



سرویس های  
ویژه



سرویس ترجمه  
تخصصی



کارگاه های  
آموزشی



بلاگ  
مرکز اطلاعات علمی



سامانه ویراستاری  
STES



فیلم های  
آموزشی

## کارگاه های آموزشی مرکز اطلاعات علمی



مقاله نویسی علوم انسانی



اصول تنظیم قراردادها



آموزش مهارت های کاربردی در تدوین و چاپ مقاله



## بهینه سازی پویای سبد سرمایه گذاری با توجه به هزینه معاملات

زهرا پوراحمدی<sup>۱</sup>

امیرعباس نجفی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۴/۲/۹

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۱/۱۴

### چکیده

انتخاب سبد سرمایه گذاری بهینه برای سرمایه گذار، اساسی ترین کار در امر مدیریت دارایی ها است. در بسیاری از رویکردهای بهینه سازی، این کار به صورت یک دوره ای انجام می گیرد اما از آنجا که سرمایه گذاری مفهومی بلندمدت و آینده نگر است، یک دوره ای در نظر گرفتن بهینه سازی سبد سرمایه گذاری با این مفهوم همخوانی نخواهد داشت. بنابراین در این مقاله قصد داریم تا بهینه سازی یک دوره ای را به بهینه سازی پویا و چند دوره ای ارتقا داده و به منظور کاربردی تر نمودن مدل پیشنهادی هزینه معاملات را در مدل وارد کرده تا بتوانیم در شرایط واقعی تصمیمی صحیح در رابطه با استراتژی سرمایه گذاری اتخاذ نماییم. به منظور اعتبارسنجی مدل پیشنهادی، مثالهای متفاوتی مورد بررسی قرار گرفتند و ضمن شرح عملکرد مدل، کارایی آن نیز در مقابل مدل تک دوره ای پیش رونده با استفاده از آزمون من ویتنی مورد سنجش قرار گرفت. با توجه به نتایج ارائه شده می توان به این جمع بندی رسید که مدل پویای پیشنهادی گرچه ممکن است در دوره کوتاه مدت از نظر آماری تفاوت محسوسی با مدل تک دوره ای نداشته باشد، اما برتری آن در دوره های بلند مدت چشمگیر خواهد بود.

**واژه های کلیدی:** سبد سرمایه گذاری، بهینه سازی پویا، هزینه معاملات، استراتژی سرمایه گذاری

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد مهندسی مالی، دانشگاه صنعتی خواجه نصیرالدین طوسی

۲- استادیار دانشکده مهندسی صنایع، دانشگاه صنعتی خواجه نصیرالدین طوسی

## ۱- مقدمه

بحث سرمایه‌گذاری به‌نحوی که موجب حفظ ارزش و کسب بازده از دارایی‌ها گردد، از اهمیت بسزایی برخوردار است. با به‌کارگیری بهینه‌سازی پرتفو، یکی از مهمترین اهداف در مدیریت دارایی‌ها که همان انتخاب سبد سرمایه‌گذاری مناسب برای سرمایه‌گذاران می‌باشد، محقق می‌گردد. در این مقاله به دنبال ارائه مدلی هستیم تا بتوان به وسیله آن به صورت کاربردی به امر بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری به صورت چند دوره ای پرداخت و استراتژی مناسب سرمایه‌گذاری را برای دوره‌ی مد نظر مشخص کرد. در حقیقت مساله مورد بررسی در این مقاله سرمایه‌گذاری چنددوره‌ای خواهد بود که در آن سرمایه‌گذار می‌تواند در تعدادی نقاط مشخص قبل از پایان دوره در سرمایه‌گذاری خود تجدیدنظر کند. اگر تعداد نقاط ممکن برای بازنگری  $N$  باشد و طول کل زمان سرمایه‌گذاری را  $T$  بنامیم، در صورتی که  $N$  به سمت بینهایت میل کند، از حالت بهینه‌سازی در فضای گسسته به بهینه‌سازی در فضای پیوسته خواهیم رسید. البته بهینه‌سازی به صورت پیوسته مقداری دور از واقعیت است چراکه معمولاً خرید و فروش‌ها و بازنگری در پرتفو در نقاطی گسسته صورت می‌پذیرد. علاوه بر این، پیوسته در نظر گرفتن زمان موجب پیچیدگی‌های زیادی در حل مسئله بهینه‌سازی می‌شود. لذا در این مقاله نیز زمان گسسته مد نظر قرار خواهد گرفت. در این مقاله مدلی ارائه خواهد شد که با در نظرگیری هزینه مبادله استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را در نقاط گسستگی به گونه ای تعیین می‌کند که در آخر دوره، سرمایه‌گذار به مقدار بهینه مطلوبیت خود دست یابد. در این مقاله به منظور بهینه‌سازی از روش پویا و داینامیک استفاده می‌شود به این معنی که پس از بهینه‌سازی هر زیر مساله از جواب آن به منظور یافتن جواب بهینه زیر مساله بعدی استفاده می‌شود و این امر به صورت بازگشتی تا جایی ادامه می‌یابد که کل مساله بزرگتر را پوشش دهد. در این بین، ورود هزینه معاملات به مدل، مساله‌ای خواهد بود که در این مقاله سعی می‌شود با دیدگاهی متفاوت به حل آن پرداخته شود و راهکاری کاربردی برای آن پیشنهاد گردد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

سبد سرمایه‌گذاری متشکل از چندین دارایی است. در تحلیل عددی سبد سرمایه‌گذاری، سعی می‌شود تا ترکیبی مناسب از سهام انتخاب گردد به نحوی که نتایج و بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری به میزان بهینه نزدیک شود. به دلیل وجود همبستگی میان سهام و نوسانات زیاد آنها، پیدا کردن دارایی بهینه برای سرمایه‌گذاری کافی نیست و باید ترکیبی از دارایی‌ها انتخاب شود. ایده انتخاب سبد سرمایه‌گذاری بهینه به مارکوویتز<sup>۱</sup> باز می‌گردد که سعی کرد سبد سرمایه‌گذاری انتخاب کند که در مقدار بازده مورد انتظار کمترین نوسان را نسبت به بازده داشته باشد و آن را مرز کارا<sup>۲</sup> نامید (مارکوویتز، ۱۹۵۲). ایده وی در طی ۵۰ سال بعد از مطرح شدنش هم به صورت کاربردی و هم تئوری مورد استقبال قرار گرفت. البته مشکل عمده این روش، نگاه به سرمایه‌گذاری به صورت یک دوره‌ای بود. در این روش پرتفو بهینه در زمان ابتدایی به دست می‌آمد و ارزش سرمایه‌گذاری با توجه به ترکیب ایده آل معرفی شده برای زمان‌های بعدی محاسبه می‌شد.

البته این امری واضح است که سبد سرمایه گذاری در طول زمان نیاز به بازنگری دارد. بنابراین در سال ۱۹۶۹ مرتون<sup>۳</sup> برای حالت زمان پیوسته مدلی پیشنهاد داد که سرمایه گذار قادر بود در طول دوره سرمایه گذاری در ترکیب سبد سرمایه گذاری خود تجدید نظر نموده و میزان مصرف و سرمایه گذاری در دارایی های مختلف را به گونه ای تنظیم نماید که در هر زمان به حداکثر مطلوبیت خود از مصارف بعدی و مطلوبیت انتظاری حاصل از سرمایه گذاری، برسد (مرتون، ۱۹۶۹). وی در مقاله خود از معادلات غیرخطی دیفرانسیل جزئی<sup>۴</sup> برای پیدا کردن پرتفو بهینه استفاده کرد. از محاسن روش ارائه شده این بود که برای توابع مطلوبیت<sup>۵</sup> مختلف امکان حل داشت. هدف وی در این مقاله کنترل بر میزان خرید و فروش دارایی ریسکی بود تا بتواند همیشه نسبت ثابتی از ثروت خود را در دارایی ریسک دار سرمایه گذاری کند. در مقاله وی از تابع مطلوبیت لگاریتمی، تابع مطلوبیت CARA، به عنوان تابع هدف استفاده شده بود. نکته مهم در رابطه با تابع مطلوبیت لگاریتمی این است که برای یافتن حالت بهینه سرمایه گذاری در دارایی ریسک دار مستقل از میزان ثروت خواهد بود و تنها وابسته به نوسانات سهام است. البته کار مرتون با محدودیت مهم نداشتن هزینه معاملات رو به رو بود که باعث ساده سازی بیش از حد فضای مساله می شد. از سال ۱۹۷۰ تاکنون مدل های مختلفی که هزینه معاملات در آنها لحاظ شده اند ارائه شده که هر یک سختی محاسباتی و مزایا و معایب خود را دارند، اما در کل هدف همگی آنها فهم این موضوع است که سرمایه گذار واقعی چگونه تصمیم گیری می کند. در مجموع می توان سردمداران بهینه سازی پویا را مرتون (۱۹۶۹) و سامولسون<sup>۶</sup> (۱۹۶۹) دانست. البته متأسفانه با استفاده از روش های ارائه شده توسط آنها تنها برای مسائل محدود و ترجیحات خاص سرمایه گذار، جواب وجود داشت که مثال هایی از آن را می توان در کارهای کیم<sup>۷</sup> و اومبرگ<sup>۸</sup> (۱۹۸۶) لیو<sup>۹</sup> (۱۹۹۸) و واچر<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۲) مشاهده کرد.

در مطالعاتی که امروزه بر روی این موضوع انجام می گیرد، روش های عددی و تخمینی ارائه می شود که به وسیله آنها می توان ویژگی هایی منطبق تر با واقعیت را در مدل بهینه سازی پرتفو وارد نمود. در این زمینه می توان به کارهای اشخاصی مانند برنان<sup>۱۱</sup> و همکارانش در سال ۱۹۹۷ اشاره کرد که به حل عددی معادلات دیفرانسیل جزئی در قالب بهینه سازی پویا پرداختند. کوگان<sup>۱۲</sup> و اوپال<sup>۱۳</sup> در سال ۲۰۰۱ با روش های متفاوتی به گسترش تابع هدف پرداختند و به همین طریق توانستند مساله را به صورت تحلیلی حل کنند. مرحله دیگری در مطالعات که باعث ساده سازی مساله شد، گسسته سازی فضای مساله بود که پس از آن این امکان فراهم شد تا برای ارزیابی و حل مساله از روش هایی چون دیفرانسیل کوادریچر (بالدوزی و لینچ<sup>۱۴</sup>، ۱۹۹۹)، شبیه سازی (باربریز<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۲)، گسسته سازی دو جمله ای (دامون<sup>۱۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۱)، رگرسیون ناپارامتری (برندت<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۵) و بهینه سازی پویا استفاده کرد.

برنامه ریزی پویا روشی است که برای حل مسائل پیچیده در ریاضیات، علوم کامپیوتر، اقتصاد و غیره، مورد استفاده قرار می گیرد. این روش ابتدا مساله را به زیر مساله های ساده تر تقسیم می کند و از خاصیت هم پوشانی بین زیرمساله ها استفاده می نماید تا مقدار بهینه را برای زیرمساله ها مشخص کند و از این طریق زمان حل مسئله بهینه سازی را نسبت به حل ساده آن، کاهش می دهد (هریسون<sup>۱۸</sup>، ۱۹۹۸، براون<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۱).

ایده اصلی بهینه‌سازی پویا ایده‌ای ساده است، بدین صورت که برای حل یک مساله، ابتدا قسمت‌های مختلف مساله را حل می‌کنیم و در مرحله بعدی جواب‌های زیرمساله‌ها با هم ترکیب می‌شوند تا یک جواب کلی و جامع برای کل مساله به دست آید. در روش‌های ساده‌تر، معمولاً زیرمساله‌ها به تعداد زیاد ساخته می‌شوند و هر کدام به تعداد دفعات زیاد حل می‌شوند. اما در این روش تنها یک بار زیرمساله‌ها حل می‌شوند و از خاصیت هم‌پوشانی بین زیرسیستم‌ها استفاده می‌شود تا از حل دوباره آنها جلوگیری شود و بدین صورت حجم محاسبات کاهش می‌یابد. پاسخ هر زیرسیستم یا زیرمسئله ذخیره می‌شود و در مرحله‌ی بعدی که همان جواب کلی مساله است از آن استفاده می‌شود. این روش در مواردی که تعداد زیرمساله‌ها به صورت نمایی افزایش میابد کارایی بالایی خواهد داشت (بات، ۲۰۱۲).

برنامه‌ریزی پویا همچنین در بهینه‌سازی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در حقیقت الگوریتم برنامه‌ریزی پویا تمام مسیرهای ممکن برای حل مساله را مورد بررسی قرار می‌دهد و در نهایت مناسب‌ترین مسیر را انتخاب می‌کند. حال اگر مقیاس به گونه‌ای باشد که گذر از تمام پاسخ‌های ممکن محتمل و در زمان معقولی قابل انجام باشد، تقریباً می‌توان مطمئن بود که برنامه‌ریزی پویا قادر خواهد بود جواب بهینه را پیدا کند. اما این واقعیت غیر قابل انکار خواهد بود که در رابطه با روابط پیچیده و تعداد حالات زیاد، امکان ارزیابی تمام مسیرهای ممکن وجود نخواهد داشت و ملزم به استفاده از روشی تخمینی برای یافتن جواب بهینه خواهیم بود.

بررسی و مطالعه منابع موجود حاکی از این مطلب است که تعداد کمتری از مقالات در شرایط وجود چندین دارایی ریسک‌دار به حل مدل بهینه‌سازی پویای سبد سرمایه‌گذاری با توجه به هزینه معاملات پرداخته‌اند. در محدود کارهای انجام شده، موتورمان و کومار<sup>۲۱</sup> در سال ۲۰۰۶ با به روز رسانی مرزهای محدوده عدم معامله<sup>۲۲</sup> به حل مسئله پرداختند و مدل توصیه شده توسط مرتون را به صورت چند بعدی و با وجود چند دارایی ریسک‌دار حل کردند. همچنین، یک روش عددی با وجود چند دارایی ریسک‌دار برای بهینه‌سازی نرخ رشد و با در نظر گرفتن هزینه معاملات در کار مطالعاتی آکین و سولم<sup>۲۳</sup> در سال ۱۹۹۶ مورد بررسی قرار گرفت. در سال ۲۰۰۲ لینچ و تن<sup>۲۴</sup> روش نسبتاً ساده‌ای را با در نظرگیری هزینه معاملات نسبی و برنامه‌ریزی پویا ارائه دادند و در پژوهشی تابع مطلوبیت نمایی  $CARA$  توسط لیو در سال ۲۰۰۴ مورد استفاده قرار گرفت.

به صورت عمومی‌تر باید گفت، بهینه‌سازی پویا به صورت پیوسته دارای پیچیدگی‌های ریاضی زیادی است و با افزایش حجم مساله به صورت نمایی این پیچیدگی افزایش می‌یابد. با این وجود تامپسون و دیویس<sup>۲۵</sup> در مطالعه خود به شکل هوشمندانه‌ای توانستند با استفاده از معادلات دیفرانسیل جزئی ( $PDE$ )، معادلات چند بعدی انتخاب سبد سرمایه‌گذاری را حل کنند (بات، ۲۰۱۲). بلیکی و پیلیسکا در سال ۱۹۹۹ مدلی پیوسته برای انتخاب بهینه سبد سرمایه‌گذاری ارائه دادند که در آن حساسیت سرمایه‌گذار نسبت به ریسک و هزینه معامله دیده شده بود و نکته حائز اهمیت مدلسازی آنها این بود که قیمت اوراق بهادار تاثیر گرفته و بر اساس فاکتورهای اقتصادی تغییر می‌کردند. همچنین در پژوهش دیگری، داویس و نورمن به

بیشینه سازی تابع مطلوبیت و بهینه سازی و یافتن استراتژی بهینه برای سرمایه گذاری پرداختند (داویس و نورمن، ۱۹۹۰).

همانطور که بدان اشاره شد برای تعریف و حل مساله با استفاده از برنامه ریزی پویا روشهای ابتکاری متعددی مطرح شده است که هر کدام با توجه به مفروضات و محدودیت ها و پیچیدگی محاسباتی تا حدی قادر به نزدیک شدن به شرایط واقعی هستند و عملکردهای متفاوتی خواهند داشت. در این مطالعه نیز سعی شده روشی ابتکاری برای حل این مسائل پیشنهاد شود تا در ضمن نزدیکی به شرایط واقعی و اجتناب از معادلات و تخمین های پیچیده ریاضی بتواند استراتژی مناسبی را به سرمایه گذار پیشنهاد دهد.

### ۳- روش شناسی پژوهش

در این پژوهش داده های مربوط به قیمت سهام از سایت یاهو فایننس<sup>۲۶</sup> گرفته می شود بدین صورت که متناسب با حجم مسالهی تعریف شده، داده های مربوط به قیمت سهام برای بازه ی مشخص شده از طریق سایت دریافت می شود. از آنجا که برای سهام قیمت های مختلفی در یک روز ارائه می شود، در این مقاله از قیمت بسته شدن<sup>۲۷</sup> به عنوان قیمت سهم در آن روز استفاده می گردد. البته استفاده از قیمت های دیگر نیز امکان پذیر بوده و مشکلی در روند مطالعه به وجود نخواهد آورد. از داده های گرفته شده از سایت در رابطه با قیمت سهام، بازده های روزانه ناشی از تغییر قیمت سهام مشخص می شوند. با استفاده از رابطه (۱) می توان نرخ بازدهی حاصل از تغییرات قیمت سهام را به دست آورد که نحوه محاسبه و عمل هر یک در ادامه آورده شده است.

$$Return = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \quad (1)$$

لازم به ذکر است، به منظور جلوگیری از اثر تقسیم سود نقدی و فعالیت هایی نظیر ترکیب و یا تجزیه سهام بر روی قیمت و در نهایت سود روزانه سهام، بازه و سهم هایی انتخاب می شود که در آن دوره مواردی مانند موضوعات فوق الذکر برای آنها رخ نداده باشد. این امر باعث می شود بازده سهام تنها ناشی از تغییر قیمت آن باشد. در این پژوهش به منظور ارائه مثال ها و اثبات کارایی مدل، از داده های واقعی برای اجرای مدل استفاده می کنیم. به عبارتی فرض بر این است که در شروع بازه سرمایه گذاری از قیمت تمام سهام ها در تمام زیر دوره ها با خبر هستیم و با توجه به تاثیر هزینه معاملات قصد داریم تا به صورت مناسبی سرمایه خود را به دارایی های مختلف اختصاص دهیم.

مساله بهینه سازی چند دوره ای مورد بحث در این مقاله را می توان به شکل زیر بیان نمود.

$$\begin{aligned} V_t(W_t, x_t) &= \max_{\delta_t} E\{W_{t+1}^{1-\gamma} \cdot g_{t+1}(x_{t+1})\} \\ s.t. \\ \Pi_{t+1} &= e^T X_{t+1} + R_f(1 - e^T x_t - y_t) \\ S_{t+1,i} &= R_i(x_{t,i} + \delta_{t,i}) \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned}
 y_t &= e^T (\delta_t + \tau |\delta_t|) \\
 W_{t+1} &= \Pi_{t+1} \cdot W_t \\
 \delta_t &= x_{t+1,i} - x_{t,i} \\
 x_{t+1,i} &= S_{t+1,i} / \Pi_{t+1}
 \end{aligned}$$

$$t = 0, 1, \dots, T-1; \quad i = 1, \dots, m$$

در روابط فوق  $R = (R_1, \dots, R_k)^T$  بازده حاصل از یک دوره سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسک‌دار و  $R_f$  بازده دارایی بدون ریسک است. تسهیم ثروت پرتفو بین دارایی‌ها درست قبل از سرمایه‌گذاری به صورت  $x_t = (x_{t,1}, \dots, x_{t,k})^T$  نشان داده می‌شود. تابع هدف از دو جزء  $W_{t+1}^{1-\gamma}$  و  $g_{t+1}(x_{t+1})$  تشکیل شده است که عامل اول همان ثروت در زمان  $t+1$  و عامل دوم اثر برگشتی حاصل از بهینه‌سازی دوره‌های قبل است.  $\Pi_{t+1}$  به عنوان واحد ثروت به اضافه بازده حاصل از سرمایه‌گذاری در دارایی ریسک‌دار و دارایی بدون ریسک است.  $S_{t+1,i}$  بازده حاصل از سرمایه‌گذاری در دارایی نام پس از تغییر ناشی از بازنگری در سبد است.  $\gamma_t$  درصد تغییر در سرمایه‌گذاری‌ها به علاوه میزانی است که بابت هزینه معاملات ناشی از این بازنگری ایجاد می‌شود. در صورتی که  $\delta_{t,i} > 0$  باشد، به معنای خرید و اگر  $\delta_{t,i} < 0$  باشد به معنای فروش از دارایی است. در محدودیت آخر نیز از تقسیم  $S_{t+1,i}$  بر  $\Pi_{t+1}$  درصد سرمایه‌گذاری در دارایی نام در زمان  $t+1$  به دست می‌آید. در ادامه الگوریتم پیشنهادی این مقاله برای حل مدل بالا آورده خواهد شد.

### ۳-۱- الگوریتم پیشنهادی

بررسی پژوهش‌های صورت گرفته در رابطه با بهینه‌سازی پویای سبد سرمایه‌گذاری، حاکی از این مطلب است که اکثر فعالیت‌های صورت گرفته، به منظور ورود هزینه معاملات یا از روابط ریاضی پیچیده برای حل مدل و یافتن استراتژی بهینه استفاده کرده‌اند و یا از مفهوم محدوده عدم معامله به این منظور استفاده کرده‌اند. در مجموع استفاده از هر یک از این روش‌ها نیاز به تخمین‌هایی دارد که مستلزم استفاده از ابزارها و معادلات ریاضی پیچیده می‌باشد. در این مطالعه روشی پیشنهادی مطرح می‌گردد که ضمن ساده‌سازی مدل و بدون نیاز به استفاده از تخمین‌ها و معادلات ریاضی پیچیده، منجر به نتایج مطلوبی می‌شود که در ادامه در قالب مثال‌هایی مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

در روش پیشنهادی در این مقاله به جای استفاده از محدوده عدم معامله و معادلات ریاضی و تخمین‌های پیچیده از یک تفکر خاص پیروی می‌کنیم، البته در این روش نیز تخمین‌ها و انحراف از جواب بهینه وجود خواهد داشت چرا که هم از روش بهینه‌سازی شبکه‌ای<sup>۲۸</sup> استفاده می‌شود و هم از به روزرسانی ثروت در داخل هر زیر مساله برای یافتن استراتژی بهینه چشم پوشی می‌شود. اما با توجه به کل روند، به دلیل ساده شدن مدل و توانایی یافتن جواب بهینه نسبت به بهینه‌سازی پیش‌رونده تک‌دوره‌ای، می‌توان بر کارایی آن اذعان کرد.

در ادامه شبه کد روش پیشنهادی ارائه می‌گردد و سپس به تفصیل در مورد نحوه عملکرد آن بحث می‌گردد.

```

Start
Input Data and Parameters  $[R_f, g, \gamma, \dots]$ 
%Finding investment strategy with dynamic programming approach
For t = n: -1:1
    If t = n
        Find the x to optimize U without transaction cost (using Grid method);
        Fill the first column of matrix X;
    Else
        Calculate U_temp by use of the column of matrix X, which fill in the previous step; and
        predictions about next column;
        Find x to optimize  $U * U\_temp * g_{t+1}$  (using Grid method);
        Fill the column t of matrix X;
    End if
    Use the last two filling columns to revise the amount of  $g_{t+1}$  ;
End for
Use matrix X to calculate wealth at the end of each period. (Reapply suggested strategy.);
Plot wealth of each period
%Finding investment strategy with single period approach
For t = 1:1:n
    Find x to optimize U with transaction cost (using Grid method);
    Fill the column t of matrix X;
End for
Use matrix X to calculate wealth at the end of each period.
(Reapplying suggested strategy.);
Plot wealth of each period;
Compare results
    
```

ایده اصلی روش پیشنهاد شده در این مطالعه بر اساس این فکر شکل گرفته است که ما قصد داریم تا مطلوبیت نهایی سرمایه گذار را در کل دوره سرمایه گذاری حداکثر کنیم و این مستلزم این خواهد بود که علاوه بر دوره های اولیه، در دوره آخر نیز سرمایه گذاری مناسب و بهینه ای داشته باشیم. یافتن جواب بهینه در دوره آخر می تواند تاثیرگذار باشد، چرا که در دوره های قبل ممکن است به دلیل وجود هزینه معاملات و کاهش های احتمالی در دوره های آتی، استراتژی که موجب بهینه شدن آن دوره خاص شود با استراتژی بهینه که موجب بهینگی کل دوره می شود، متفاوت باشد. در دوره آخر به دلیل اینکه قیمت آتی سهام در انتخاب پرتفو بهینه تاثیری ندارد، می توان میزان بهینه این دوره را به صورت تک دوره ای، با میزان بهینه برای کل دوره سرمایه گذاری یکسان دانست که البته میزان درصدهای سرمایه گذاری و نوع تسهیم سرمایه در دوره قبلی، به دلیل ایجاد هزینه معاملات می تواند در جواب بهینه تاثیر بگذارد. اما در این روش تاثیر این عامل به گونه ای دیگر مورد بررسی قرار می گیرد. لذا با توجه به موارد مذکور از یافتن درصدهای بهینه برای دوره ی آخر سرمایه گذاری فرایند را آغاز می کنیم. بدین منظور می توان از رابطه زیر استفاده نمود:

$$U_T(W_T, x_T) = W_T^{1-\gamma} \cdot \max_{x_t} E\{\Pi_T^{1-\gamma} \cdot g_T\} \quad (3)$$



در فرمول فوق می‌توان تغییراتی را اعمال کرد که در ادامه بدان اشاره خواهیم کرد. در دوره آخر معادله زیر برقرار خواهد بود.

$$g_T(x) = \frac{1}{1-\gamma} \quad (4)$$

اگر استراتژی بهینه سرمایه‌گذاری برای یک واحد ثروت یافت شود، آن استراتژی برای هر ثروتی قابل استفاده خواهد بود. بنابراین می‌توان به جای  $W_T^{1-\gamma}$  از ۱ استفاده کرد. بنا بر توضیحات بالا برای دوره آخر خواهیم داشت:

$$\begin{aligned} \beta_T &= R_T \cdot X_{T-1} + R_f \cdot (1 - X_{T-1}) \\ U_T &= \max_{x_t} E \left\{ \beta_T^{1-\gamma} \cdot \frac{1}{1-\gamma} \right\} \end{aligned} \quad (5)$$

حال می‌توانیم از طریق روش بهینه‌سازی شبکه‌ای و یا هر تکنیک دیگر بهینه‌سازی، استراتژی و تسهیم ثروت بهینه را برای دوره آخر به دست آوریم. به این ترتیب استراتژی بهینه برای دوره آخر بدون در نظر گرفتن دوره‌های قبلی و هزینه معاملات، به دست می‌آید. حال برای دوره‌های قبلی به دلیل استفاده از روش شبکه‌ای در هر مرحله به طور انتخابی مقداری برای هر درصد سرمایه‌گذاری انتخاب می‌شود و مقادیر توابع به ازای آن به دست می‌آید، با مقایسه جواب‌های حاصل از نقاط مورد بررسی، می‌توان مجموعه جواب بهینه را به دست آورد.

در ادامه توابع مورد استفاده برای یافتن جواب را شرح خواهیم داد. این توابع عبارتند از:

$$\begin{aligned} Z_T &= |X_{T-1}^* - X_{T-2}| \\ U_{Temp} &= (\beta_T^* - tran, Z_T)^{1-\gamma} \\ U_{T-1} &= \max_{x_t} E \left\{ \Pi_{T-1}^{1-\gamma} \cdot U_{Temp} \cdot g_T \right\} \end{aligned} \quad (6)$$

در توضیح توابع بالا می‌توان گفت، مقادیر مربوط به  $X_{T-1}$  از بهینه‌سازی دوره قبل به دست آمده است. به همین علت آن را با \* مشخص کرده‌ایم. در ادامه فرایند حل،  $X_{T-2}$  مقادیر مختلفی را برای یافتن بهترین جواب به خود می‌گیرد. در  $U_{Temp}$  میزان صحیح مطلوبیت حاصله در زمانی که درصدهای سرمایه‌گذاری در دوره قبل (به طور فرضی در  $X_{T-1}$ ) مد نظر باشند با وجود هزینه معامله ناشی از بازنگری در پرتفو محاسبه می‌گردد. مقدار مذکور برای محاسبه  $U$  در دوره  $T-1$  استفاده می‌شود.  $g_T$  نیز همان طور که ذکر شد معادل  $\frac{1}{1-\gamma}$  است که در معادله بالا ضرب می‌شود. در حقیقت ما در معادله  $U_{T-1}$  به دنبال  $x$  هایی هستیم تا بتواند در دوره  $T-1$  بدون در نظر گرفتن هزینه معاملات ناشی از تغییر استراتژی، ما را به حداکثر مطلوبیت برسانند (محاسبه این تاثیر در دوره قبلی مد نظر قرار خواهد گرفت.) و در عین حال به گونه‌ای انتخاب شوند که هزینه معاملات ناشی از تغییر استراتژی از دوره  $T-1$  به  $T-2$  به قدری زیاد نباشد تا موجب شود میزان بهینه مطلوبیت بیش از حد کاهش یابد. پس در حقیقت در اینجا با دو تابع مطلوبیت

ادغام شده مواجه خواهیم بود. اول به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت در دوره  $T - 1$  هستیم و در تابع دوم سعی خواهیم کرد هزینه معاملات ناشی از بازنگری در پرتفو را به حداقل ممکن برسانیم. باید توجه داشت مورد دوم به این دلیل جزو اهداف قرار گرفت که تفاوت میان درصدهای انتخاب شده در این دوره با دوره بعدی موجب مقداری هزینه معاملات می گردد که کاهش مطلوبیت آن دوره را در پی خواهد داشت. این تاثیر از طریق  $U_{Temp}$  به دوره های قبلی منتقل می شود و مسلماً موجب کاهش و یا افزایش مطلوبیت در دوره های قبلی از خود می گردد. با در نظر گرفتن هر دوی این اهداف به طور همزمان خواهیم توانست به جواب مناسبی دست یابیم. در نتیجه حل این مدل به جوابی برای  $X_{T-1}$  خواهیم رسید و در این مقطع با استفاده از  $X_{T-1}^*$  و  $X_T^*$  مقدار  $g$  را به روز می کنیم.

$$g_{T-1} = g_T \cdot (\beta_T^* - tran \cdot Z_T)^{1-\gamma} \quad (7)$$

از مقدار حاصله برای یافتن مقدار بهینه درصد تسهیم ثروت در دوره قبل استفاده می شود. معادله های فوق را به شکل عمومی زیر می توان بیان کرد:

$$\begin{aligned} Z_t &= |X_{t-1}^* - X_{t-2}| \\ U_{temp} &= (\beta_t^* - tran \cdot Z_t)^{1-\gamma} \\ U_{t-1} &= \max_{x_t} E \{ \Pi_{t-1}^{1-\gamma} \cdot U_{temp} \cdot g_T \} \\ Z_t^* &= |X_{t-1}^* - X_{t-2}^*| \\ g_{t-1} &= g_t \cdot (\beta_t^* - tran \cdot Z_t)^{1-\gamma} \end{aligned} \quad (8)$$

در نتیجه ای اجرای این بهینه سازی استراتژی سرمایه گذاری را برای دوره مورد نظر خواهیم داشت و مشخص می شود که در این دوره در هر نقطه گسستگی باید از چه سهمی به چه میزان خریداری شود و درصد کدام سهم باید در پرتفو کاهش یابد.

#### ۴- نتایج پژوهش حاصل از اعتبارسنجی مدل

این بخش را به حل مثالهایی کاربردی و ارزیابی عملکرد مدل پیشنهادی اختصاص می دهیم.

##### ۴-۱- مثال ۱: سه دارایی ریسک دار و یک دارایی بدون ریسک، در دوره کوتاه مدت

برای این مثال از داده های قیمت سه سهم مایکروسافت<sup>۲۹</sup>، اپل<sup>۳۰</sup> و ای بی ام<sup>۳۱</sup> استفاده شده و داده های مربوط به قیمت سهام را در بازه زمانی ۳۰ ام ژوئن تا ۱۰ جولای سال ۲۰۱۳ که شامل ۷ روز کاری بورس بوده است، مورد بررسی قرار داده ایم. این داده ها از سایت یاهو فایننس گرفته شده و پس از تبدیل قیمت به بازدهی، داده های زیر در اختیار ما قرار خواهد گرفت. در صورتی که فرض شود امکان خرید و فروش در هر

روز فقط یک بار امکان پذیر باشد، ۶ زیر دوره خواهیم داشت که باید در ارتباط با استراتژی خرید و فروش و انتخاب پرتفو مناسب تصمیم گیری شود. داده های مربوط به بازدهی سهام در این ۶ دوره در زیر آورده شده است.

جدول ۱: بازدهی سهام مورد استفاده در مثال ۱

دوره	دارایی		
	MSFT	IBM	AAPL
۱	-0.01014	-0.00495	0.003843
۲	-0.00058	0.019054	-0.01744
۳	-0.0035	-0.00026	0.005694
۴	-0.00586	-0.00866	0.008065
۵	-0.00206	-0.0091	-0.0055
۶	0.012299	-0.00115	-0.0224

در این مثال هزینه معاملات را در سطح ۰/۵٪ در نظر گرفته و مدل را با این هزینه معامله حل خواهیم کرد اما قبل از حل به وسیله مدل پیشنهادی، با توجه به شرایط و بازدهی تصمیم سرمایه گذار را مشخص خواهیم کرد. در جدول زیر سهام مناسب در هر دوره بدون در نظر گرفتن هزینه معامله با رنگ تیره مشخص شده است.

جدول ۲: سهام مناسب در هر دوره بدون در نظر گرفتن هزینه معامله در مثال ۱

دوره	دارایی			
	MSFT	IBM	AAPL	RF
۱	-0.01014	-0.00495	0.003843	0.0002
۲	-0.00058	0.019054	-0.01744	0.0002
۳	-0.0035	-0.00026	0.005694	0.0002
۴	-0.00586	-0.00866	0.008065	0.0002
۵	-0.00206	-0.0091	-0.0055	0.0002
۶	0.012299	-0.00115	-0.0224	0.0002

باید توجه داشت امکان سرمایه گذاری دیگری نیز برای سرمایه گذار وجود دارد و آن سرمایه گذاری در دارایی بدون ریسک خواهد بود. در این مثال و مثال های آتی مقدار بازدهی حاصل از سرمایه گذاری در دارایی بدون ریسک مقدار ۰/۰۲٪ به صورت روزانه در نظر گرفته شده است.

بدون در نظرگیری هزینه معاملات، فرد سرمایه گذار استراتژی مشخص شده در جدول ۲ را به عنوان استراتژی بهینه انتخاب خواهد کرد. سود حاصل از این سرمایه گذاری بدون در نظرگیری هزینه معاملات در جدول زیر محاسبه شده است.

جدول ۳: استراتژی و سود حاصل از سرمایه گذاری بدون هزینه معاملات در مثال ۱

دارایی	دوره					
	1	2	3	4	5	6
MSFT	0	0	0	0	0	1
IBM	0	1	0	0	0	0
AAPL	1	0	1	1	0	0
RF	0	0	0	0	1	0
Wealth	1.0038	1.0229	1.0286	1.0367	1.0369	1.0492

اگر هزینه معاملات برای سرمایه گذار در نظر گرفته شود، برای انتقال از مرحله اول به دوم با این استراتژی مشخص شده لازم است  $0.5\%$  برای فروش سهام سوم و  $0.5\%$  برای خرید سهم دوم هزینه معامله پرداخت شود که این میزان پرداختی از سود حاصل از سرمایه گذاری در سهم سوم در دوره اول بیشتر خواهد بود به این ترتیب برای سرمایه گذار مناسب تر خواهد بود ابتدا سهم خود را در دارایی بدون ریسک (سپرده بانکی) سرمایه گذاری کرده و در مرحله دوم تنها با پرداخت یک هزینه معامله سرمایه خود را در دارایی دوم سرمایه گذاری کند. در زیر دوره سوم سه حالت را محاسبه خواهیم کرد که ببینیم آیا به صرفه خواهد بود با پرداخت دو هزینه معامله یکی برای فروش دارایی دوم و دیگری برای خرید از دارایی سوم در پرتفو تجدید نظر شود و یا بهتر است سرمایه در دارایی دوم باقی بماند و متحمل زیان شده اما هزینه معامله پرداخت نشود و در حالت سوم دارایی از سهم دوم خارج و یک هزینه معامله پرداخت شود و ثروت در بانک سپرده گذاری شود. در حالت اول ثروت در انتهای دوره  $1/0.97$  و در حالت دوم  $1/0.14$  و در حالت سوم  $1/0.92$  خواهد بود که مسلماً با توجه به این نتایج انتخاب سرمایه گذار استراتژی نگهداشت سرمایه در دارایی دوم خواهد بود. در دوره چهارم نیز دو حالت بازنگری در سبد سرمایه گذاری و انتقال آن به دارایی سوم و یا نگهداشت سرمایه مورد بررسی قرار می گیرد که به ترتیب نتایج  $1/0.12$  و  $1/0.05$  به دست می آید. با توجه به نتایج، طبیعی است که سرمایه گذار در پرتفو خود تجدید نظر کند. در زیر دوره ۵ ام نیز اگر همین روند انتخابی ادامه یابد تصمیم به فروش دارایی گرفته خواهد شد و پس از کسر هزینه معاملات مابقی ثروت در دارایی بدون ریسک سرمایه گذاری می گردد. در مرحله آخر نیز سرمایه گذار قادر خواهد بود با پرداخت یک بار هزینه معامله دارایی و ثروت خود را در آخر دوره به میزان  $1/0.145$  ارتقا دهد.

با توجه به توضیحات بالا، سرمایه گذار در شرایطی که هزینه معاملات را در نظر بگیرد، استراتژی خود را به شکلی که در جدول زیر ذکر خواهد شد تغییر می دهد. البته همان طور که مشاهده شد سرمایه گذار در این نگرش در رابطه با خرید و فروش دارایی در دوره بعدی در ابتدای همان دوره تصمیم گیری انجام

می‌دهد و این کار در هر مرحله تکرار می‌گردد. در حقیقت در این حالت سرمایه گذار به صورت تک دوره ای و پیش‌رونده به سرمایه‌گذاری نگاه می‌کند.

#### جدول ۴: استراتژی و سود حاصل از سرمایه گذاری با در نظرگیری هزینه معاملات در مثال ۱

دارایی	دوره					
	1	2	3	4	5	6
MSFT	0	0	0	0	0	1
IBM	0	1	1	0	0	0
AAPL	0	0	0	1	0	0
RF	1	0	0	0	1	0
Wealth	1.0002	1.0143	1.014	1.012	1.0072	1.0145

حال باید دید اگر سرمایه‌گذار از روش برنامه‌ریزی پویا و به صورت بازگشتی به سرمایه‌گذاری خود نگاه کند چه تغییری در انتخاب پرتفو ایجاد خواهد شد. سرمایه‌گذار در این دیدگاه از زیر دوره آخر شروع به بررسی بازده‌های سهام خواهد کرد. بدین ترتیب در دوره ۶ ام، سهم اول به عنوان سهم مناسب انتخاب خواهد شد. حال در دوره ۵ مشاهده می‌شود که در صورت پرداخت هزینه معامله ۰/۵٪ و سرمایه گذاری در دارایی بدون ریسک تنها می‌تواند زبانی معادل ۰/۰۰۲ را پوشش دهد. بنابراین منطقی به نظر می‌رسد که دارایی در سهم اول باقی بماند و تغییر و بازنگری پرتفو در این مرحله انجام نگیرد. در مرحله ۴ سرمایه گذار خواهد توانست با پرداخت ۰/۰۱ برابر با دو هزینه معامله به منظور خرید و فروش سهام، دارایی خود را به سهم سوم انتقال دهد و با این کار نه تنها از زیان نگهداشت با مقدار ۰/۰۰۵ جلوگیری می‌شود، بلکه سودی معادل با ۰/۰۰۸ کسب می‌گردد که در این مقطع بهترین تصمیم‌گیری خواهد بود. پس از آن باید در رابطه با سرمایه گذاری در دوره سوم تصمیم‌گیری شود در این دوره سرمایه‌گذار می‌تواند با نگهداشت سرمایه در دارایی سوم شرایط خود را به بهترین نحو حفظ کند و نیازی به پرداخت هزینه معامله نباشد. در دوره های اول و دوم هم با توجه به شرایط، تصمیم سرمایه‌گذار برای پرتفو مانند نگرش قبل خواهد بود و در دوره دوم دارایی در سهم دوم و در دوره اول در بانک سرمایه‌گذاری خواهد شد. حال با توجه به استراتژی انتخاب شده با استفاده از دیدگاه بازگشتی ثروت در طول دوره محاسبه می‌شود. استراتژی و ثروت حاصله در جدول زیر نشان داده می‌شود.

#### جدول ۵: استراتژی بهینه به صورت بازگشتی با در نظرگیری هزینه معاملات در مثال ۱

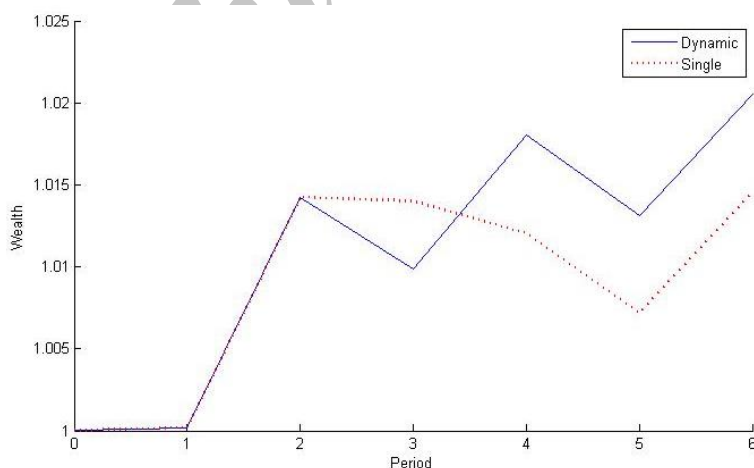
دارایی	دوره					
	1	2	3	4	5	6
MSFT	0	0	0	0	1	1
IBM	0	1	0	0	0	0
AAPL	0	0	1	1	0	0
RF	1	0	0	0	0	0
wealth	1.0002	1.0143	1.0099	1.018	1.0058	1.0181

همان طور که مشاهده می شود تفاوت در دیدگاه موجب گردیده تا استراتژی انتخاب سبد سرمایه گذاری در دوره های سوم و پنجم با حالت قبل متفاوت باشد و این تفاوت موجب می شود تا سرمایه گذار سود بیشتری نسبت به حالت قبل از سرمایه گذاری خود کسب کند.

مثال ذکر شده در بالا نمونه ای بود که نشان از برتری روش بازگشتی نسبت به روش تک دوره ای پیش رونده دارد و این برتری به دلیل استفاده از اطلاعات مازاد نسبت به آینده سهام در روش برنامه ریزی پویا می باشد. گرچه در مثال های کوچک ذهن انسان قادر خواهد بود با محاسباتی ساده استراتژی بهینه را برای هر دوره با توجه به هر دیدگاه به دست آورد اما در زمانی که مساله وسعت یابد و به شرایط واقعی در بازار نزدیک شود این امر امکان پذیر نخواهد بود. مدل ارائه شده در این مقاله با در نظرگیری پارامترها، شرایط و ابعاد هر مساله قادر خواهد بود با بهینه سازی پرتفو در زمانی بسیار کوتاه استراتژی مناسب را به دست آورد.

حال مساله را با مدل های تک دوره ای و همچنین الگوریتم پیشنهادی در این مقاله حل می نمایم. مشاهده می شود عملکرد و جواب حاصله در مورد هر دو مدل دقیقاً با آنچه که در مورد تصمیم گیری سرمایه گذار در بحثی که گذشت مطرح شد، یکسان خواهد بود و این نیز خود صحت مدل سازی و محاسبات مدل را نشان می دهد. البته باید خاطر نشان کرد مدل سازی با این رویکرد به گونه ای انجام گرفته است که حالات مختلف دیگر را در نظر گرفته و مسائل بزرگتر را نیز به خوبی پوشش دهد.

شکل ۱ این امکان را فراهم خواهد آورد که نمودارهای مربوط به تغییرات دارایی دو رویکرد تک دوره ای و پویای پیشنهادی را در کنار هم داشته باشیم. طبق این نمودار نیز می توان تفاوت در استراتژی ها و در نتیجه مقدار ثروت در انتهای دوره به طور مشخص ملاحظه نمود.



شکل ۱: مقایسه تغییرات ثروت با دو روش تک دوره ای پیش رونده و پویا

در دوره اول و دوم که دو نمودار بر هم منطبق شده‌اند نشان از یکسان بودن استراتژی در این دوره ها و تغییرات یکسان در دارایی و ثروت سرمایه گذار است و از مرحله بعد با ایجاد تفاوت در استراتژی، نتایج حاصله نیز متفاوت شده است و در نهایت مدل برنامه‌ریزی پویا برتری خود را نسبت به مدل تک دوره‌ای پیش‌رونده نشان می‌دهد. در ادامه مثال جامع‌تری مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

#### ۴-۲- مثال ۲: سه دارایی ریسک دار و یک دارایی بدون ریسک، در دوره بلند مدت

در این قسمت مدل پیشنهادی با سه دارایی ریسک‌دار و یک دارایی بدون ریسک برای دوره بلندمدت در ۵ دوره زمانی مختلف و البته در هر دوره با هزینه معامله‌ی متفاوتی حل خواهد شد. پارامترها و داده‌های در نظر گرفته شده برای حل این مثال در جدول زیر ذکر شده‌اند.

جدول ۶: پارامترهای ورودی مثال ۲ برای دوره زمانی بلند مدت

دارایی های ریسک دار	قیمت سهام شرکت مایکروسافت در بازه زمانی مورد بررسی
	قیمت سهام شرکت ای بی ام در بازه زمانی مورد بررسی
	قیمت سهام شرکت اپل در بازه زمانی مورد بررسی
دارایی بدون ریسک	دارای بازده ثابت و برابر ۰/۰۲٪ روزانه
هزینه معامله	از میزان ۰٪ تا ۸٪ متغیر با فواصل ۰/۲٪
دوره های زمانی	بازه ۴۲ روزه، ۳۰ ژوئن تا ۳۰ آگوست سال ۲۰۰۹
	بازه ۴۲ روزه، ۳۰ ژوئن تا ۳۰ آگوست سال ۲۰۱۰
	بازه ۴۲ روزه، ۳۰ ژوئن تا ۳۰ آگوست سال ۲۰۱۱
	بازه ۴۲ روزه، ۳۰ ژوئن تا ۳۰ آگوست سال ۲۰۱۲
	بازه ۴۲ روزه، ۳۰ ژوئن تا ۳۰ آگوست سال ۲۰۱۳

با حل مدل‌های پویا و تک دوره ای پیش‌رونده در هر هزینه معامله و در هر دوره زمانی، با توجه به شرایط، استراتژی خاصی برای سبد سرمایه گذاری فرد ارائه می‌شود. جواب مربوط به ثروت نهایی، پس از حل مدل به هر یک از روش‌های پویا و تک دوره‌ای پیش‌رونده در ادامه آورده می‌شود. در جدول زیر، مواردی که با رنگ تیره مشخص شده‌اند، حالاتی را نشان می‌دهند که روش پویا به ثروتی بالاتر و یا مساوی با مدل تک دوره‌ای دست یافته است. همانطور که در جدول ۷ مشاهده می‌شود، در اکثر موارد مدل پویا توانسته است نسبت به مدل تک‌دوره‌ای پیش‌رونده جواب بهتری ارائه دهد.

جدول ۷: نتایج حاصل از حل مثال ۲

دوره	Tran <sup>*</sup>	30-jun,30-aug 2009,42		30-jun,30-aug 2010,42		30-jun,30-aug 2011,42		30-jun,30-aug 2012,42		30-jun,30-aug 2013,43	
		work	single	work	Single	work	single	work	Single	Work	single
1	0	1.444	1.444	1.514	1.514	1.518	1.518	1.368	1.368	1.566	1.566
2	0.002	1.336	1.339	1.386	1.384	1.397	1.400	1.272	1.273	1.435	1.429
3	0.004	1.248	1.256	1.292	1.273	1.337	1.331	1.205	1.209	1.336	1.325
4	0.006	1.225	1.208	1.220	1.186	1.267	1.267	1.163	1.142	1.282	1.253
5	0.008	1.204	1.170	1.136	1.084	1.226	1.224	1.142	1.088	1.233	1.197
6	0.01	1.185	1.103	1.107	1.105	1.203	1.193	1.129	1.093	1.214	1.170
7	0.012	1.167	1.110	1.105	1.071	1.170	1.170	1.115	1.084	1.195	1.101
8	0.014	1.148	1.133	1.102	1.050	1.142	1.134	1.102	1.025	1.181	1.068
9	0.016	1.134	1.124	1.087	1.026	1.164	1.115	1.089	1.032	1.171	1.035
10	0.018	1.120	1.113	1.043	0.996	1.169	1.141	1.076	1.016	1.161	1.017
11	0.02	1.107	1.045	1.039	0.993	1.155	1.128	1.065	1.014	1.152	1.022
12	0.022	1.094	1.034	1.035	0.964	1.141	1.114	1.057	1.012	1.143	1.010
13	0.024	1.081	1.024	1.030	0.956	1.128	1.101	1.048	1.010	1.134	1.034
14	0.026	1.067	1.014	1.048	0.983	1.115	1.088	1.040	1.008	1.125	1.026
15	0.028	1.058	1.004	1.043	0.979	1.110	1.110	1.032	1.006	1.116	1.007
16	0.03	1.049	0.912	1.039	0.975	1.106	1.105	1.023	1.005	1.107	1.063
17	0.032	1.041	0.909	1.035	0.971	1.101	1.101	1.008	1.003	1.098	1.061
18	0.034	1.037	0.901	1.031	0.967	1.097	1.096	1.008	1.001	1.090	1.059
19	0.036	1.033	0.894	1.026	0.963	1.092	1.092	1.008	0.999	1.081	1.058
20	0.038	1.029	0.887	1.022	1.008	1.088	1.087	1.008	0.997	1.075	1.056
21	0.04	1.024	0.880	1.018	1.008	1.083	1.043	1.008	0.995	1.071	1.054
22	0.042	1.020	0.873	1.014	1.008	1.079	1.038	1.008	0.993	1.066	1.052
23	0.044	1.016	0.888	1.010	1.008	1.075	1.034	1.008	0.991	1.062	1.050
24	0.046	1.012	0.969	1.018	1.008	1.070	1.030	1.008	1.008	1.058	1.048
25	0.048	1.008	0.967	1.013	1.008	1.066	1.022	1.008	1.008	1.054	1.046
26	0.05	1.008	0.965	1.009	1.008	1.061	1.020	1.008	1.008	1.050	1.044

Transaction Cost \*

به منظور بررسی دقیق تر مثال فوق، آمار توصیفی مربوط به آن را در جدول (۸) مورد بررسی قرار می دهیم.

جدول ۸: آمار توصیفی نتایج مثال ۲ در حالت بلند مدت

حالات ممکن	تعداد	درصد
عملکرد بهتر مدل داینامیک	۱۱۵	٪۸۸
عملکرد مساوی در دو مدل	۹	٪۷
مساوی و یا بهتر عمل کردن مدل داینامیک	۱۲۴	٪۹۵
عملکرد بهتر مدل تک دوره ای	۶	٪۵

\* تعداد کل حالات ۱۳۰ مورد



طبق آمار، مشخص می‌شود که در ۸۸٪ حالات مدل پویا می‌تواند جواب بهتری نسبت به مدل تک دوره‌ای پیشنهاد دهد.

در قسمت قبل برای بررسی موردی و دقیق‌تر عملکرد دو مدل با مثالی برای دوره کوتاه مدت و با سه دارایی ریسک دار و یک دارایی بدون ریسک به حل مسئله پرداختیم و در این قسمت برای دوره طولانی‌تر سرمایه‌گذاری و بازه بزرگتری برای هزینه معامله متفاوت مدل را حل کردیم. تا کارایی مدل بیشتر نمود یابد.

#### ۴-۳- آزمون من-ویتنی

آزمون من-ویتنی<sup>۳۳</sup> یک آزمون ناپارامتری است که به بررسی تفاوت بین دو گروه مستقل در خصوص یک متغیر دارای داده‌های رتبه‌ای یا ترتیبی می‌پردازد. در واقع این آزمون معادل ناپارامتری آزمون t مستقل<sup>۳۳</sup> است، اما با این تفاوت که آزمون t از نوع پارامتری و داده‌های آن از نوع پیوسته است، در حالیکه آزمون من-ویتنی از نوع ناپارامتری بوده و با داده‌های رتبه‌ای انجام می‌شود. البته در صورتیکه متغیر مورد مطالعه پیوسته باشد ولی سایر شرایط آزمون‌های پارامتری برقرار نباشد، می‌توان این آزمون را مورد استفاده قرار داد.

آزمون من ویتنی برای محاسبه تفاوت‌های بین دو گروه مورد بررسی، مقادیر مربوط به هر دو گروه یا توزیع را به صورت یک مجموعه‌ی واحد در نظر می‌گیرد و بدون توجه به اینکه هر مقدار به کدام گروه تعلق دارد، از بیشترین تا کمترین، رتبه‌بندی می‌کند. اگر در زمان رتبه‌بندی، مقادیر یکسان یا تکراری وجود داشته باشد، رتبه‌های مربوط به آن مقادیر با یکدیگر جمع شده و مجموع بدست آمده بر تعداد آن‌ها تقسیم می‌شود و رتبه‌بندی مشترکی برای تمام آن‌ها لحاظ می‌گردد. آماره آزمون من-ویتنی به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$U_1 = R_1 - \frac{n(n+1)}{2} \quad (8)$$

$$U_2 = R_2 - \frac{m(m+1)}{2} \quad (9)$$

حجم گروه‌های ۱ و ۲ به ترتیب با n و m نشان داده می‌شوند و مجموع رتبه‌ها با  $R_1$  و  $R_2$  مشخص می‌گردند. مقدار کوچک‌تر بین  $U_1$  و  $U_2$  برای مقایسه در مرحله آزمون استفاده می‌شود. بنابراین U به شکل زیر تعریف می‌شود.

$$U = \min (U_1, U_2) \quad (10)$$

برای آزمون معناداری آماره U در صورتیکه حجم گروه کوچکتر ۲۰ مورد یا کمتر و حجم نمونه بزرگتر ۴۰ مورد یا کمتر باشد، از جدول مقادیر بحرانی من ویتنی استفاده می‌شود. در صورتیکه آماره U در سطح

اطمینان  $1-\alpha$  بزرگتر از مقدار حاصل از جدول باشد، فرضیه صفر پذیرفته نمی‌شود. اما در حالتی که حجم هر دو گروه بزرگتر از ۲۰ و یا حجم یکی از آن‌ها بزرگتر از ۴۰ باشد، جدول مقادیر بحرانی من-ویتنی نمی‌تواند مورد استفاده قرار گیرد و در این صورت توزیع آماره  $U$  به توزیع نرمال گرایش پیدا می‌کند. در این حالت با محاسبه میانگین و انحراف معیار،  $U$  محاسبه شده و آماره  $Z$  را محاسبه می‌کنیم.

آزمون فرض مورد بررسی با آزمون من ویتنی برای سه قسمت مثال دوم به شرح زیر خواهد بود.

$H_0$ : میانگین عملکرد مدل پویا از مدل تک دوره ای پیش‌رونده بدتر و یا برابر است.

$H_1$ : میانگین عملکرد مدل پویا از مدل تک دوره ای پیش‌رونده بهتر است.

جواب مربوط به این آزمون برای هر قسمت از مثال دوم در ادامه آورده خواهد شد.

#### ۴-۳-۱- سه دارایی ریسک دار و یک دارایی بدون ریسک، در دوره بلند مدت

با توجه به جدول شماره ۹، می‌توان مشاهده کرد که میانگین ثروت های نهایی حاصل از سرمایه گذاری بر اساس استراتژی پیشنهادی داینامیک تقریباً ۴٪ بیشتر از مدل تک دوره ای است. حال با استفاده از آزمون من ویتنی در پی یافتن پاسخ این سوال هستیم که آیا از نظر آماری می‌توان عملکرد مدل پیشنهادی را برتر از روش سرمایه گذاری تک‌دوره ای دانست و یا خیر.

جدول ۹: آمار توصیفی حاصل از نرم افزار SPSS، مثال دوم

Descriptive Statistics						
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
Dynamic	130	1.01	1.57	1.1210	.11675	.014
Single	130	.87	1.57	1.0815	.13323	.018

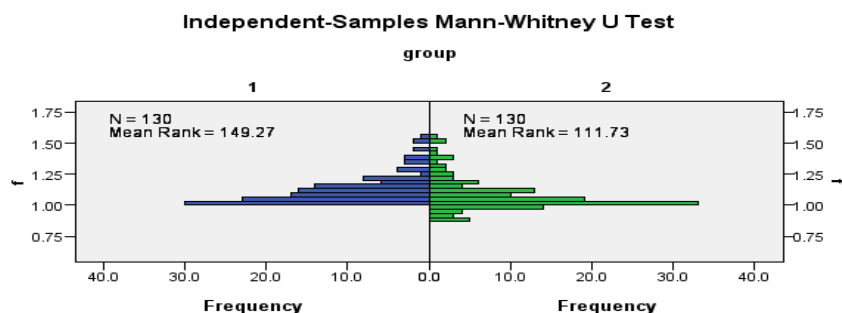
جواب مربوط به آزمون من-ویتنی برای مثال دوم در جدول شماره ۱۰ و شکل شماره ۲، آورده می‌شود که به رد فرض صفر منجر شده است و این بدین معنی است که مدل پیشنهادی در این پژوهش توانسته است نسبت به مدل تک دوره‌ای با پرتفوی متشکل از سه دارایی ریسک دار و یک دارایی بدون ریسک بهتر عمل کند. سطح معناداری این آزمون ۹۵٪ فرض شده است.

جدول ۱۰: نتایج آزمون من ویتنی برای مثال دوم

Hypothesis Test Summary			
	Null Hypothesis	Test	Sig.
1	The distribution of f is the same across categories of group.	Independent-Samples Mann-Whitney U Test	.000
Decision			
			Reject the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is .05.

در شکل ۲ نشان داده می‌شود که مقدار Asymptotic Sig. برابر با ۰/۰۰۰ است که این مقدار به قطع کمتر از سطح  $\alpha$  (۰/۰۵) است و می‌توان چنین نتیجه گرفت که فرض صفر ما رد خواهد شد.



<b>Total N</b>	260
<b>Mann-Whitney U</b>	6,010.000
<b>Wilcoxon W</b>	14,525.000
<b>Test Statistic</b>	6,010.000
<b>Standard Error</b>	606.069
<b>Standardized Test Statistic</b>	-4.026
<b>Asymptotic Sig. (2-sided test)</b>	.000

شکل ۲: نتایج آزمون من ویتنی برای مثال دوم

##### ۵- نتیجه گیری و بحث

در این پژوهش به مساله بهینه سازی پویای سبد سرمایه گذاری با توجه به هزینه معاملات پرداخته شده و مدلی کاربردی برای بهینه سازی پویای سبد سرمایه گذاری ارائه گردیده است. در الگوریتم پیشنهادی، ایده اصلی بر اساس این فکر شکل گرفته است که ما قصد داریم تا مطلوبیت نهایی سرمایه گذار را در کل طول دوره سرمایه گذاری حداکثر کنیم. لذا می توانیم درصدهای بهینه را برای دوره ی آخر سرمایه گذاری بیابیم و سپس برای بهینه سازی دوره قبل به گونه ای عمل کنیم تا مطلوبیت آن دوره با توجه به بازگشتی از دوره قبل حداکثر شود. باید توجه داشت مدلسازی انجام گرفته در این مقاله قادر بوده است با استفاده از شکستن تابع بهینه بازگشتی از زیرمساله ها به دو تابع، بدون استفاده از تخمین ها و معادلات ریاضی پیچیده استراتژی مناسب سرمایه گذاری را پیشنهاد دهد که آن را می توان به عنوان برتری مدل پیشنهادی نسبت به سایر روش ها و تحقیقات انجام گرفته در این زمینه دانست.

به منظور اعتبارسنجی مدل از مثال هایی استفاده شد و ضمن شرح روند و عملکرد مدل در مواردی کارایی مدل پویا در مقابل مدل تک دوره ای پیش رونده مورد سنجش قرار گرفت. در این مثال ها از

اطلاعات قیمت سهام شرکت های بورسی برای بازه های مختلف زمانی استفاده شد و این اطلاعات از سایت یاهو فایننس استخراج شد. برای نوشتن مدل از برنامه متلب و در نهایت به منظور اعتبار سنجی مدل از نرم افزارهای Excel و SPSS استفاده گردیده است. در مثال اول به طور مفصل به چگونگی رفتار سرمایه گذار در استفاده از هر دو رویکرد تک دوره ای و پویا پرداخته شد و با توجه به نتایج و تطابق جوابهای حاصل و پاسخ های ارائه شده توسط مدل، صحت روند مدلسازی تایید می شود. در مثال دوم به بررسی عملکرد مدل پرداخته شده است و با توجه به نتایج آزمون آماری من ویتنی می توان به این جمع بندی رسید که مدل پویای پیشنهادی نتایج قابل قبول و مناسب تری نسبت به دیگر مدل مرسوم، بهینه سازی تک دوره ای، ارائه می دهد.

#### قدردانی

مطالعات مربوط به این مقاله تحت حمایت شرکت ملی گاز ایران انجام گرفته است.

#### فهرست منابع

- \* Akian, M. and Sulem, A. 1996. Dynamic Optimization of Long-Term Growth Rate for a Portfolio with Transaction Costs and Logarithmic Utility. *Mathematical Finance*, vol. 11, pp. 153-188.
- \* Balduzzi, P., and Lynch, A. W. 1999. Transaction Costs and Predictability: Some Utility Cost Calculations. *The Journal of Financial Economics*, vol. 52, pp. 47-78.
- \* Barberis, N. 2002. Investing for the Long Run When Returns are Predictable. *The Journal of Finance*, pp 225-264.
- \* Brandt, M., Goyal A., Santa-Clara P., and Stroud. R. 2005. A Simulation Approach to Dynamic Portfolio Choice with an Application to Learning about Return Predictability. *Review of Financial Studies*, vol. 18, pp 831-873.
- \* Brennan, M., Schwartz, E., and Lagnado, R. 1997. Strategic Asset Allocation. *The Journal of Economic Dynamics and Control*, pp 1377-1403.
- \* Brown, D. B., and Smith, J. E. 2011. Dynamic Portfolio Optimization with Transaction Costs: Heuristics and Dual Bounds. *Management Science*, pp. 1752-1770
- \* Butt N. 2012. Dynamic Portfolio Allocation under transaction costs, PhD Thesis, University of Western Ontario, London, Canada
- \* Cai Y., Judd K. L., and Xu R. (2013). Numerical Solution of Dynamic Portfolio Optimization with Transaction Costs, National Bureau of Economic Research, pp 137-213.
- \* Dammon, R. M., Spatt, C. S., and Zhang, H. H. 2001. Optimal consumption and investment with capital gains taxes. *Review of Financial Studies*, vol. 14, pp 583-616.
- \* Davis, M.H.A., and Norman, A.R. 1990. Portfolio Selection with Transaction Costs. *Mathematics of Operations Research*, pp. 676-713.
- \* Harrison, H., and Waldron, P., 1998. Risk aversion and portfolio composition, *Mathematical Economics and Finance*, pp. 88-107
- \* Kim, T., and Omberg E. 1986. Dynamic Nonmyopic Portfolio Behavior. *Review of Financial Studies*. pp 141-61.
- \* Liu, H. 2004. Optimal consumption and investment with Transaction Costs and Multiple Risky Assets. *The Journal of Finance*, vol. 59, pp. 289-338.

- \* Lynch, A., and Tan, S. 2010. Multiple risky assets, Transaction Costs and Return Predictability: Implications for Portfolio Choice. Cambridge University Press.
- \* Markowitz, H.M. 1952. Portfolio Selection. The Journal of Finance, pp 77-91.
- \* Merton, R. C. 1969. Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: The Continuous-Time Case". The Review of Economics and Statistics, 247-257.
- \* Mutharaman, K., and Kumar, S. 2006. Multidimensional Portfolio Optimization with Proportional Transaction Costs. Mathematical Finance, vol.16, pp. 301-335.
- \* Samuelson, P. A. 1969. Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming, Review of Economics and Statistics, pp 239-46.
- \* Shreve, S.E., and Soner, H.M. 1994. Optimal Investment and Consumption with Transaction Costs. The Annals of Applied Probability, pp. 609-692.
- \* Uppal, R. and Wang T. 2003. Model Misspecification and Under-Diversification, The Journal of Finance, American Finance Association, vol. 58, pp 2465-2486
- \* Wachter, J. 2002. Portfolio and Consumption Decisions under Mean-Reverting Returns: An Exact Solution for Complete Markets. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, pp 63-91

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Markowitz
- <sup>2</sup> Efficient Frontier
- <sup>3</sup> Merton
- <sup>4</sup> Nonlinear Partial Differential Equations
- <sup>5</sup> Utility Function
- <sup>6</sup> Samuelson
- <sup>7</sup> Kim
- <sup>8</sup> Omberg
- <sup>9</sup> Liu
- <sup>10</sup> Wachter
- <sup>11</sup> Brennan
- <sup>12</sup> Kogan
- <sup>13</sup> Uppal
- <sup>14</sup> Balduzzi and Lynch
- <sup>15</sup> Barberis
- <sup>16</sup> Damon
- <sup>17</sup> Brandt
- <sup>18</sup> Harrison
- <sup>19</sup> Brown
- <sup>20</sup> Butt
- <sup>21</sup> Mutharaman and Kumar
- <sup>22</sup> Not Trading Region
- <sup>23</sup> Akian and Sulem
- <sup>24</sup> Lynch and Tan
- <sup>25</sup> Thompson and Davison
- <sup>26</sup> Yahoo Finance
- <sup>27</sup> Close
- <sup>28</sup> Grid Optimization Method
- <sup>29</sup> Microsoft
- <sup>30</sup> Apple
- <sup>31</sup> IBM
- <sup>32</sup> Mann-Whitney
- <sup>33</sup> Independent T-Test



سرویس های  
ویژه



سرویس ترجمه  
تخصصی



کارگاه های  
آموزشی



بلاگ  
مرکز اطلاعات علمی



سامانه ویراستاری  
STES



فیلم های  
آموزشی

## کارگاه های آموزشی مرکز اطلاعات علمی



مقاله نویسی علوم انسانی



اصول تنظیم قراردادها



آموزش مهارت های کاربردی در تدوین و چاپ مقاله