

۲۲ ۲۲۳۶۷

سید

# تخصیص دارایی پیشرفته اصول مدیریت ثروت

با مقدمه‌ای از دکتر عسگر نوربخش

نوشته: دکتر دیوید برنز

www.ketab.ir

ترجمه

مجتبی واحدی، سمیه عبدالملکی

(گروه بچه‌های البرز)

|                         |                                                                                                                        |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| عنوان و نام پدیدآور     | تخصیص دارایی پیشرفته اصول مدیریت ثروت/نوشته دیوید برنز؛ ترجمه مجتبی واحدی، سمیه عبدالملکی؛ با مقدمه‌ای از عسگر نوربخش. |
| مشخصات نشر              | تهران: جاودانه، ۱۴۰۰.                                                                                                  |
| مشخصات ظاهری            | ۱۰۴ ص.                                                                                                                 |
| شابک                    | ۹۷۸-۶۰۰-۱۵۸-۷۴۱-۲                                                                                                      |
| وضعیت فهرست نویسی       | فیفا                                                                                                                   |
| یادداشت                 | عنوان اصلی: Modern asset allocation for wealth management, 2020.                                                       |
| موضوع                   | تخصیص دارایی                                                                                                           |
| موضوع                   | Asset allocation                                                                                                       |
| موضوع                   | سرمایه گذاری                                                                                                           |
| موضوع                   | Investments                                                                                                            |
| موضوع                   | مدیریت سبد سرمایه گذاری                                                                                                |
| موضوع                   | Portfolio management                                                                                                   |
| شناسه افزوده            | برنز، دیوید                                                                                                            |
| شناسه افزوده            | Berns, David                                                                                                           |
| شناسه افزوده            | واحدی، مجتبی، ۱۳۷۳- مترجم                                                                                              |
| شناسه افزوده            | عبدالملکی، سمیه، ۱۳۶۶- مترجم                                                                                           |
| رده بندی کنگره          | HG۴۵۲۹/۵                                                                                                               |
| رده بندی دیویی          | ۳۳۲/۶                                                                                                                  |
| شماره کتابشناسی ملی     | ۸۴۲۶۵۶۲                                                                                                                |
| اطلاعات رکورد کتابشناسی | فیفا                                                                                                                   |



عنوان کتاب: تخصیص دارایی پیشرفته اصول مدیریت ثروت  
 نویسنده/نویسندگان: DAVID M BERNs  
 مترجمان: مجتبی واحدی، سمیه عبدالملکی  
 انتشارات: جاودانه  
 مدیر تولید: رضا خسروان  
 نوبت و سال چاپ: اول، ۱۴۰۰  
 قطع و تیراژ: وزیری - ۱۰۰۰ نسخه  
 قیمت: ۳۰,۰۰۰ تومان  
 شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۱۵۸-۷۴۱-۲

واحد تولید: ۶۶۴۹۵۲۷۵ و ۰۲۱-۶۶۴۸۲۸۳۰

دفتر فروش تهران: ۰۲۱-۶۶۹۵۵۶۴۳ - ۰۲۱-۶۶۴۸۶۱۱۵

دفتر فروش اصفهان: ۰۳۱-۳۳۲۰۵۰۵ دفتر فروش رشت: ۰۱۳-۳۳۲۶۵۱۱۳

[www.jangal.com](http://www.jangal.com)

کلیه حقوق این اثر برای مترجمان محفوظ می باشد.

## فهرست مطالب

### فصل اول:

#### کلیات

|    |                                                   |
|----|---------------------------------------------------|
| ۱  | نکات کلیدی                                        |
| ۲  | مطلوبیت مورد انتظار                               |
| ۲  | مقدمه                                             |
| ۵  | MPT یک تخمین است                                  |
| ۸  | نیاز به مؤلفه‌های سطح بالاتر                      |
| ۱۴ | مؤلفه ترجیحی پیشرفته                              |
| ۱۶ | تابع مطلوبیت پیشرفته                              |
| ۲۲ | بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار بر مبنای بازده‌ها |
| ۲۴ | خطای تخمین                                        |
| ۲۴ | مقدمه                                             |
| ۲۵ | کمینه‌سازی خطای تخمین                             |
| ۲۹ | کاهش حساسیت به خطای تخمین                         |
| ۳۱ | تعریف پیشرفته از تخصیص دارایی                     |

### فصل دوم:

#### مشخصات ریسک مشتری

|    |                       |
|----|-----------------------|
| ۳۳ | نکات کلیدی            |
| ۳۴ | مقدمه                 |
| ۳۵ | اندازه‌گیری اولویت‌ها |
| ۳۵ | ریسک‌گریزی            |
| ۳۹ | زیان‌گریزی            |

|    |                                   |
|----|-----------------------------------|
| ۴۲ | بازتاب.....                       |
| ۴۴ | تعیین اندازه سؤال بخت‌آزمایی..... |
| ۴۴ | ترکیب اهداف.....                  |
| ۴۴ | تعدیل اولویت از طریق SLR.....     |
| ۴۹ | ثروت احتیاطی.....                 |
| ۵۳ | مقایسه با مونت کارلو.....         |
| ۵۴ | مقایسه با «مسیر پرواز».....       |

#### فصل سوم:

### انتخاب سرمایه

|    |                                      |
|----|--------------------------------------|
| ۵۷ | انتخاب سرمایه.....                   |
| ۵۷ | نکات کلیدی.....                      |
| ۵۸ | مقدمه.....                           |
| ۶۰ | اصلاحات مؤلفه.....                   |
| ۶۰ | بازبینی.....                         |
| ۶۲ | محاسبه.....                          |
| ۶۴ | توزیع مطلوبیت.....                   |
| ۶۶ | سبدهای مشابه.....                    |
| ۶۹ | الگوی جدیدی از طبقات دارایی.....     |
| ۶۹ | بازبینی.....                         |
| ۶۹ | بازبینی بر بیمه‌های ریسک.....        |
| ۷۵ | از دارایی‌ها تا طبقه‌های دارایی..... |

#### فصل چهارم:

### فرضیه‌های بازار سرمایه

|    |                                   |
|----|-----------------------------------|
| ۸۱ | فرضیه‌های بازار سرمایه.....       |
| ۸۱ | نکات کلیدی.....                   |
| ۸۲ | مقدمه.....                        |
| ۸۴ | استفاده از گذشته در پیش‌بینی..... |
| ۸۴ | تاریخچه و پیش‌زمینه.....          |
| ۸۵ | خطای تخمین و اندازه نمونه.....    |

## دیباچه

نظریه سبد دارایی مدرن<sup>۱</sup> (MPT) یکی از خلاقانه‌ترین ابزارهای پیشرفته در مالی است. این تئوری جهان را به‌عنوان اولین چارچوب مستقیم برای ریسک سبد معرفی می‌نماید و بیان می‌دارد چگونه یک نفر می‌تواند دارایی‌های قابل سرمایه‌گذاری را به‌صورت بهینه برای تشکیل سبد با بازده بالا و نوسان کم به کار گیرد. ظرافت و قدرت بهینه‌سازی میانگین واریانس باعث شد تا خالق آن هری مارکوویتز<sup>۲</sup> برنده جایزه نوبل اقتصاد، آن را همیشه یک الهام شخصی عالی برای چگونگی بینش کمی و کمک‌حال در زندگی روزمره همه ما بداند.

فرایند حقیقی اجرای MPT در عمل برای مشتریان می‌تواند امری چالشی باشد. هماهنگ کردن اولویت‌های ریسک مشتریان، حسابرسی اهداف مالی مشتریان، تصمیم‌گیری در مورد این که کدام دارایی‌ها در ترکیب سبد مشتری وجود داشته باشند، پیش‌بینی عملکرد دارایی در زمان آتی و ایجاد یک برنامه بهینه معمول؛ همگی به اندازه کافی از نظر مفهومی ساده هستند. اما وقتی که شما در عمل می‌خواهید این کارها را اجرا نمایید پیچیدگی واقعی آن‌ها نمایان می‌گردد.

نیروهای مانع در اجرا، مشاوران را مجبور می‌کنند تا ابزار تخصیص دارایی را از فرایند کاری خود خارج کرده و برای تخصیص دارایی یا تعیین سبد مشتری متناسب با خواسته‌های مشتریان خود از روشی استفاده کنند که بهینه نیست (اصول حساب سر انگشتی).

اکوسیستم مالی از زمانی که MPT برای اولین بار در سال ۱۹۵۲ معرفی گردید تحولات عظیمی را تجربه نموده است. جهانی که آن را با دارایی‌های قابل سرمایه‌گذاری غیر خطی، مثل اختیار معامله‌ها و جایگزین خاص در بیمه کردن ریسک (AKA سبک بیمه سرمایه‌گذاری عاملی یا بتا هوشمند) می‌شناسیم، به سرعت در دو دهه گذشته در دسترس سرمایه‌گذاران کوچک نیز قرار گرفت. درک ما از رفتار انسانی که وارد مرحله تصمیم‌گیری می‌شود با کشف تئوری چشم‌انداز (PT) در دهه ۱۹۷۰ دچار یک سری تغییرات مشهود شد. در حال تشکیل سبد برای یک انسان اقتصادمحور<sup>۳</sup>، به‌عنوان یک سرمایه‌گذار منطقی هستیم، بنابراین نمی‌توانیم

1. Modern portfolio theory

2. Harry Markowitz

3. Homo economicus

دارایی‌های غیر خطی را با وجود تفاوت‌های ظریفی که در اولویت‌های ریسک رفتاری هست با میانگین و واریانس در رویکرد میانگین - واریانس انتخاب کنیم.

در حالی که MPT هم از نظر عملی چالش برانگیز است و هم از نظر تئوریک قدیمی شده، روش‌های جدید وجود دارند که باعث ساده‌سازی این گونه کارهای مشکل می‌شوند که برای هر دو روش تخصیص دارایی و بررسی حقایق تصمیم‌گیری مشتری در بازارهای امروزی وجود دارند. متأسفانه این نوع روش‌های مدرن به شکل قابل توجهی توسط جامعه مدیریت دارایی که شامل هر دو دسته مشاوران سنتی و پیشرفته است تاکنون مورد استفاده قرار نگرفته است. هنوز هم بیشتر مشاوران MPT از فرمول‌های خلاقانه خود استفاده می‌کنند تا از ایجاد این مشکل‌ها جلوگیری نمایند. این کتاب در وهله اول می‌خواهد فاصله میان فرمول‌سازی MPT و تبدیل آن به یک روش پیشرفته و کاربردی برای تخصیص دارایی را از میان بردارد.

این کتاب به منظور کمک به مشاوران، برای طراحی سبدهای با در نظر گرفتن اولویت‌های مشتریان نگاشته شده است، پیچیدگی‌های فرایند تخصیص دارایی هنگامی که بین می‌رود، که مشاوران به سمت تأمین مالی بهینه یا برون‌سپاری اختیاری سوق یابند که این امر باعث می‌شود مشاوران از چارچوب توانمندی که در این کتاب ارائه شده بهره‌مند گردند ابزارهای جامع به عنوان SaaS<sup>1</sup> که مبتنی بر فضای ابری است در این وب‌سایت [www.portfoliodesigner.com](http://www.portfoliodesigner.com) قابل استفاده است. که دقیقاً همانند کتاب، به منظور ارائه یک سیستم مدرن برای ایجاد سبدها طراحی شده است. این نرم‌افزار یک راه‌حل دقیق و مقیاس‌پذیر برای تخصیص دارایی در دنیای واقعی و بر اساس روش‌هایی قابل استفاده است. امید بر آن است آن‌هایی که نمی‌خواهند چارچوب اولیه این کتاب را رعایت کنند موضوعات ارائه شده در اینجا بتواند تا حدی به آن‌ها کمک نماید تا به راه‌حل‌های تخصیص دارایی زیادی هدایت شوند در حالی که هدف اصلی این نوشته فراهم آوردن یک راه‌حل عملی برای تخصیص دارایی است. اما چارچوب نهایی آن کوتاه‌تر از یک راه‌حل ساده است. هر راه‌حل تخصیص دارایی در حقیقت باید به علایق، اولویت‌های مشتریان و پایه‌های اقتصاد مالی مدرن توجه داشته باشد و از طرفی نیازمند یک اساس علمی خاص و دقت بالا در اندازه‌گیری برای اجرای درست خواهد بود. امیدوارم که آموزش و استفاده از این روش به سرعت در مدیریت دارایی معمول شود و در نهایت منجر به یک فرایند مقیاس‌پذیر گردد که مشاوران مالی در عمل بتوانند به آن تکیه کنند. من تصمیم ندارم که دایره‌المعارفی از ابزارهای تخصیص دارایی ارائه کنم اما در عوض تمایل دارم روی تعدادی از ابزارهای محدود تمرکز کردم که مختص به هر مرحله از روند تخصیص دارایی هستند. روی صحیح‌ترین روش‌ها تمرکز نموده‌ام که هم کاربردی بوده و هم بهینه هستند (هرگز نیاز به جایگزینی

ندارند) اما بقیه بهینه نیستند (و ممکن است جایگزین داشته باشند) تمام چارچوب‌هایی که در اینجا نشان داده شده است محدودیت‌های خود را دارد هدف واقعی من ایجاد یک روش مدرن و کاربردی است که مجموعه مدیریت دارایی می‌تواند آن را توسعه دهد در این کتاب تخصیص دارایی به عنوان هر چیزی تعریف می‌شود که اساساً به ایجاد یک سبد سرمایه‌گذاری ربط پیدا کند این موضوع شامل هماهنگ کردن اولویت‌های ریسک مشتریان، تصمیم‌گیری در مورد دارایی‌هایی که در سبد سهام مشتریان قرار می‌گیرد، پیش‌بینی اولویت‌ها در دارایی‌های آتی و ادغام دارایی‌ها با هم برای ایجاد سبدهای بهینه برای مشتریان است. در ادامه فصل اول بعضی از مفاهیم اولیه را بر اساس چارچوب مورد نظر خود تغییر می‌دهیم. در این کتاب تمام مراحل تخصیص دارایی هم‌زمان با ایجاد سبد مشتری انجام شود. از این رو فصل‌های دوم تا پنجم به نوعی کتاب راهنمای گام به گام برای تخصیص دارایی است. نرم‌افزار ما نیز از همین شیوه بهره می‌برد در بخش زیر خلاصه از آن چه که در هر بخش به آن خواهیم پرداخت بیان شده است.

## فصل اول: کلیات: تئوری مطلوبیت و خطای تخمین دو مفهوم مهم هستند که بیشتر

مباحث این کتاب را تشکیل می‌دهند. تخصیص دارایی به صورت پیشینه کردن مطلوبیت انتظاری و هم‌زمان با آن کمینه کردن اثرات خطای تخمین تعریف می‌گردد که سرانجام منجر به ایجاد فرآیندی پیشرفته و در عین حال کاربردی برای ایجاد سبد می‌گردد. MPT و دیگر روش‌های معروف برای تخمین مشکل مهمی دارند که ما به دنبال حل آن هستیم مفاهیمی از اقتصاد رفتاری نیز ارائه شده است که شامل تابع مطلوبیت مدرن همراه با سه نوع (نه یک نوع) از مؤلفه‌های اولویت در ریسک مشتری در دنیای واقعی است. ما می‌توانیم چگونگی کمینه کردن خطای تخمین و نتایج آن را برای ایجاد چارچوبی کاربردی بررسی کنیم که مشاوران در عمل می‌توانند آن را اجرا نمایند. این فصل با یک تعریف معمول از روش ما پایان می‌یابد که در بخش یادآوری پایانی این کتاب به دقت بیان شده است.

## فصل دوم: مشخصات ریسک مشتریان: این فصل با بررسی نحوه محاسبه سه مورد از

اولویت‌های ریسک مشتریان (ریسک‌گریزی، زیان‌گریزی و بازتاب) بر اساس سن این افراد و بر اساس پرسش‌نامه مبتنی که با روش تصادفی انتخاب شده است، شروع می‌شود مفهوم استاندارد ریسک زندگی (SLR) برای کمک به بررسی این موضوع به خوانندگان معرفی می‌گردد. SLR را متناسب با دستیابی به جریانات نقدی بلندمدت سبد تغییر می‌دهیم. سپس SLR با یک مدل جامع و ساده ترازنامه‌ای مورد ارزیابی قرار می‌گیرد که فراتر از ورود

چرخه عمر زندگی عمومی به دوره بازنشستگی است و این منجر به ابداع روش سریع با تمرکز روی مدیریت ریسک می‌گردد. در نهایت تعریف دقیق سیستماتیک از تابع مطلوبیت برای مشتریان بیان می‌شود که به‌طور هم‌زمان سه بعد از اولویت‌های ریسک و همه اهداف مالی مشتریان را در نظر می‌گیرد.

**فصل سوم: انتخاب دارایی:** فصل سوم یک روش سیستماتیک برای انتخاب دارایی‌های سبد را نشان می‌دهد که هم‌زمان مطلوبیت مشتریان را افزایش داده و به تخمین ریسک پایین حساس است انجام این روش با ترکیبی از انتخاب دارایی‌ها با در نظر گرفتن مفهوم بیمه ریسک صورت می‌گیرد این فصل یک الگوی جدید را برای ارزیابی طبقه‌بندی سطوح مختلف دارایی معرفی می‌کند که به مشاوران این اجازه را می‌دهد که یک سطح از دارایی‌ها که در محاسبه حساسیت خطای تخمین کامل و قدرتمند هستند را انتخاب نمایند.

**فصل چهارم: مفروضات بازار سرمایه:** این فصل دلیل موجهی را برای استفاده از توزیع بازده تاریخی در پیش‌بینی نوع دارایی بیان می‌کند ما روش‌هایی را که به تشخیص این موضوع که «آیا تاریخ دوباره تکرار می‌شود» را بررسی می‌کنیم و این که آیا داده‌های تاریخی برای تخمین دقیق ویژگی‌های بازارهایی که می‌خواهیم در آن‌ها سرمایه‌گذاری کنیم کفایت می‌کنند. برای تعدیل پیش‌بینی‌های مبتنی بر داده‌های تاریخی و تغییر مقیاس توزیع‌ها یک سیستم معرفی می‌کنیم که با بررسی شکل توزیع داده‌ها به مشاوران اجازه محاسبه از طریق پیش‌بینی‌های رایج مثل مدیریت آلفا، مدیریت فی‌ها و اثرات مالیات بر مفروضات بازار سرمایه را فراهم می‌کند.

**فصل پنجم: بهینه‌سازی سبدها:** در فصل پنجم ما در نهایت تابع مطلوبیت سه بعدی را که با انتخاب دارایی‌ها و مفروضات بازار سرمایه در فصول قبل ایجاد شده را پیشینه می‌کنیم.

فرایند بهینه کردن را در قالب یک تابع ارائه می‌کنیم که خود از مؤلفه‌های سه بعد تشکیل شده است. یک دید مشهود از حرکت در یک فضای ترجیح ریسک با در نظر گرفتن سه بعد به نمایش در می‌آید این فصل با بررسی حساسیت سبد بهینه بر روی تخمین و برآورد خطاها پایان می‌یابد و توجه‌ها را به نتایج تخصیص دارایی‌ها بنیادی جلب می‌نماید. در این میان سه فرضیه مهم برای ساده‌تر کردن مسئله موجود بدون در معرض قرار گرفتن ریسک وجود دارد.

۱. ما فقط در سبدهای با دوره طولانی‌مدت سرمایه‌گذاری می‌کنیم (بالای ۱۰ سال).
۲. استفاده (برداشت) سبدهای سرمایه‌گذاری فقط بعد از بازنشستگی صورت می‌گیرد.
۳. تمام دارایی‌های انتخاب شده باید دارایی جاری باشند.