ: نتایج تحقیق.

نکته قابل توجه اینکه در هر سه روش نسبت بهینه پوشش ریسک برای سناریوی زمانی اولین سررسید که دوره زمانی طولانی تری را شامل می شود کوچکتر از سایر سناریوها که دوره زمانی کوتاهتری را شامل می شوند، می باشد. دلیل این موضوع کاملاً روشن است؛ چراکه نسبت بهینه پوشش ریسک به طور مستقیم با نوسانهای قیمت در ارتباط بوده و هرچه نوسانهای شدیدتری در قیمت ها رخ داده باشد لازم است تعداد قراردادهای آتی بیشتری برای مقابله با این نوسانها نگهداری شود. با توجه به اینکه طی ماههای اخیر بازار معاملات سکه در مقایسه با دوره های زمانی قبل تر نوسان بیشتری را تجربه نموده است، بنابراین طبیعی به نظر می رسد که نسبت بهینه پوشش ریسک سناریوهای دومین سررسید و نخستین سررسید منطبق با دومین سررسید که بیشتر ماههای پایانی معاملات سکه در بازارهای نقدی و آتی را دربر گرفته است در مقایسه با سناریوی اولین سررسید که هم ماههای پایانی و هم دوره زمانی قبل تر از آن را شامل می شود، بزرگتر باشند. مقایسه بین سناریوهای اول و دوم نیز نکته قابل توجهی را روشن می نماید. نسبت بهینه پوشش ریسک دومین سررسید کوچکتر از نسبت بهینه پوشش ریسک اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید است. مضمون این یافته برای فرد سرمایه گذار این است که چنانچه وی افق دید بلندمدت تری برای پوشش

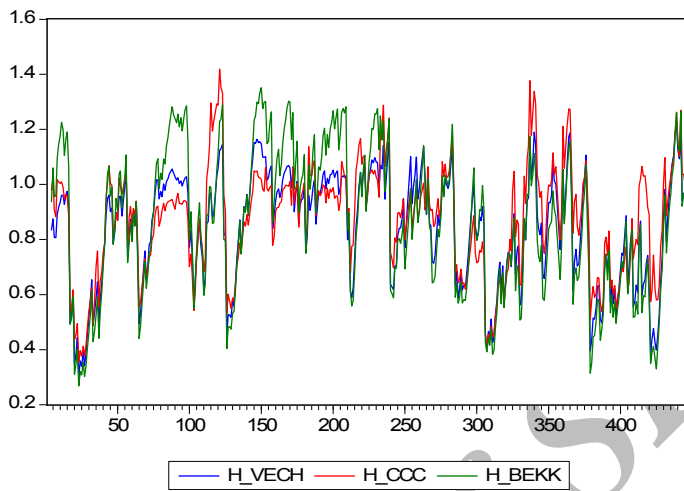
ریسک داشته باشد می‌تواند در مقایسه با حالتی که افق دید وی کوتاهتر است تعداد قراردادهای آتی کمتری نگهداری نماید.

در مورد روش‌های تخمین نیز چنین به نظر می‌رسد که روش OLS کمترین و روش VECM بیشترین تعداد قرارداد آتی را برای پوشش ریسک به فرد سرمایه‌گذار پیشنهاد می‌نماید. روش VAR در تمام سناریوهای زمانی، تعداد قراردادهای آتی را بهینه می‌داند که مابین تعداد بهینه روش‌های OLS و VECM قرار دارد. همانگونه که اطلاعات جداول (۵)، (۶) و (۸) نشان می‌دهند، نسبت‌های بهینه پوشش ریسک روش‌های OLS، VAR و VECM مقادیری ثابت طی زمان بوده و از دوره‌ای به دوره دیگر تغییر نمی‌یابد. این در حالی است که در حالات مختلف روش GARCH نسبت بهینه پوشش ریسک طی زمان همواره در حال تغییر می‌باشد. نسبت‌های بهینه پوشش ریسک روش‌های BEKK-GARCH، VECH-GARCH و CCC-GARCH در نمودارهای (۱)، (۲) و (۳) و جدول (۱۰) برای سناریوهای مختلف زمانی نمایش داده شده‌اند.

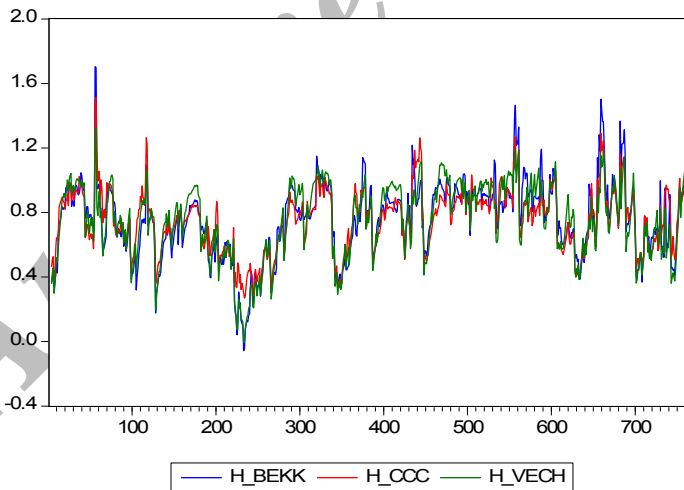


نمودار ۱. مقادیر نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی برای سناریوی اول زمانی (دومین سررسید با ۴۴۸ داده)





نمودار ۲. مقادیر نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی برای سناریوی دوم زمانی (اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید با ۴۴۸ داده)



نمودار ۳. مقادیر نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی برای سناریوی سوم زمانی (اولین سررسید با ۷۷۰ داده)

جدول ۱۰. خصوصیات آماری نسبت های بهینه پوشش ریسک سناریوهای سه‌گانه زمانی با روش های BEKK-GARCH، VEC-GARCH و CCC-GARCH

سناریوی اول زمانی (دومین سررسید با ۴۴۸ داده)	سناریوی دوم زمانی (اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید با ۴۴۸ داده)	سناریوی سوم زمانی (اولین سررسید با ۷۷۰ داده)	H_BEKK	H_CCC	H_VEC	H_BEKK	H_CCC	H_VEC	H_BEKK	H_CCC	H_VEC
میانگین	۰/۸۶۵۷۸۹	۰/۸۷۹۶۹۵	۰/۸۶۲۳۸۳	۰/۸۷۶۳۰۴	۰/۸۴۲۴۴۰	۰/۷۵۴۶۵۹	۰/۷۵۶۷۱۳	۰/۷۵۶۲۹۶	۰/۸۰۳۲۵۰	۰/۸۲۱۵۲۹	۰/۸۷۹۱۱۶۱
میانه	۱/۵۳۳۱۷۱	۱/۳۳۹۷۰۲	۱/۲۱۵۱۴۵	۱/۳۵۰۹۷۷	۱/۴۱۹۰۲۵	۱/۲۲۲۷۶۱	۱/۷۰۳۹۰۹	۱/۵۱۲۴۵۳	۱/۳۲۶۳۳۴	۱/۲۱۵۱۴۵	۱/۳۳۹۷۰۲
حداکثر	۰/۲۵۴۵۲۳	۰/۳۳۶۰۵۴	۰/۲۳۵۳۰۱	۰/۲۶۷۷۷۱	۰/۳۵۴۸۳۷	۰/۳۰۳۰۶۶	۰/۲۶۸۹۵۰	۰/۳۰۳۰۶۶	۰/۲۵۴۵۲۳	۰/۳۳۶۰۵۴	۰/۳۳۶۰۵۴
حداقل	۰/۲۴۱۷۵۵	۰/۲۲۸۰۱۷	۰/۲۶۰۹۳۲	۰/۲۶۱۱۶۰	۰/۲۰۰۴۰	۰/۲۰۱۶۳۷	۰/۲۳۶۳۴۴	۰/۱۹۵۵۷۴	۰/۲۴۱۷۵۵	۰/۲۲۸۰۱۷	۰/۲۲۸۰۱۷
انحراف معیار	۰/۲۰۹۵۲۷	-۰/۲۱۰۱۰۵	-۰/۱۸۹۹۷۱	-۰/۱۶۰۹۸۹	-۰/۲۲۹۴۵۹	-۰/۵۲۸۴۳۸	-۰/۱۵۶۳۳۷	-۰/۰۶۱۹۴	۰/۲۰۹۵۲۷	-۰/۲۱۰۱۰۵	-۰/۱۸۹۹۷۱
چولگی	۲/۶۴۳۵۰	۲/۰۲۱۷۹۸	۱/۸۶۳۳۳۷	۲/۰۸۱۲۱۲	۲/۸۲۱۴۴۲	۲/۴۱۹۱۶۲	۴/۰۵۳۴۸۵	۳/۰۸۷۰۶۱	۲/۶۴۳۵۰	۲/۰۲۱۷۹۸	۱/۸۶۳۳۳۷
کشیدگی	۲/۴۳۰۸۴۵	۲/۰۹۱۴۳۸	۲۶/۷۵۲۲۰	۱۷/۶۱۴۰۶	۴۵/۶۳۳۸	۲۷/۰۲۶۸۴	۳۸/۶۹۰۵	۲۳۴۷۵۶	۲/۴۳۰۸۴۵	۲/۰۹۱۴۳۸	۲۶/۷۵۲۲۰
آماره چارک-برا											

مأخذ: نتایج تحقیق.

اطلاعات جدول (۱۰) نشان می‌دهد که میانگین نسبت بهینه پوشش ریسک حالات مختلف GARCH برای سناریوهای زمانی مورد بررسی از مقادیر متناظر آن در روش‌های OLS، VAR و VECM بیشتر است. همچنین، الگوی مشاهده‌شده در نتایج جداول (۵)، (۶) و (۸) مبنی بر تفاوت نسبت‌های بهینه پوشش ریسک سناریوهای مختلف زمانی با اطلاعات جدول (۱۰) نیز تأیید می‌شود. بنابراین، نسبت‌های بهینه پوشش ریسک حالات مختلف روش GARCH به‌طور متوسط برای سناریوی سوم زمانی کمترین مقدار و برای سناریوی دوم بیشترین مقدار را نشان می‌دهند. توجه به یک نکته در این بین حائز اهمیت می‌باشد؛ اینکه نسبت بهینه پوشش ریسک روش‌های BEKK\_GARCH و VEC\_GARCH در دو روز معاملاتی مقادیر منفی را تجربه نموده‌اند که از لحاظ تئوریک به معنای اتخاذ موقعیت تعهدی معکوس (خرید به‌جای فروش) در بازار قراردادهای آتی است که البته با توجه به بسیار کوچک بودن نسبت بهینه پوشش ریسک در این ایام (نزدیک صفر) از لحاظ تجربی چندان قابل اعتنا به نظر نمی‌رسد و برای پوشش‌دهنده ریسک عملاً به معنای عدم اتخاذ موقعیت تعهدی در بازار قراردادهای آتی در این شرایط می‌باشد.

درخصوص روش‌های تخمین نیز به‌نظر می‌رسد در تمام سناریوهای زمانی روش CCC\_GARCH در مقایسه با سایر روش‌های محافظه کارانه‌تر عمل کرده و نسبت بهینه پوشش ریسک بالاتری را پیشنهاد می‌نماید. این

در حالی است که در سناریوهای اول و دوم روش VECM\_GARCH و در سناریوی سوم زمانی روش BEKK\_GARCH کمترین تعداد قرارداد آتی را جهت پوشش ریسک پیشنهاد می‌نمایند. در تفسیر نتایج برآوردها می‌بایست به این نکته توجه نمود که به دلیل فرض تقارن اطلاعات در بازارهای نقدی و آتی از روش‌های آستانه‌ای مانند TGARCH استفاده نشده است؛ به عبارت دیگر فرض شده است که به دلیل سیالیت اطلاعات در بازار معاملات نقدی و آتی هیچ عدم تقارن اطلاعاتی بین این دو بازار وجود نداشته و ورود اخبار و اطلاعات آثار متقارنی بر قیمت‌های آتی و نقدی دارند. بررسی معناداری ضرایب مربوط به آثار آستانه‌ای در معادلات واریانس - کوواریانس نیز مؤید این موضوع است. ورود هرگونه اخبار یا اطلاعات به سرعت قیمت‌های هر دو بازار را تحت تأثیر قرار داده و از طریق تغییر در بازدهی‌های نقدی و آتی موجب تغییر در واریانس آنها و کوواریانس بین آنها می‌شود که به نوبه خود بر نسبت بهینه پوشش ریسک اثر می‌گذارد. به نظر می‌رسد به دلیل نوع دارایی و بازار نسبتاً رقابتی آن نتایج مربوط به عدم تقارن اطلاعات منطقی به نظر می‌رسد.

## ۶. میزان مؤثر بودن پوشش ریسک

در این بخش میزان مؤثر بودن پوشش ریسک نسبت‌های بهینه پوشش ریسک که با روش‌های مختلف اقتصادسنجی تخمین زده شده‌اند را اندازه‌گیری می‌نماییم. برای این منظور، استراتژی‌های پوشش ریسک مختلفی را بررسی می‌نماییم که از استراتژی بدون پوشش (بدون قراردادهای آتی) تا پوشش ریسک ساده (نگهداری قراردادهای آتی به میزان موقعیت موجود در بازار نقدی) را شامل می‌شوند.

یکی از ملزومات بررسی میزان مؤثر بودن پوشش ریسک مدل‌ها، در نظر گرفتن دو دوره زمانی مجزا برای این منظور می‌باشد. این دوره‌ها عبارتند از دوره درون نمونه‌ای<sup>۱</sup> و دوره برون نمونه‌ای<sup>۲</sup>. در دوره درون نمونه‌ای با استفاده از نسبت‌های بهینه پوشش ریسک برآورد شده و با بهره‌گیری از معیار معرفی شده توسط ادینگتون، میزان کارآمد بودن هر یک از نسبت‌های تخمین زده شده در کاهش ریسک سنجیده می‌شود؛ درحالی که در دوره زمانی برون نمونه‌ای پیش‌بینی‌هایی از نسبت‌های بهینه پوشش ریسک برای اندازه‌گیری میزان مؤثر بودن آنها مدنظر قرار می‌گیرند؛ از این رو، نسبت‌های بهینه پوشش ریسک را می‌توان از این رویکرد به دو دسته تقسیم نمود: دسته اول نسبت‌های بهینه پوشش ریسک روش‌های OLS، VAR و VECM که به دلیل ثابت بودن طی زمان نیازی به پیش‌بینی نداشته و عیناً در دوره زمانی برون نمونه‌ای نیز مورد استفاده قرار می‌گیرند و دسته دوم نسبت‌های بهینه پوشش ریسک حالت‌های مختلف مدل GARCH که به دلیل متغیر بودن طی زمان می‌بایست پیش‌بینی‌هایی از آنها برای لحاظ در دوره زمانی برون نمونه‌ای ارائه گردد.

1. In the Sample
2. Out of the Sample

در این مقاله، در هر یک از سناریوهای زمانی ۲۰ داده پایانی به‌عنوان دوره زمانی برون نمونه‌ای در نظر گرفته خواهد شد که به این ترتیب دوره زمانی درون نمونه‌ای سناریوهای دومین سررسید و اولین سررسید منطبق با دومین سررسید ۴۲۸ داده و برای سناریوی اولین سررسید ۷۵۰ داده خواهد بود. بنابراین، پیش‌بینی‌های برون نمونه‌ای برای دوره ۲۰ روز پایانی هر یک از سری‌های زمانی انجام می‌شود. میزان مؤثر بودن پوشش ریسک نسبت‌های تخمین‌زده شده با روش‌های مختلف اقتصادسنجی برای سناریوهای زمانی مختلف در جدول (۱۱) نشان داده شده است.

Archive of SID

جدول ۱۱. کارایی پوشش ریسک درون نمونه‌ای و برون نمونه‌ای برای سناریوهای سه‌گانه زمانی

سناریوی سوم زمانی (اولین سررسید با ۷۷۰ داده)				سناریوی دوم زمانی (اولین سررسید منطبق با دوره زمانی دومین سررسید با ۴۴۸ داده)				سناریوی اول زمانی (دومین سررسید با ۴۴۸ داده)				استراتژی
برون نمونه‌ای		درون نمونه‌ای		برون نمونه‌ای		درون نمونه‌ای		برون نمونه‌ای		درون نمونه‌ای		
واریانس	درصد کاهش	واریانس سید	درصد کاهش	واریانس	درصد کاهش	واریانس سید	درصد کاهش	واریانس	درصد کاهش	واریانس سید	درصد کاهش	
-	۰/۰۰۰۱۸۱	-	۰/۰۰۰۱۱۳	-	۰/۰۰۰۱۸۱	-	۰/۰۰۰۱۵۱	-	۰/۰۰۰۱۸۱	-	۰/۰۰۰۱۵۱	بدون پوشش
۵۶/۳۸۷	۰/۰۰۰۰۷۸۹۷۹	۴۹/۸۲۱	۰/۰۰۰۰۵۶۵۵۵	۵۹/۸۳۵	۰/۰۰۰۰۷۳۷۳۶۱	۵۹/۴۳۰	۰/۰۰۰۰۶۱۳۲۵۴	۵۶/۸۳۰	۰/۰۰۰۰۷۸۳۵۷۷	۵۱/۱۷۰	۰/۰۰۰۰۷۳۸۱۰	OLS
۵۶/۵۵۲	۰/۰۰۰۰۷۸۶۸۰	۴۹/۸۱۱	۰/۰۰۰۰۵۶۵۶۶	۵۹/۹۷۱	۰/۰۰۰۰۷۳۴۸۱۲	۵۹/۴۱۴	۰/۰۰۰۰۶۱۳۴۹۷	۵۷/۱۲۲	۰/۰۰۰۰۷۶۶۴۸۵	۵۱/۱۲۷	۰/۰۰۰۰۷۳۸۷۶	VAR
۵۷/۳۵۳	۰/۰۰۰۰۷۷۳۳۰	۴۹/۸۱۵	۰/۰۰۰۰۵۶۷۱۴	۶۰/۲۵۱	۰/۰۰۰۰۷۱۹۸۲۲	۵۹/۳۰۵	۰/۰۰۰۰۶۱۵۱۴۰	۵۷/۳۷۸	۰/۰۰۰۰۷۷۱۸۵۰	۵۱/۰۷۱	۰/۰۰۰۰۷۳۹۶۰	VECM
۶۰/۳۳۶	۰/۰۰۰۰۷۱۸۲۷	۵۳/۸۳۹	۰/۰۰۰۰۵۲۰۶۲	۵۹/۲۵۲	۰/۰۰۰۰۷۳۶۹۱۲	۵۹/۴۰۲	۰/۰۰۰۰۶۱۳۶۶۷	۵۷/۶۸۴	۰/۰۰۰۰۷۶۶۳۱۰	۵۲/۱۰۳	۰/۰۰۰۰۷۲۴۰۱	VECH_GARCH
۶۰/۰۰۹	۰/۰۰۰۰۷۳۴۲۰	۵۱/۳۵۲	۰/۰۰۰۰۵۴۸۷۱	۶۰/۰۶۶	۰/۰۰۰۰۷۳۳۱۷۶	۵۸/۶۸۶	۰/۰۰۰۰۶۲۴۴۹۹	۵۴/۹۷۸	۰/۰۰۰۰۸۱۵۳۰۵	۴۹/۵۴۷	۰/۰۰۰۰۷۶۲۶۵	BEKK_GARCH
۶۰/۱۶۵	۰/۰۰۰۰۷۲۱۳۸	۵۳/۴۲۷	۰/۰۰۰۰۵۲۵۲۷	۶۱/۰۳۹	۰/۰۰۰۰۷۰۵۵۵۷	۵۹/۱۵۹	۰/۰۰۰۰۶۱۷۳۴۶	۵۹/۴۴۱	۰/۰۰۰۰۷۳۴۴۸۶	۵۲/۷۹۹	۰/۰۰۰۰۷۱۳۴۹	CCC_GARCH
۶۰/۲۶۴	۰/۰۰۰۰۷۱۹۵۷	۳۸/۴۷۱	۰/۰۰۰۰۶۹۳۹۶	۶۰/۲۶۴	۰/۰۰۰۰۷۱۹۵۷۸	۵۶/۵۰۹	۰/۰۰۰۰۶۵۷۴۰۹	۵۸/۹۴۲	۰/۰۰۰۰۷۴۳۵۱۸	۴۲/۲۸۶	۰/۰۰۰۰۸۷۲۴۰	پوشش ریسک ساده

مأخذ: نتایج تحقیق.

نتایج حاکی از آن است که در تحلیل‌های درون نمونه‌ای و برون نمونه‌ای استفاده از قراردادهای آتی به اندازه قابل توجهی ریسک (واریانس) بازدهی سبد دارایی پایه را کاهش می‌دهد؛ اما میزان کاهش ریسک در تمام استراتژی‌ها به یک اندازه نیست. در تحلیل درون نمونه‌ای و برای تمام سناریوهای سه‌گانه، استراتژی پوشش ریسک ساده ناکارآمدترین استراتژی پوشش ریسک می‌باشد حال آنکه در بررسی برون نمونه‌ای لزوماً چنین نیست و در برخی موارد این استراتژی از کارایی قابل توجهی برخوردار است. این نتیجه تا حد زیادی گمراه کننده است؛ چراکه ممکن است فرد پوشش دهنده ریسک را به این نتیجه برساند که به‌جای محاسبه نسبت بهینه پوشش ریسک با استفاده از روش‌های مختلف با یک رویکرد بسیار ساده دقیقاً به همان میزان موجودی دارایی خود قرارداد آتی نگهداری نماید و خود را درگیر محاسبات نسبتاً پیچیده نسبت‌های بهینه ننماید، اما واقعیت این است که دوره زمانی برون نمونه‌ای صرفاً شامل ۲۰ مشاهده اخیر قیمت‌های نقدی و آتی سکه می‌باشد که در این دوره به‌دلیل نوسان‌های شدید قیمت، نسبت بهینه پوشش ریسک برابر یک یا حتی بیشتر از یک می‌باشد و به همین دلیل است که در این دوره زمانی نسبت پوشش ریسک برابر یک (پوشش ریسک ساده) به این میزان کارآمد بوده است حال آنکه ممکن است برای دوره زمانی طولانی‌تر که در آن نوسان‌ها زیاد نباشد این استراتژی لزوماً کارآمد نباشد.

در پاسخ به این پرسش که کدام یک از استراتژی‌ها کاراترند پاسخ واحدی وجود ندارد، اما به‌نظر می‌رسد در هر یک از سناریوهای زمانی برخی روش‌ها نسبت به بقیه کاراترند. به‌طور مشخص در سناریوی اول تحلیل‌های درون نمونه‌ای و برون نمونه‌ای نشان می‌دهند که استفاده از نسبت‌های بهینه پوشش ریسک روش CCC\_GARCH در مقایسه با سایر روش‌ها کاهش بیشتری در واریانس بازدهی سبد دارایی ایجاد می‌نمایند و فرد پوشش دهنده ریسک می‌تواند به نسبت‌هایی که این روش تخمین زده است اعتماد نماید. در سناریوی سوم روش VEC\_GARCH به بقیه برتری دارد و توانایی بیشتری در کاهش ریسک از خود نشان می‌دهد. جالب‌ترین نتیجه متعلق به سناریوی دوم است چراکه تحلیل برون نمونه‌ای نشان می‌دهد که نسبت‌های بهینه پوشش ریسک روش CCC\_GARCH نسبت به بقیه برتری دارند، حال آنکه تحلیل درون نمونه‌ای کارآمدترین استراتژی پوشش ریسک را استفاده از نسبت‌های بهینه پوشش ریسکی می‌داند که با روش OLS تخمین زده شده‌اند.

## ۷. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

استفاده از نسبت بهینه پوشش ریسک حداقل کننده واریانس یکی از شناخته‌ترین روش‌های بهره‌گیری از قراردادهای آتی برای کاهش ریسک ناشی از نوسان‌های قیمت دارایی‌ها است. این نسبت را می‌توان با روش‌های مختلف اقتصادی‌سنجی مورد برآورد قرار داد. در این مقاله، نسبت بهینه پوشش ریسک قراردادهای آتی سکه بهار آزادی

مورد معامله در بورس کالای ایران با استفاده از روش‌های OLS، VAR، VECM، CCC\_GARCH، BEKK\_GARCH و VECH\_GARCH و برای سناریوهای سه گانه زمانی مورد برآورد قرار گرفت.

این موضوع که کدام سررسید را به عنوان قیمت آتی در نظر بگیریم؛ مورد سؤال قرار گرفته و با تعریف سناریوهای مختلف زمانی اثر این موضوع بررسی شده است. نتایج حاکی از آن است که در مورد قراردادهای آتی سکه بهار آزادی مورد معامله در بورس کالای ایران در صورتی که قیمت‌های نزدیکترین سررسید به عنوان قیمت آتی لحاظ شوند در مقایسه با حالتی که دومین سررسید برای این منظور لحاظ می‌شود نسبت بهینه پوشش ریسک بالاتر خواهد بود. همچنین، سناریویی که دوره زمانی طولانی‌تری را شامل شود، نسبت بهینه کوچکتری دارد. دلیل این امر روشن است چرا که طی ماه‌های اخیر قیمت سکه در ایران با نوسان‌های قابل توجهی مواجه بوده است که این نوسان‌ها در دوره‌های زمانی قبل‌تر وجود نداشتند. از این رو، در یک دوره زمانی طولانی‌تر که شاهد دوران پرنوسان و کم‌نوسان برای قیمت دارایی پایه هستیم نسبت بهینه پوشش ریسک کوچکتر است، اما در صورتی که صرفاً دوره زمانی پرنوسان به عنوان دوره زمانی مورد بررسی در نظر گرفته شود به دلیل نوسان شدید قیمت سکه در آن نسبت‌های بهینه پوشش ریسک بزرگتر خواهند بود که نتایج مؤید این موضوع می‌باشند.

تحلیل‌های درون نمونه‌ای نشان می‌دهند که استراتژی پوشش ریسک ساده (نسبت پوشش ریسک برابر یک) برای تمام سناریوهای زمانی در مقایسه با سایر استراتژی‌ها ناکارآمد می‌باشد. بنابراین، لازم است فرد با توجه به افق دید خود نسبت بهینه پوشش ریسک را محاسبه و در تصمیم‌گیری خود لحاظ نماید. تحلیل برون‌نمونه‌ای نتیجه‌ای متفاوت دارد و نشان‌دهنده کارا بودن استراتژی پوشش ریسک در یک دوره زمانی که در آن نوسان‌های قیمت قابل توجه است، می‌باشد.

نسبت‌های بهینه پوشش ریسک که با روش‌های OLS، VAR و VECM تخمین زده می‌شوند طی زمان ثابت‌اند، در حالی که نسبت‌های بهینه پوشش ریسک روش GARCH در حالت‌های مختلف آن طی زمان همواره در حال تغییر می‌باشند. نتایج حاکی از آن است که نسبت‌های بهینه پوشش ریسک متغیر در مقایسه با ثابت از کارایی بیشتری برخوردارند که البته یک استثنا نیز برای آن وجود داشت. در مجموع، می‌توان نتیجه گرفت که فرد سرمایه‌گذار لازم است با توجه به افق دید خود بهترین استراتژی سرمایه‌گذاری را اتخاذ نماید.

## منابع

- درخشان، مسعود (۱۳۸۳)، *مشقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت*، مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، ویرایش چاپ اول.
- ملکی، حسین (۱۳۸۹)، *کارایی مدل‌های گارچ در برآورد نسبت بهینه پوشش ریسک: مطالعه موردی بازار سکه طلا در ایران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی.
- Baillie, R. T. & R. J. Myers (1991), "Bivariate Garch Estimation of the Optimal Commodity Futures Hedge", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 6, PP. 109-124.
- Bollerslev, T., Engle, R. & J. Wooldridge (1988), "A Capital Asset Pricing Model with Time Varying Covariance's", *Journal of Political Economy*, Vol. 96, PP. 116-131.
- Chen, S. S., Lee, C. F. & K. Shrestha (2003), "Futures Hedge Ratios: A Review", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 43, PP. 433-465.
- Chou, W. L., Fan, K. K. & C. F. Lee (1996), "Hedging with the Nikkei Index Futures: The Conventional Model Versus the Error Correction Model", *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 36, PP. 495-505.
- Ederington, L. H. (1979), "The Hedging Performance of the New Futures Markets", *Journal of Finance*, Vol. 34, PP. 157-170.
- Hull, J. (2007), *Options Futures and Other Derivatives*, Prentice Hall.
- Johnson, L. L. (1960), "The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures", *Review of Economic Studies*, Vol. 27, PP. 139-151.
- Junkus, J. C. & C. F. Lee (1985), "Use of Three Index Futures in Hedging Decisions", *Journal of Futures Markets*, Vol. 5, PP. 201-222.
- Kroner, K. F. & J. Sultan (1993), "Time-Varying Distributions and Dynamic Hedging with Foreign Currency Futures", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, PP. 535-551.
- Lien, D. & X. Luo (1993b), "Estimating Multiperiod Hedge Ratios in Co Integrated Markets", *Journal of Futures Markets*, Vol. 13, PP. 909-920.
- Lence, S. H. (1995), "The Economic Value of Minimum Variance Hedges", *American Journal of Agricultural Economics*, Vol. 77, PP. 353-364.
- Myers, R. J. & S. R. Thompson (1989), "Generalized Optimal Hedge Ratio Estimation", *American Journal of Agricultural Economics*, Vol. 71, PP. 858-868.
- Stein, J. L. (1961), "The Simultaneous Determination of Spot and Futures Prices", *American Economic Review*, Vol. LI, No. 5.