



Multi-Criteria Fuzzy Portfolio Optimization Considering Varying Levels of Investor Expectations

Ali Namaki *

*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Financial Engineering, Faculty of Accounting and Financial Sciences, College of Management, University of Tehran, Tehran, Iran. E-mail: alinamaki@ut.ac.ir

Saeid Shirkavand

Associate Prof., Department of Finance and Insurance, Faculty of Accounting and Financial Sciences, College of Management, University of Tehran, Tehran, Iran. E-mail: shirkavnd@ut.ac.ir

Amirsina Jirofti

Ph.D. Candidate, Department Financial Engineering, Kish International Campus, University of Tehran, Tehran, Iran. E-mail: amirsina.jirofti@ut.ac.ir

Abstract

Objective

The objective of the present research is the optimization of investment portfolios, considering all significant criteria for investors in a fuzzy environment, and taking into account various levels of investor expectations for each criterion based on their risk preferences. On one hand, the utilization of fuzzy logic in modeling this problem can enhance its alignment with real-world conditions by accommodating uncertainty in input data. On the other hand, the proposed model for portfolio selection incorporates not only risk and return as key factors for investors but also considers other important factors. These factors include short-term and long-term returns, liquidity, maximum and minimum investment ratios in each asset, dividend distribution, and cardinality constraint (the number of assets within the portfolio). Another objective of this research is to present an innovative model compared to existing ones by incorporating a logistic fuzzy membership function to

Citation: Namaki, Ali, Shirkavand, Saeid & Jirofti, Amirsina (2025). Multi-Criteria Fuzzy Portfolio Optimization Considering Varying Levels of Investor Expectations. *Financial Research Journal*, 27(1), 1-30. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2024.372592.1007574> (in Persian)



model various levels of investor expectations. This enables the formation of investment portfolios based on the priorities of investors with different risk appetites regarding different criteria.

Methods

The method of conducting this research involves initially addressing the optimization modeling of a nonlinear multi-objective problem in a fuzzy environment, considering all crucial factors for investors. Subsequently, employing quantitative methods and the foundations of fuzzy logic, we transform the problem into a single-objective linear problem, making it amenable to solution using conventional optimization methods and software. Ultimately, utilizing data from the 50 most active companies on the Tehran Stock Exchange (TSE) market, we implement the model and analyze the results.

Results

The research results indicate that the proposed model yields a return more than twice that of the index of the 50 most active companies on the Tehran Stock Exchange (TSE) for both aggressive and conservative investors. Additionally, the model, by incorporating a logistic-shaped membership function for various problem objectives, can be customized for investors with aggressive (risk-tolerant) or conservative (risk-averse) strategies. This customization is attributed to a parameter that determines the shape of the membership function in logistic functions, allowing the prioritization of different factors such as risk, short-term and long-term returns, liquidity, or dividend distribution for investors with varying levels of risk tolerance.

Conclusion

The utilization of logistic-shaped membership functions in a fuzzy environment, along with diverse criteria, can personalize the investment portfolio selection model for investors with different characteristics. This customization enables investors with various risk tolerances to construct a portfolio according to their priorities. This adaptability significantly enhances the practical applicability of the portfolio selection problem in the real world. Furthermore, employing computational methods and fuzzy principles allows the transformation of a nonlinear multi-objective problem into a single-objective linear model, facilitating its implementation and resolution.

Keywords: Fuzzy logistic membership function, Investment portfolio optimization, Multi-criteria portfolio.

بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری چندمعیاره فازی با در نظر گرفتن سطوح مختلف انتظارات سرمایه‌گذار

علی نمکی*

* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه مهندسی مالی، دانشکده حسابداری و علوم مالی، دانشکده‌گان مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.
ایانامه: alinamaki@ut.ac.ir

سعید شیرکوند

دانشیار، گروه مالی و بیمه، دانشکده حسابداری و علوم مالی، دانشکده‌گان مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: shirkavnd@ut.ac.ir

امیرسینا جیرفتی

دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، پردیس بین‌المللی کیش، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: amirsina.jirofti@ut.ac.ir

چکیده

هدف: هدف از پژوهش حاضر، بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن تمامی معیارهای با اهمیت برای سرمایه‌گذار، در یک محیط فازی با لحاظ کردن سطوح مختلف انتظارات سرمایه‌گذار برای هر یک از معیارها بر اساس ریسک‌پذیری آن‌هاست. بر این اساس، از یک طرف، استفاده از منطق فازی در مدل‌سازی این مسئله، به دلیل در نظر گرفتن عدم قطعیت در داده‌های ورودی، می‌تواند به افزایش تطابق مسئله با شرایط دنیای واقعی منجر شود. از طرف دیگر، در مدل انتخاب سبد سرمایه‌گذاری ارائه شده، علاوه بر ریسک و بازده، به عنوان دو عامل کلیدی برای سرمایه‌گذار، برخی عوامل مهم دیگر در نظر گرفته خواهد شد تا بتواند معیارهای مختلف برای سرمایه‌گذار، از جمله ریسک، بازده کوتاه مدت و بلندمدت، نقدشوندگی، بیشینه و کمینه نسبت سرمایه‌گذاری روی هر دارایی، سود تقسیمی و محدودیت کاردینالیته (تعداد دارایی‌های داخل پرتفوی) را لحاظ کند. هدف دیگر این پژوهش، ارائه مدلی نوآورانه نسبت به مدل‌های موجود با در نظر گرفتن تابع عضویت لاجستیک شکل فازی، به منظور مدل‌سازی سطوح انتظارات مختلف سرمایه‌گذاران است تا بتواند سبد سرمایه‌گذاری را بر اساس اولویت سرمایه‌گذاران با درجه ریسک‌پذیری مختلف نسبت به معیارهای متفاوت تشکیل دهد.

روش: روش انجام این پژوهش بدین ترتیب است که ابتدا به مدل‌سازی یک مسئله بهینه‌سازی چندهدفه غیرخطی، در یک محیط فازی با در نظر گرفتن تمامی عوامل مهم برای سرمایه‌گذار پرداخته می‌شود. سپس با استفاده از روش‌های کمی و مبانی منطق فازی، مسئله را به یک مسئله خطی تک هدفه تبدیل می‌کنیم تا با استفاده از روش‌ها و نرم‌افزارهای معمول، بهینه‌سازی قابل حل باشد. در نهایت با استفاده از شاخص ۵۰ شرکت فعال تر بورس اوراق بهادار، به پیاده‌سازی مدل و تحلیل نتایج خواهیم پرداخت.

استناد: نمکی، علی؛ شیرکوند، سعید و جیرفتی، امیرسینا (۱۴۰۴). بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری چندمعیاره فازی با در نظر گرفتن سطوح مختلف انتظارات سرمایه‌گذار. *تحقیقات مالی*، ۲۷(۱)، ۳۰-۱.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مدل ارائه‌شده برای هر دو سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر و محافظه‌کار، نسبت به شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر بورس اوراق بهادار، بازدهی بیش از دو برابری دارد. علاوه بر این، مدل ارائه‌شده، به دلیل در نظر گرفتن تابع عضویت لاجستیک‌شکل، برای اهداف مختلف مسئله می‌تواند برای سرمایه‌گذاران با استراتژی تهاجمی (ریسک‌پذیر) یا محافظه‌کار (ریسک‌گریز) شخصی‌سازی شود. دلیل این موضوع وجود پارامتر تعیین شکل تابع عضویت در توابع لاجستیک‌شکل است که می‌تواند اولویت عوامل مختلف از جمله ریسک، بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت، نقدشوندگی یا سود تقسیمی را برای سرمایه‌گذاران مختلف با سطوح متفاوت ریسک‌پذیری مشخص کند.

نتیجه‌گیری: استفاده از توابع عضویت لاجستیک‌شکل، در محیط فازی و معیارهای مختلف می‌تواند مدل انتخاب سبد سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران با ویژگی‌های مختلف شخصی‌سازی کند تا سرمایه‌گذاران با سطوح مختلف ریسک‌پذیری، بتوانند یک سبد سرمایه‌گذاری مطابق با اولویت‌های خود را تشکیل دهند. این موضوع به کاربردی شدن مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری در دنیای واقعی کمک بسزایی می‌کند. همچنین با استفاده از روش‌های محاسباتی و اصول فازی، می‌توان مسئله چندهدفه غیرخطی را به یک مدل تک‌هدفه خطی تبدیل کرد تا پیاده‌سازی و حل آن تسهیل شود.

کلیدواژه‌ها: بهبودسازی سبد سرمایه‌گذاری، تابع عضویت لاجستیک فازی، سبد سرمایه‌گذاری چند معیاره.

مقدمه

توسعه روزافزون بازارهای پول و سرمایه و همچنین طراحی انواع ابزارهای جدید مالی، موجب گسترش مباحث مالی در بین صاحب نظران و عموم علاقه‌مندان به بازار سرمایه شده است. در این میان، سرمایه‌گذاری به عنوان یک تصمیم مالی، سال‌هاست که توجه متخصصان این حوزه را به خود معطوف کرده است. در دهه‌های اخیر، با افزایش سرعت به‌روزرسانی علم مالی و اقتصاد و به تبع آن طراحی و استفاده از روش‌ها و ابزارهای نوین مالی، مفهوم سرمایه‌گذاری، گسترده‌تر و هوشمندانه‌تر از قبل شده است؛ به طوری که تمام فعالان عرصه سرمایه‌گذاری در پی شناسایی روش‌های سرمایه‌گذاری هستند که ضمن به ارمغان آوردن بیشترین بازده، ریسک سرمایه‌گذاری را به کمترین میزان تقلیل دهد.

یکی از رویکردهای کاربردی در جهت نیل به اهداف سرمایه‌گذاران، تشکیل سبد سرمایه‌گذاری بوده که از مسائل کلاسیک و مهم در زمینه تصمیم‌گیری مالی تلقی می‌شود. مفاهیم بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری، همواره نقش بسزایی در زمینه توسعه و درک بهتر تصمیمات سرمایه‌گذاری داشته است. در سال‌های اخیر، مدل‌ها و روش‌های گوناگونی به منظور بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری ارائه شده که هر یک در جهت بهبود و رفع نقص‌های موجود، توسط سایر روش‌ها و مدل‌ها جایگزین شده‌اند. مواجهه با عدم قطعیت حاکم بر بازارهای مالی در مدل‌های انتخاب سبد سرمایه‌گذاری با استفاده از مفاهیم نظریه فازی و لحاظ کردن معیارهای اقتصادی در مدل‌های مزبور و نیز بهره‌گیری از روش‌های نوین بهینه‌سازی در حل این مدل‌ها، از جمله مواردی است که در مدل‌سازی مسئله تشکیل سبد سرمایه‌گذاری بهینه رایج شده است. در میان مدل‌های موجود، موضوعی که سبب برتری یک مدل بر مدل‌ها و روش‌های دیگر می‌شود، کاربردی بودن مدل، میزان تطابق بالای آن با واقعیت و برآورده کردن هر چه بیشتر اولویت‌ها و مطلوبیت‌های مد نظر سرمایه‌گذاران است. به عبارت دیگر، لحاظ کردن ویژگی‌های مذکور در مدل‌های انتخاب سبد سرمایه‌گذاری سبب می‌شود که سرمایه‌گذاران و مدیران سرمایه‌گذاری بتوانند با اطمینان بیشتری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را اتخاذ کنند.

همان گونه که عنوان شد، به دلیل آنکه اطلاعات در دسترس در مورد دارایی‌ها و سایر موضوعات مرتبط در بازارهای مالی اغلب کامل نیست و بازارهای مالی دائم در معرض تغییراتی قرار دارند، بازده انتظاری دارایی‌های مالی و به تبع آن بازده انتظاری پرتفوی سرمایه‌گذاری، به طور دقیق قابل اندازه‌گیری نیستند. بنابراین در نظر گرفتن قطعیت در پارامترهای مربوط به مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری موجب ناکارآمد شدن مدل‌سازی می‌شود. از جمله راه‌های مواجهه با این عدم قطعیت، می‌توان به توابع توزیع احتمال و منطق فازی اشاره کرد. از آنجا که بازده دارایی‌ها، دارای انحراف‌های پیوسته و سیستماتیک از توزیع نرمال است، استفاده از توابع توزیع احتمال مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری را به مسئله‌ای پیچیده تبدیل کرده که مواجهه با آن، امری دشوار برای مدیران سرمایه‌گذاری است؛ اما استفاده از منطق فازی با استفاده از تابع عضویت تا حدود زیادی موجب رفع این پیچیدگی شده و می‌تواند روش مناسبی برای مدل‌سازی عدم قطعیت در مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری شود. در نتیجه می‌توان در مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری جهت مواجهه‌شدن با این عدم قطعیت از منطق فازی استفاده کرد.

همچنین علاوه بر ریسک و بازده عوامل مؤثر دیگری در انتخاب سبد سرمایه‌گذاری نقش دارند. این عوامل می‌توانند موجب ایجاد مدل چندمعیاره برای انتخاب سبد سرمایه‌گذاری شوند. از جمله این عوامل می‌توان به نرخ بازده بلندمدت، نرخ بازده کوتاه‌مدت، نقدشوندگی، حداقل و حداکثر نسبت سرمایه‌گذاری روی هر دارایی، تعداد دارایی‌های داخل پرتفوی و سود تقسیمی اشاره کرد. درنظر گرفتن پارامترهای فوق در مدل، موجب کاربردی کردن مدل انتخاب سبد سرمایه‌گذاری خواهد شد.

نکته دیگری که درخصوص بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری اهمیت دارد، درنظر گرفتن انتظارات سرمایه‌گذار بر اساس اولویت‌های هر یک است. در مدل‌های موجود انتخاب سبد سرمایه‌گذاری، عموماً سبد بهینه بدون درنظر گرفتن انتظارات سرمایه‌گذاران و فقط، بر اساس اطلاعات موجود در هریک از دارایی‌ها تشکیل می‌شود. درحالی که برخی از سرمایه‌گذاران، در مقایسه با دیگران ریسک‌پذیری بیشتری دارند و به دنبال بازده کوتاه‌مدت بالاترند. همچنین ممکن است که برخی از سرمایه‌گذاران، به دنبال نقدشوندگی بالاتری باشند و پارامتر نقدشوندگی پرتفوی، اولویت بیشتری نسبت به بازده بالاتر برای آن‌ها داشته باشد. اما مدل‌های موجود، عموماً به تمامی این سرمایه‌گذاران، یک سبد بهینه را پیشنهاد می‌کند. بر این اساس می‌توان با درنظر گرفتن تابع عضویت لاجستیک و تعیین پارامترهای آن‌ها سبدهای متفاوتی برای سرمایه‌گذاران با انتظارات مختلف بر اساس اولویت آن‌ها بهینه کرد.

در پژوهش حاضر مدل انتخاب سبد سرمایه‌گذاری چند معیاره با درنظر گرفتن محدودیت‌ها و توابع هدف کاربردی در محیط فازی با استفاده از توابع عضویت لاجستیک، برای سرمایه‌گذاران با انتظارات و اولویت‌های مختلف مدل‌سازی می‌شود. به عبارت بهتر در مدل پژوهش موجود، ابتدا به منظور درنظر گرفتن عدم قطعیت از منطق فازی استفاده شده است؛ سپس به منظور کاربردی کردن مدل عوامل مختلفی همچون نرخ بازده بلندمدت، نرخ بازده کوتاه‌مدت، نقدشوندگی، حداقل و حداکثر نسبت سرمایه‌گذاری روی هر دارایی، تعداد دارایی‌های داخل پرتفوی، سود تقسیمی و وجود یا عدم وجود فروش استقراضی در مدل درنظر گرفته شده است. همچنین برای سازگاری مدل با انتظارات و اولویت‌های سرمایه‌گذار از توابع عضویت لاجستیک استفاده شده تا با تنظیم پارامترهای آن، بتوان پرتفوی‌های گوناگونی بر اساس اولویت هر سرمایه‌گذار بهینه کرد.

در بخش بعدی پیشینه پژوهش بررسی می‌شود؛ سپس در روش‌شناسی پژوهش، مفاهیمی از منطق فازی و چگونگی مدل‌سازی مسئله و ارائه روش حل مناسب تشریح می‌شود. در مرحله بعد نیز به پیاده‌سازی مدل، بر اساس مثال عددی از بورس اوراق بهادار تهران بر اساس داده‌های واقعی پرداخته می‌شود و در نهایت، به جمع‌بندی مطالب و تحلیل نتایج و ارائه پیشنهادهایی جهت پژوهش‌های آتی پرداخته خواهد شد.

پیشینه پژوهش

مسئله بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری از جمله مهم‌ترین مسائل در دنیای مالی می‌باشد که اولین بار توسط (مارکویتز^۱،

(۱۹۵۲) ارائه شد. در واقع مارکوویتز فردی بود که برای اولین بار از انحراف معیار بازده دارایی‌ها به عنوان سنجه اندازه‌گیری ریسک استفاده کرد و یک مسئله بهینه‌سازی را برای حداقل‌سازی ریسک در سطح مشخصی از بازده طراحی کرد. اما در پژوهش‌های بعدی مشخص شد که این معیار، معیار مناسبی جهت اندازه‌گیری ریسک دارایی‌های مالی نیست؛ زیرا هرگونه انحراف، چه بالاتر و چه پایین‌تر از بازده انتظاری را به عنوان ریسک تلقی می‌کند و به دنبال کاهش آن است؛ در حالی که بازده بیشتر از میانگین برای سرمایه‌گذاران مطلوب است. بر این اساس و برای حل این مشکل، بعدها سنجۀ دیگری با عنوان سنجۀ نیم‌واریانس توسط مارکوویتز (۱۹۶۴) معرفی شد که امید ریاضی مجذور انحراف‌های منفی است؛ اما پس از آن، در تحقیقات دیگری که کونو و یامازاکی^۱ (۱۹۹۱) انجام دادند، سنجۀ ریسک جدیدی برای اندازه‌گیری ریسک معرفی کردند که از قدرمطلق انحراف از میانگین، به عنوان جایگزین انحراف معیار استفاده می‌کرد. بر این مبناء، استفاده از این سنجۀ ریسک باعث می‌شود که مدل بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری، به یک مدل برنامه‌ریزی خطی تبدیل شود. سنجۀ قدرمطلق انحراف از میانگین که از سنجه‌های اندازه‌گیری ریسک نامطلوب است، در سالیان بعد نیز به‌طور گسترده مورد استفاده قرار گرفت. برای نمونه، مقدم، ابراهیمی و رحمانی^۲ (۲۰۲۰) در پژوهش خود از این سنجه برای بهینه‌سازی استوار^۳ سبد سرمایه‌گذاری چند دوره‌ای با در نظر گرفتن متغیرهای رفتاری استفاده کردند. همچنین، منگ و شان^۴ (۲۰۲۱) نیز از سنجۀ ریسک نیم قدرمطلق انحراف از میانگین، برای بهینه‌سازی مدل فازی سبد سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن هزینه معاملات استفاده کردند.

اما فرض دیگری که در مدل‌های انتخاب سبد سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شد، فرض وجود توزیع نرمال برای بازده دارایی‌هاست. بر این اساس، فرض نرمال بودن توزیع بازده دارایی‌های مالی، در چند دهه اخیر مورد بحث بسیاری از محققان این حوزه بوده است. در ابتدا، برخی محققان همچون فاما^۵ (۱۹۶۵) نشان دادند که بازده دارایی‌ها، قله‌ای بلندتر و دنباله‌ای پهن‌تر نسبت به توزیع نرمال دارد که نام توزیع دم پهن^۶ را برای آن برگزیدند. همچنین فاما نشان داد که نقض فرض توزیع نرمال برای بازده دارایی‌ها در افق‌های زمانی کوتاه‌مدت بیشتر است. در دهه‌های بعد نیز محققان دیگری همچون مک‌نیل و فری^۷ (۱۹۹۹) و آپاراسیو و استرادا^۸ (۲۰۰۱) با استفاده از داده‌های مربوط به بازارهای مالی مختلف، انحراف‌های پیوسته و سیستماتیک از حالت نرمال با مشخصه‌های قله بلندتر و دنباله پهن‌تر نشان دادند.

بدین ترتیب، نقض فرض نرمال بودن توزیع بازده دارایی‌ها، استفاده از منطق فازی در مسئلۀ بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری را توجیه کرد. منطق فازی اولین بار توسط پرفسور لطفی‌زاده^۹ (۱۹۶۵)، از طریق تعریف تابع عضویت مفاهیم بیان شد. در نظریۀ مجموعه فازی، برخلاف نظریۀ مجموعه کلاسیک، هیچ مرز مشخصی بین عناصری که عضو

1. Konno & Yamazaki

2. Moghadam, Ebrahimi & Rahmani

3. Robust optimization

4. Meng & Shan

5. Fama

6. Fat tail

7. McNeil & Frey

8. Aparicio & Estrada

9. Zadeh

مجموعه هستند و عناصری که خارج از مجموعه‌اند، وجود ندارد. به عبارت بهتر، در منطق فازی، برخلاف منطق مجموعه کلاسیک، وضعیت عضویت هر رویداد در داخل یک مجموعه صفر و یک نیست و هر رویداد فازی با یک عدد عضویتی به یک مجموعه تعلق خواهد داشت. سپس بر همین مبنا، اندازه یک رویداد فازی توسط پرفسور لطفی زاده (۱۹۷۸) از طریق مفهوم اندازه امکان^۱ معرفی شد. همچنین (بلمن و لطفی زاده^۲، ۱۹۷۰) نظریه تصمیم‌گیری فازی را مطرح کردند. آن‌ها فرایند تصمیم‌گیری در یک محیط فازی را توسط یک مجموعه تصمیم که از اهداف فازی و محدودیت‌های فازی تشکیل می‌شود، تعریف کردند. این تعریف بعدها به اصل بلمن - زاده معروف شد. نظریه‌های فازی، بعدها توسط لیو^۳ (۲۰۰۴) با مطرح کردن نظریه اعتبار فازی^۴ و گسترش آن توسط خودش در سال ۲۰۰۷ توسعه پیدا کرد. همچنین، در یکی از آخرین توسعه‌های منطق فازی، نظریه اعداد Z ^۵ توسط پرفسور (لطفی زاده، ۲۰۱۱) مطرح شد. بر این اساس، هر عدد Z براساس یک جفت عدد فازی بیان می‌شود که عامل اول محدودیت روی متغیر و عامل دوم میزان اعتبار عامل اول است که هر دو از طریق یک عدد فازی تشریح می‌شوند.

همان طور که عنوان شد، به دلیل محدودیت‌های موجود در توزیع‌های احتمالی بازده دارایی‌های مالی، منطق فازی در مدل‌های انتخاب سبد سرمایه‌گذاری به‌طور گسترده مورد استفاده قرار گرفت. برای نمونه، لی، بایندر و هلوسکووا^۶ (۲۰۰۱) با در نظر گرفتن بازده انتظاری و کواریانس بین دارایی‌ها به صورت اعداد بازه‌ای^۷ که از مباحث منطق فازی است با استفاده از رویکرد مارکوییتز، به مدل‌سازی مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری اقدام کردند. همچنین پارا، ترول و اوریا^۸ (۲۰۰۱) با استفاده از یک تابع سه هدفه شامل بازده، ریسک و نقدشوندگی از نظریه تصمیم‌گیری فازی با در نظر گرفتن هزینه معاملات برای مدل‌سازی خود استفاده کردند. پس از آن، کارلسون، فولر و منچندر^۹ (۲۰۰۲) با در نظر گرفتن بازده دارایی‌ها به صورت اعداد فازی دوزنقه‌ای و به دست آوردن رابطه‌ای برای بازده و ریسک دارایی‌ها بر اساس نظریه امکان فازی، از طریق شاخص ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار مدل خود را بهینه کردند. هانگ^{۱۰} (۲۰۱۰) در مدل انتخاب سبد سرمایه‌گذاری، از واریانس یک متغیر فازی تحت نظریه اعتبار به منظور اندازه‌گیری ریسک استفاده کرد. گوپتا، اینیگوچی، مهلووات و میتال^{۱۱} (۲۰۱۳) مدلی بر مبنای استفاده از نظریه تصمیم‌گیری فازی با در نظر گرفتن توابع عضویت برای ریسک و بازده تشکیل دادند. همچنین ژانگ، ژانگ و خو^{۱۲} (۲۰۱۱) مدل کارلسون را به صورت چند دوره‌ای با در نظر گرفتن هزینه معاملاتی اصلاح کردند. وانگ و واتادا^{۱۳} (۲۰۱۲) نیز در مدل انتخاب سبد سرمایه‌گذاری چندمعیاره، از نظریه اعتبار

1. Possibility measure
2. Bellman & Zadeh
3. Liu
4. Credibility theory
5. Z-number theory
6. Lee, Binder & Hlouskova
7. Interval Numbers
8. Parra, Terol & Uria
9. Carlsson, Fullér & Majlender
10. Huang
11. Gupta, Inuiguchi, Mehlawat & Mittal
12. Zhang, Zhang & Xu
13. Wang & Watada

فازی و سنجۀ ارزش در معرض ریسک استفاده کردند. لی، لی، کین و چنگ^۱ (۲۰۱۳) با رویکرد مشابه، این بار به کمک نظریۀ امکان مدل سازی خود را انجام دادند. علاوه بر این، گوپتا، کومار، اینیگوچی و چاندرا^۲ (۲۰۱۴) از محدودیت نقدشوندگی در مدل انتخاب سبد سرمایه گذاری با رویکرد فازی بر اساس برنامه ریزی بازه ای استفاده کردند. پس از آن ها، جیرفتی و نجفی^۳ (۲۰۱۸) از اعداد Z برای در نظر گرفتن بازه دارایی ها بهره جستند و یک مدل سیمپلکس فازی تعمیم یافته برای بهینه سازی سبد سرمایه گذاری را توسعه دادند. چن و ژو^۴ (۲۰۱۹) از یک مدل فازی چندهدفه برای بهینه سازی سبد سرمایه گذاری با استفاده از الگوریتم های فراابتکاری بهره بردند. پیکانی، نوری، عشقی، خامه چیان و فرخی اصل^۵ (۲۰۲۱) یک مدل ریاضیات فازی چندهدفه برای بهینه سازی چند دوره ای سبد سرمایه گذاری در یک محیط غیرقطعی ارائه کردند. علاوه بر این، گنگ، یو، مین و گی^۶ (۲۰۲۱) نیز از تئوری پشیمانی^۷ برای انتخاب سبد سرمایه گذاری چندهدفه فازی با استفاده از تحلیلی پوششی داده ها^۸ استفاده کردند. همچنین ژانگ، لیو و یانگ^۹ (۲۰۲۲) از یک مدل فازی برای بهینه سازی چند دوره ای سبد سرمایه گذاری با در نظر گرفتن فروش استقرایی، به منظور توسعه یک سیستم معاملات خودکار سه مرحله ای استفاده کردند.

در پژوهش های داخلی انجام شده در این حوزه نیز، موسوی کاخکی و خطابی (۱۴۰۳) به بهینه سازی سبد سرمایه گذاری با در نظر گرفتن ترجیحات رفتاری و حافظۀ سرمایه گذار بر اساس الگوریتم فراابتکاری ژنتیک پرداختند. نتایج پژوهش آن ها نشان دهنده آن است که حافظه سرمایه گذار در مقایسه با ترجیحات رفتاری، معیار مناسب تری برای بهینه سازی سبد سهام است. تقی زادگان، زمردیان، فلاح شمس و سعدی (۱۴۰۲) نیز به مقایسۀ مدل بهینه سازی مارکویتز و مدلی بر مبنای ارزش در معرض ریسک بر اساس ریسک عدم نقدشوندگی با استفاده از اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تیموری آشتیانی، حمیدیان و جعفری (۱۴۰۱) مدلی انتخاب سبد سرمایه گذاری مبتنی بر استراتژی معاملاتی مومنتوم، معکوس و هیبرید ارائه کردند. پژوهش آن ها که از دو روش گرگ خاکستری و پنل پویا بهره گرفته بود، نشان داد که روش گرگ خاکستری، در مقایسه با روش پانل پویا، دقت بیشتری دارد و استراتژی های ترکیبی نسبت به استراتژی مومنتوم ساده، بازده اضافی بیشتری را در بازه بلندمدت نصیب سرمایه گذاران می کند. گل ارضی و انصاری (۱۴۰۱) نیز در پژوهش خود برای انتخاب پرتفوی بهینه، از مقایسۀ دو الگوریتم های بهینه سازی تکاملی چندهدفه، شامل الگوریتم ژنتیک مرتب سازی نامغلوب و الگوریتم تکاملی قدرت پارتو بهبود یافته استفاده کردند که نتایج آن حاکی از برتری الگوریتم تکاملی قدرت پارتو دارد. با وجود انجام پژوهش های فراوان در حوزه بهینه سازی سبد سرمایه گذاری، می توان ادعا کرد که در پژوهش های صورت گرفته تاکنون، به موضوع در نظر گرفتن سطوح مختلف

1. Li, Li, Qin & Cheng

2. Kumar, Inuiguchi & Chandra

3. Jirofti & Najafi

4. Chen & Xu

5. Peykani, Nouri, Eshghi, Khamechian & Farrokhi-Asl

6. Gong, Yu, Min & Ge

7. Regret theory

8. Data Envelopment Analysis (DEA)

9. Zhang, Liiu & Yang

انتظارات سرمایه‌گذار توجه چندانی نشده است. به عبارت بهتر پژوهش‌های صورت گرفته، عموماً به پیدا کردن یک پرتفوی بهینه برای تمامی سرمایه‌گذاران با انتظارات و اولویت‌های مختلف می‌پردازد؛ درحالی که این تفاوت در انتظارات می‌تواند بر ترکیب دارایی‌های پرتفوی بهینه اثرگذار باشد. از این رو، پژوهش حاضر سعی کرده است تا با به‌کارگیری مفاهیم فازی و استفاده از تابع عضویت لاجستیک‌شکل، از طریق استفاده از مدل کاربردی چندمعیاره، پرتفوی بهینه را با انتظارات مختلف سرمایه‌گذاران تطبیق دهد؛ به‌طوری که برای مثال، پرتفوی بهینه شده برای یک سرمایه‌گذار با رویکرد تهاجمی با پرتفوی سرمایه‌گذار با رویکرد محافظه‌کار متفاوت باشد و بتواند انتظارات هر یک را با توجه به ویژگی‌های آن‌ها برآورده کند.

روش‌شناسی پژوهش

مجموعه فازی

فرض کنید X یک مجموعه جهانی است که عنصر عمومی آن با x نشان داده می‌شود. یک مجموعه فازی A در X ، مجموعه‌ای متشکل از زوج‌های مرتب $A = \{x, \mu_A(x) : x \in X\}$ است که $\mu_A(x)$ به‌عنوان تابع عضویت یا درجه عضویت $x \in X$ در بازه حقیقی $[0, 1]$ تعریف می‌شود. مجموعه فازی A در X ، منحصراً به‌وسیله تابع عضویت $\mu_A(x)$ توصیف می‌شود، این تابع به هر عنصر x ، یک عدد حقیقی متناهی و غیرمنفی در بازه $[0, 1]$ اختصاص می‌دهد. مقدار $\mu_A(x)$ بیانگر «درجه عضویت» x در A است که هر چه این مقدار به یک نزدیک‌تر باشد، درجه «تعلق» x به A بیشتر است.

تئوری تصمیم‌گیری فازی^۱

فرض کنید در یک مسئله تصمیم‌گیری، مجموعه‌های فازی روی مجموعه‌ای از گزینه‌های ممکن (X)، تعریف و هدف فازی G در X ، توسط مجموعه فازی G در X تعیین شده باشند. به همین شکل، می‌توان یک محدودیت فازی C نیز در X تعریف کرد. بر این اساس و با توجه به اهداف و محدودیت‌ها تعریف کرد. باید توجه کرد که اهداف و محدودیت‌ها در محیط فازی رفتاری، کاملاً مشابه خواهند داشت. به‌صورت دقیق‌تر، اگر فضایی متشکل از متغیرهای تصمیم X داشته باشیم، آنگاه تصمیم فازی D به‌عنوان یک مجموعه فازی در X و به‌صورت $D = G \cap C$ تعریف می‌شود که در آن $\cap$ یک عملگر عطف است و معانی و جایگزین‌های مختلفی در موقعیت‌های تجربی دارد. حال می‌توان بر اساس توابع عضویت، تصمیم فازی را به‌شکل زیر فرموله کرد:

$$\mu_D(x) = \min(\mu_G(x), \mu_C(x)), \quad \forall x \in X \quad (\text{رابطه ۱})$$

که در آن $\mu_G(x)$ و $\mu_C(x)$ به ترتیب توابع عضویت هدف و محدودیت فازی هستند. به طور کلی، اگر m هدف فازی $G_i (i = 1, 2, \dots, m)$ و n محدودیت فازی $C_i (i = 1, 2, \dots, n)$ وجود داشته باشد، تصمیم فازی به کمک مجموعه زیر تعریف می شود:

$$D = \{G_1 \cap G_2 \cap \dots \cap G_m\} \cap \{C_1 \cap C_2 \cap \dots \cap C_n\} \quad \text{رابطه ۲}$$

و تابع عضویت آن نیز به شکل زیر تعیین می شود:

$$\mu_D(x) = \min(\mu_{G_1}(x), \mu_{G_2}(x), \dots, \mu_{G_m}(x), \mu_{C_1}(x), \mu_{C_2}(x), \dots, \mu_{C_n}(x)), \forall x \in X \quad \text{رابطه ۳}$$

اصل بلمن – زاده

بلمن و لطفی زاده پیشنهاد دادند که تصمیم ماکزیم سازی x^* بر اساس مجموعه غیر فازی زیر تعریف شود:

$$D^* = \{x^* \in X | x^* = \arg \max\{\mu_D(x)\} = \arg \max\{\min(\mu_G(x), \mu_C(x))\}\} \quad \text{رابطه ۴}$$

به عبارت دیگر وقتی m هدف فازی و n محدودیت فازی وجود داشته باشد، تصمیم بهینه را می توان به صورت زیر به دست آورد:

$$\begin{aligned} D^* &= \{x^* \in X | x^* = \arg \max\{\mu_D(x)\} \\ &= \arg \max\{\min(\mu_{G_1}(x), \mu_{G_2}(x), \dots, \mu_{G_m}(x), \mu_{C_1}(x), \mu_{C_2}(x), \dots, \mu_{C_n}(x))\} \} \end{aligned} \quad \text{رابطه ۵}$$

به عبارت دیگر، تصمیم ماکزیم سازی x^* می تواند به عنوان یک جایگزین با بالاترین (درجه) عضویت در تصمیم فازی D به صورت زیر تعریف شود:

$$\mu_D(x^*) = \bigcup \mu_D(x) \quad \text{رابطه ۶}$$

تصمیم ماکزیم سازی x^* بر اساس تعریف عملگرهای $\bigcup$ و $\bigcap$ ، ممکن است به عنوان یک تصمیم بهینه به صورت های مختلف تفسیر شود. به طور مثال، عملگر $\bigcap$ می تواند نشان دهنده اشکال گوناگونی از عملگرهای عطف، مانند عملگر کمینه، مجموع وزنی اهداف و محدودیت ها، عملگر ضرب، عملگر میانگین، حاصل ضرب محدود و عملگر بیشینه ها ماکر^۱ باشد و عملگر $\bigcup$ نیز می تواند توسط جمع جبری، جمع محدود و عملگر بیشینه یا گر^۲ جایگزین شود. از میان عملگرهای مذکور، عموماً عملگر max-min پیشنهاد شده در رویکرد بلمن – لطفی زاده، در عمل به کار گرفته می شود. انتخاب عملگرها مبتنی بر اولویت های تصمیم گیرنده و شرایط مسئله است.

تابع لاجستیک^۱

همان طور که عنوان شد، برای بیان سطوح مطلوبیت سرمایه‌گذاران می‌بایست از یک تابع عضویت لاجستیک برای اعداد فازی استفاده کرد. تابع عضویت (S شکل) لاجستیک شکلی شبیه به تابع هذلولی مماس^۲ دارد؛ در حالی که استفاده از آن به مراتب راحت‌تر است. علاوه بر این، تابع عضویت لاجستیک حتی زمانی که اپراتور ضرب، به جای اپراتور مینیمم مورد استفاده قرار گیرد، خطی بودن خود را حفظ می‌کند. همچنین، یک تابع عضویت دوزنقه‌ای تقریبی از یک تابع لاجستیک است.

سرمایه‌گذار سطوح انتظارات خود را بر مبنای دانش و تجربه‌های قبلی خود تعیین می‌کند. بر این اساس، می‌توان از یک تابع عضویت S شکل غیرخطی برای بیان این سطوح انتظارات مبهم استفاده کرد. این تابع عضویت S شکل به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$f(x) = \frac{1}{1 + \exp(-\alpha x)} \quad \text{رابطه ۷}$$

که در آن $(-\infty < \alpha < \infty)$ یک پارامتر فازی است که درجه ابهام را اندازه‌گیری می‌کند. شایان ذکر است تابع لاجستیک در نظر گرفته شده، یک تابع مناسب برای نمایش سطوح انتظارات مبهم سرمایه‌گذار در یک مسئله تصمیم‌گیری فازی است.

نیم قدر مطلق انحراف معیار^۳

اسپرینزا^۴ (۱۹۹۳) اولین بار نتیجه نیم قدر مطلق انحراف معیار را به عنوان جایگزینی برای اندازه‌گیری ریسک مالی پیشنهاد کرد. او در مقاله خود نشان داد که اگر تابع ریسک، به صورت ترکیبی خطی از میانگین انحراف‌ها بیشتر و کمتر از بازده سبد سرمایه‌گذاری لحاظ شود و مجموع ضرایب این ترکیب خطی مثبت باشد، مدل جدیدی تحت عنوان مدل میانگین - قدر مطلق انحراف معیار به دست می‌آید. بر این اساس اگر بازده‌ها از توزیع نرمال پیروی کنند، این مدل با مدل مارکویتز معادل خواهد بود. علاوه بر این، اسپرینزا (۱۹۹۳) نشان داد که از طریق انتخاب مناسب ضرایب ترکیب خطی (به شکل یک برای انحراف‌های کمتر و صفر برای انحراف‌های بیشتر از میانگین)، می‌توان تعداد محدودیت‌ها را در مقایسه با مدل میانگین - قدر مطلق انحراف معیار به یک دوم کاهش داد.

نیم قدر مطلق انحراف معیار بازده سبد سرمایه‌گذاری، بر اساس بازده مورد انتظار بازده‌های زمانی گذشته را می‌توان به صورت زیر نمایش داد:

$$w_t(x_1, x_2, \dots, x_n) = \left| \min \left\{ 0, \sum_{i=1}^n (r_{it} - r_i) x_i \right\} \right| = \frac{|\sum_{i=1}^n (r_{it} - r_i) x_i| + \sum_{i=1}^n (r_i - r_{it}) x_i}{2} \quad \text{رابطه ۸}$$

1. Logistic Function

2. Tangent Hyperbolic Function

3. Semi-Absolute Deviation

4. Speranza

معیارهای ارزیابی پرتفوی

نسبت شارپ^۱: یکی از معیارهای بسیار مهم در زمینه ارزیابی و بررسی پرتفوی سرمایه‌گذاری، نسبت شارپ نام دارد؛ نسبتی که به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا بازده یک سرمایه‌گذاری نسبت به ریسک آن را بسنجند و اولین بار توسط بیل شارپ^۲ معرفی شد. به عبارت بهتر، نسبت شارپ میانگین بازده به‌دست‌آمدهٔ مازاد بر نرخ سود بدون ریسک، به ازای هر واحد از نوسان‌پذیری یا ریسک کل را نشان می‌دهد. در نسبت شارپ از سنجۀ انحراف معیار بازده دارایی‌ها به‌منظور اندازه‌گیری ریسک سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. بر این اساس نسبت شارپ را می‌توان از طریق رابطه زیر محاسبه کرد:

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad \text{رابطه ۹}$$

در رابطه بالا، R_f برابر نرخ بازده بدون ریسک، R_p بازده پرتفوی و σ_p برابر انحراف معیار بازده پرتفوی است. در تحلیل نسبت شارپ، می‌توان گفت که به‌طور کلی، نسبت بالاتر از ۱ برای سرمایه‌گذار قابل قبول است؛ اما هر چقدر این نسبت بالاتر باشد، نشان‌دهندۀ مطلوبیت بیشتر پرتفوی خواهد بود؛ زیرا مقدار بیشتر این شاخص، به معنای بازده مازاد بیشتر نسبت به بازده بدون ریسک به ازای یک واحد ریسک پرتفوی است.

نسبت ترینر^۳: نسبت ترینر که اولین بار توسط جک ال ترینر^۴ مطرح شد، بازده مازاد بر نرخ بازده بدون ریسک را نسبت به ریسک سیستماتیک تعدیل می‌کند. در شاخص ترینر از ریسک سیستماتیک برای تفسیر نوسان‌های بازده استفاده می‌شود. برخلاف نسبت شارپ که بازده مازاد را نسبت به ریسک غیرسیستماتیک اندازه‌گیری می‌کند، این معیار در واقع بیان‌کننده این موضوع است که در ازای یک واحد از ریسک سیستماتیک، چه میزان بازده تعدیل شده نصیب سرمایه‌گذار می‌شود. به‌منظور به‌دست آوردن ریسک سیستماتیک از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۵ استفاده می‌شود. بر این اساس برای محاسبه نسبت ترینر از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \quad \text{رابطه ۱۰}$$

در رابطه بالا β_p بیانگر ریسک سیستماتیک پرتفوی بوده که از طریق میانگین موزون ضرایب بتای دارایی‌های پرتفوی حاصل می‌شود. ضریب بتا برای هر دارایی نیز از طریق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) به‌دست می‌آید.

آلفای جنسن: آلفای جنسن نیز مانند نسبت ترینر با استفاده از CAPM محاسبه می‌شود. اسم معیار جنسن، برگرفته از اسم خالق آن مایکل سی جنسن^۶ است و سود اضافی و بیش از حد انتظار ایجاد شده توسط پورتفوی را محاسبه می‌کند.

-
1. Sharpe ratio
 2. Bill Sharpe
 3. Treynor ratio
 4. Jack L. Treynor
 5. Capital Asset Pricing Model (CAPM)
 6. Michael C. Jensen

در واقع این معیار حاصل تفاضل بین بازده مازاد محقق شده با بازده مورد انتظار از طریق مدل CAPM است و از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\alpha_i = (R_p - R_f) - \beta_p(R_m - R_f) \quad \text{رابطه ۱۱}$$

در رابطه بالا R_p برابر بازده پرتفوی، β_p ضریب بتای پرتفوی، R_m بازده بازار و R_f نرخ بازده بدون ریسک است.

مدل مفهومی بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری

به منظور مدل‌سازی مسئله، ابتدا پارامترهای مربوط به پنج معیار بازده کوتاه‌مدت، بازده بلندمدت، نقدشوندگی، سود تقسیمی و ریسک را برای هر یک از دارایی‌ها محاسبه می‌کنیم. بدین منظور، برای بازده کوتاه‌مدت، میانگین عملکرد دارایی‌ها طی ۱۲ ماه گذشته و برای بازده بلندمدت، میانگین عملکرد دارایی‌ها طی ۳۶ ماه گذشته در نظر گرفته می‌شود. همچنین، در این مدل‌ها سود تقسیمی سالانه در نظر گرفته خواهد شد. برای یک بازده مورد انتظار داده شده، نیم قدر مطلق انحراف معیار «منفی» به عنوان جریمه در نظر گرفته شده و ریسک سبد سرمایه‌گذاری را اندازه‌گیری می‌کند. برای نقدشوندگی دارایی‌ها، فرض می‌کنیم که نرخ حجم معاملات که برای تعیین مقدار نقدشوندگی دارایی‌ها به کار می‌رود، دارای توزیع امکان دوزنقه‌ای است. یک عدد دوزنقه‌ای فازی که به شکل $\tilde{A} = (a, b, \alpha, \beta)$ نشان داده می‌شود با بازه ترانس $^1[a, b]$ ، عرض چپ $^2\alpha$ و عرض راست $^3\beta$ دارای تابع عضویت زیر است:

$$\mu_{\tilde{A}}(t') = \begin{cases} \frac{t' - (a - \alpha)}{\alpha}, & a - \alpha \leq t' \leq a, \\ 1, & a \leq t' \leq b, \\ \frac{b' + \beta - t'}{\beta}, & b \leq t' \leq b + \beta, \\ 0, & \text{در غیر صورت این} \end{cases} \quad \text{رابطه ۱۲}$$

عدد فازی دوزنقه‌ای $L_i = (L_{a_i}, L_{b_i}, L_{\alpha_i}, L_{\beta_i})$ را به عنوان نرخ حجم معاملات دارایی نام قرار می‌دهیم. در نتیجه نرخ حجم معاملات سبد سرمایه‌گذاری از طریق رابطه $\sum_{i=1}^n \tilde{L}_i x_i$ به دست می‌آید. با استفاده از اصل توسعه فازی، میانگین امکان^۴ برای نرخ حجم معاملات فازی برای آامین دارایی به شکل زیر به دست می‌آید:

$$\begin{aligned} E(\tilde{L}_i) &= \int_0^1 \gamma (L_{a_i} - (1 - \gamma)L_{\alpha_i} + L_{b_i} + (1 - \gamma)L_{\beta_i}) d\gamma \\ &= \frac{L_{a_i} + L_{b_i}}{2} + \frac{L_{\beta_i} - L_{\alpha_i}}{6} \end{aligned} \quad \text{رابطه ۱۳}$$

1. Tolerance Interval
2. Left Width
3. Right Width
4. The Crisp Possibilistic Mean

در نتیجه مقدار میانگین امکان برای نقدشوندگی سبد سرمایه‌گذاری برابر است با:

$$E(\tilde{L}(x)) = E\left(\sum_{i=1}^n \tilde{L}_i x_i\right) = \sum_{i=1}^n \left(\frac{L_{a_i} + L_{b_i}}{2} + \frac{L_{\beta_i} - L_{\alpha_i}}{6}\right) x_i \quad \text{رابطه ۱۴}$$

برای به‌دست‌آوردن پارامترهای عدد فازی دوزنقه‌ای $L_i = (L_{a_i}, L_{b_i}, L_{\alpha_i}, L_{\beta_i})$ نیز سه فاکتور در نظر گرفته می‌شود: ۱. میانگین حساسی نقدشوندگی دارایی‌ها که می‌تواند به‌عنوان یک تقریب خوب برای محاسبه پارامترهای عدد دوزنقه‌ای فازی استفاده شود؛ ۲. گرایش نقدشوندگی دارایی که نشان‌دهنده نقدشوندگی اخیر دارایی‌هاست. براین اساس اگر نقدشوندگی اخیر دارایی‌ها افزایشی باشد، می‌توان باور داشت که نقدشوندگی دارایی از میانگین حساسی آن بیشتر است و برعکس؛ ۳. استفاده از صورت‌های مالی و نظر خبرگان که می‌تواند نشانگر کاهش یا افزایش حجم معاملات در سال‌های آتی باشد.

در مرحله بعدی می‌توان فرض کرد که تمامی سرمایه‌گذاران بر حسب گرایش آن‌ها در میزان تحمل ریسک به دو گروه مجزا تقسیم می‌شوند: تهاجمی^۱ (گرایش ضعیف به مخالفت با ریسک) و محافظه‌کار^۲ (گرایش قوی به مخالفت با ریسک). براین اساس تابع عضویت S شکل غیر خطی برای بیان سطوح مبهم مطلوبیت سرمایه‌گذار نسبت به معیار چندان‌ه برای انتخاب سبد سرمایه‌گذاری به کار گرفته می‌شوند.

بر اساس موارد فوق مدل انتخاب سبد سرمایه‌گذاری چندهدفه به شکل زیر مدل‌سازی می‌شود:

$$\max f_1(x) = \sum_{i=1}^n r_i^{12} x_i \quad \text{رابطه ۱۵}$$

$$\max f_2(x) = \sum_{i=1}^n r_i^{36} x_i \quad \text{رابطه ۱۶}$$

$$\max f_3(x) = \sum_{i=1}^n d_i x_i \quad \text{رابطه ۱۷}$$

$$\min f_4(x) = w(x) = \sum_{t=1}^T \frac{|\sum_{i=1}^n (r_{it} - r_i) x_i| + \sum_{i=1}^n (r_i - r_{it}) x_i}{2T} \quad \text{رابطه ۱۸}$$

subject to

$$\sum_{i=1}^n \left(\frac{L_{a_i} + L_{b_i}}{2} + \frac{L_{\beta_i} - L_{\alpha_i}}{6}\right) x_i \geq L \quad \text{رابطه ۱۹}$$

1. Aggressive

2. Conservative

$$\sum_{i=1}^n x_i = 1 \quad \text{رابطه ۲۰}$$

$$\sum_{i=1}^n y_i = h \quad \text{رابطه ۲۱}$$

$$x_i \leq u_i y_i, \quad i = 1, 2, \dots, n \quad \text{رابطه ۲۲}$$

$$x_i \geq l_i y_i, \quad i = 1, 2, \dots, n \quad \text{رابطه ۲۳}$$

$$x_i \geq 0, \quad i = 1, 2, \dots, n \quad \text{رابطه ۲۴}$$

$$y_i \in \{0, 1\}, \quad i = 1, 2, \dots, n \quad \text{رابطه ۲۵}$$

در روابط بالا، r_i نرخ بازده مورد انتظار دارایی i ام؛ x_i نسبتی از سرمایه کل که به دارایی i ام تخصیص داده شده است؛ y_i یک متغیر دودویی که نشان می‌دهد دارایی i ام در سبد سرمایه‌گذاری قرار دارد یا خیر.

$$y_i = \begin{cases} 1, & \text{اگر دارایی } i \text{ام در سبد سرمایه‌گذاری باشد} \\ 0, & \text{در غیر این صورت} \end{cases}$$

d_i سود تقسیمی سالانه برای دارایی i ام؛ r_i^{12} : میانگین عملکرد دارایی i ام طی یک دوره ۱۲ ماهه؛ r_i^{36} میانگین عملکرد دارایی i ام طی یک دوره ۳۶ ماهه؛ r_{it} بازده تاریخی دارایی i ام طی t دوره قبلی؛ u_i حداکثر نسبتی از سرمایه کل که می‌توان به دارایی i ام تخصیص داد؛ l_i حداقل نسبتی از سرمایه کل که می‌توان به دارایی i ام تخصیص داد؛ L کمترین مطلوبیت سرمایه‌گذار از نقدشوندگی سبد سرمایه‌گذاری؛ $\tilde{L}_i$ نرخ حجم معاملات فازی دارایی i ام؛ h تعداد دارایی‌هایی که در سبد سرمایه‌گذاری نگهداری می‌شود و T زمان کل.

همچنین توابع هدف f_1 و f_2 و f_3 و f_4 به ترتیب بیانگر بازده کوتاه‌مدت، بازده بلندمدت، سود تقسیمی و ریسک است که به شکل زیر محاسبه می‌شوند:

$$\text{در تابع } f_1 \text{ (رابطه ۱۵)، } r_i^{12} = \frac{1}{12} \sum_{t=1}^{12} r_{it} \text{ با } i = 1, 2, \dots, n \text{ است و } r_{it} \text{ از طریق داده‌های تاریخی تعیین می‌شود. در تابع } f_2 \text{ (رابطه ۱۶)، } r_i^{36} = \frac{1}{36} \sum_{t=1}^{36} r_{it} \text{ با } i = 1, 2, \dots, n \text{ است.}$$

حذف تابع قدر مطلق از تابع f_4 (رابطه ۱۸) مسئله را به یک مسئله چندهدفه برنامه‌ریزی خطی و مختلط عدد صحیح تبدیل خواهد کرد. بدین منظور می‌توان رابطه ۱۸ را به شکل زیر بازنویسی کرد:

$$\min f_4(p) = w(p) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T p_t \quad \text{رابطه ۲۶}$$

Subject to: رابطه ۲۷

$$p_t + \sum_{i=1}^n (r_{it} - r_i) x_i \geq 0, \quad t = 1, 2, \dots, T,$$

$$p_t \geq 0, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad \text{رابطه ۲۸}$$

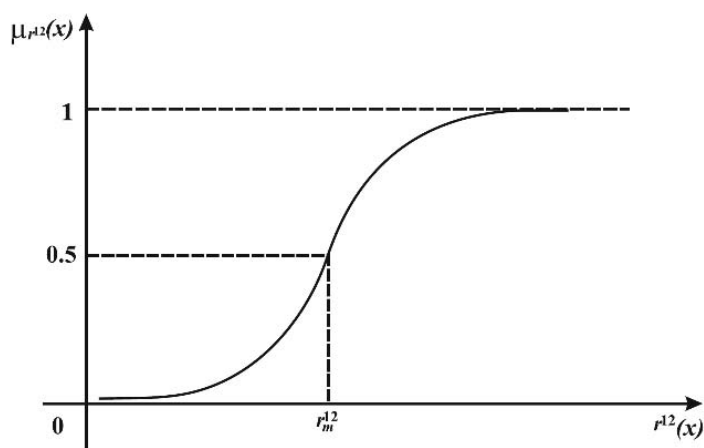
روش حل مسئله

روش حل مسئله از طریق مراحل زیر است. در اینجا چهار تابع هدف (بازده کوتاه‌مدت، بازده بلندمدت، سود تقسیمی سالانه و ریسک) و محدودیت نقدشوندگی سبد سرمایه‌گذاری، مبهم و غیرقطعی در نظر گرفته می‌شوند. در ادامه به تعریف سطوح انتظارات مبهم سرمایه‌گذار می‌پردازیم.

تابع عضویت برای بازده مورد انتظار کوتاه‌مدت هدف توسط رابطه زیر بیان می‌شود:

$$\mu_{r_{12}}(x) = \frac{1}{1 + \exp\left(-\alpha_{r_{12}}\left(\sum_{i=1}^n r_i^{12} x_i - r_m^{12}\right)\right)} \quad \text{رابطه ۲۹}$$

که در آن r_m^{12} نقطه میانه (میانه سطح انتظارات از بازده مورد انتظار کوتاه‌مدت) است که مقدار تابع عضویت در آن برابر با ۰/۵ است و $\alpha_{r_{12}}$ از طریق سرمایه‌گذار و با توجه به درجه رضایت او از این هدف تعیین می‌شود.

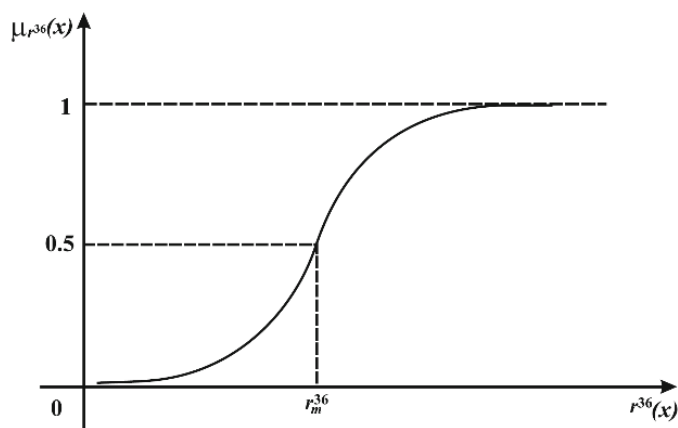


شکل ۱. تابع عضویت برای بازده مورد انتظار کوتاه‌مدت هدف

تابع عضویت برای بازده بلندمدت هدف با استفاده از رابطه زیر بیان می‌شود:

$$\mu_{r_{36}}(x) = \frac{1}{1 + \exp\left(-\alpha_{r_{36}}\left(\sum_{i=1}^n r_i^{36} x_i - r_m^{36}\right)\right)} \quad \text{رابطه ۳۰}$$

که در آن r_m^{36} نقطه میانه (میانه سطح انتظارات از بازده مورد انتظار بلندمدت) است که مقدار تابع عضویت در آن برابر با ۰/۵ است و $\alpha_{r_{36}}$ از طریق سرمایه‌گذار و با توجه به درجه رضایت او از این هدف تعیین می‌شود.

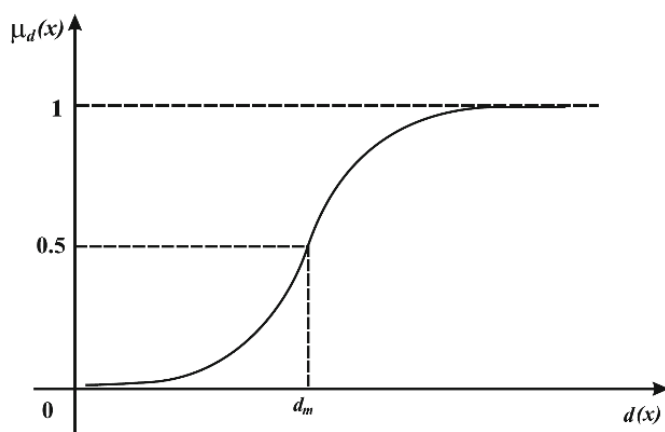


شکل ۲. تابع عضویت برای بازده مورد انتظار بلندمدت هدف

تابع عضویت برای سود تقسیمی سالانه هدف از طریق رابطه زیر بیان می‌شود:

$$\mu_d(x) = \frac{1}{1 + \exp\left(-\alpha_d \left(\sum_{i=1}^n d_i x_i - d_m\right)\right)} \quad \text{رابطه (۳۱)}$$

که در آن d_m نقطه میانه (میانه سطح انتظارات از سود تقسیمی سالانه) است که مقدار تابع عضویت در آن برابر با ۰/۵ است و α_d از طریق سرمایه‌گذار و با توجه به درجه رضایت او از این هدف تعیین می‌شود.

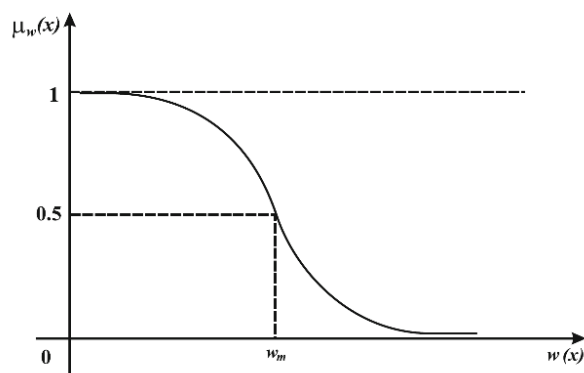


شکل ۳. تابع عضویت برای سود سالانه هدف

تابع عضویت برای ریسک هدف به شکل زیر بیان می‌شود:

$$\mu_w(x) = \frac{1}{1 + \exp\left(\alpha_w (w(x) - w_m)\right)} \quad \text{رابطه (۳۲)}$$

که در آن w_m نقطه میانه (میانه سطح انتظارات از ریسک سبد سرمایه‌گذاری) است که مقدار تابع عضویت در آن برابر با ۰/۵ است و α_w از طریق سرمایه‌گذار و با توجه به درجه رضایت او از این هدف تعیین می‌شود.

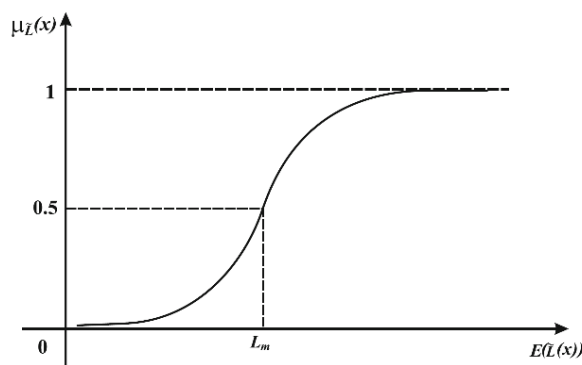


شکل ۴. تابع عضویت برای ریسک هدف

تابع عضویت برای نقدشوندگی سبد سرمایه‌گذاری از طریق رابطه زیر بیان می‌شود:

$$\mu_{\tilde{L}}(x) = \frac{1}{1 + \exp\left(-\alpha_L \left(E\left(\tilde{L}(x)\right) - L_m\right)\right)} \quad \text{رابطه ۳۳}$$

که در آن L_m نقطه میانه (میانه سطح انتظارات از نقدشوندگی سبد سرمایه‌گذاری) است که مقدار تابع عضویت در آن برابر با ۰/۵ است و α_L از طریق سرمایه‌گذار و با توجه به درجه رضایت او تعیین می‌شود.



شکل ۵. تابع عضویت برای محدودیت نقدشوندگی

پارامترهای شکل α_L و α_w ، α_d ، $\alpha_{r_{36}}$ ، $\alpha_{r_{12}}$ تعیین‌کننده شکل توابع عضویت مربوط به خود هستند که در محدوده $(0, \infty)$ انتخاب می‌شوند. هرچقدر مقدار این پارامترها بزرگتر باشند، ابهام آن‌ها کمتر خواهد بود. همچنین نقاط میانه w_m و L_m به وسیله روابط $w_m = \frac{w_N + w_S}{2}$ ، $d_m = \frac{r_N^{36} + r_S^{36}}{2}$ ، $r_m^{12} = \frac{r_N^{12} + r_S^{12}}{2}$ تعیین می‌شوند. در این روابط r_N^{36} و r_N^{12} سطوح الزام^۱ و r_S^{36} و r_S^{12} سطوح کفایت^۲ هستند که توسط سرمایه‌گذار تعیین می‌شوند. شایان ذکر است که توابع عضویت

1. Necessity Levels
2. Sufficiency Levels

خطی همانند توابع مثلثی و ذوزنقه‌ای یک سطح الزام و یک سطح کفایت به ترتیب برابر با صفر و یک دارند. از طرف دیگر یک سطح الزام و یا یک سطح کفایت می‌تواند توسط توابع عضویت S شکل تقریب زده شود.

حال با استفاده از اصل حداکثرسازی لطفی‌زاده و بلمن، مدل‌سازی مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری چندهدفه فازی به صورت زیر است:

$$\max \eta \quad \text{رابطه ۳۴}$$

$$\text{Subject to} \quad \text{رابطه ۳۵}$$

$$\eta \leq \mu_{r_{12}}(x),$$

$$\eta \leq \mu_{r_{36}}(x), \quad \text{رابطه ۳۶}$$

$$\eta \leq \mu_d(x), \quad \text{رابطه ۳۷}$$

$$\eta \leq \mu_w(x), \quad \text{رابطه ۳۸}$$

$$\eta \leq \mu_L(x), \quad \text{رابطه ۳۹}$$

$$0 \leq \eta \leq 1 \quad \text{رابطه ۴۰}$$

و روابط ۲۰ تا ۲۵

مسئله فوق یک مسئله برنامه‌ریزی غیر خطی، عدد صحیح مختلط و حداکثرسازی است که ما آن را به یک مسئله برنامه‌ریزی خطی، عدد صحیح مختلط و حداکثرسازی تبدیل می‌کنیم. بر این اساس می‌توان برخی محدودیت‌ها که دربرگیرنده توابع نمایی^۱ هستند (روابط ۳۵ تا ۳۹) را به شکل زیر بازنویسی کرد:

$$\alpha_{r_{12}} \left(\sum_{i=1}^n r_i^{12} x_i - r_m^{12} \right) \geq \log \frac{\eta}{1-\eta} \quad \text{رابطه ۴۱}$$

$$\alpha_{r_{36}} \left(\sum_{i=1}^n r_i^{36} x_i - r_m^{36} \right) \geq \log \frac{\eta}{1-\eta} \quad \text{رابطه ۴۲}$$

$$\alpha_d \left(\sum_{i=1}^n d_i x_i - d_m \right) \geq \log \frac{\eta}{1-\eta} \quad \text{رابطه ۴۳}$$

$$-\alpha_w(w(x) - w_m) \geq \log \frac{\eta}{1-\eta} \quad \text{رابطه ۴۴}$$

$$\alpha_L \left(E \left(\tilde{L}(x) \right) - L_m \right) \geq \log \frac{\eta}{1-\eta} \quad \text{رابطه ۴۵}$$

همچنین فرض کنید $\theta = \log \frac{\eta}{1-\eta}$ است، بنابراین داریم $\eta = \frac{1}{1+\exp(-\theta)}$. در نتیجه ماکزیمم کردن η معادل با ماکزیمم کردن θ است. با توجه به این مطلب می‌توان مسئله را به یک مسئله برنامه‌ریزی خطی و عدد صحیح مختلط هم‌ارز به شکل زیر تبدیل کرد:

$$\max \theta \quad \text{رابطه ۴۶}$$

$$\text{Subject to} \quad \text{رابطه ۴۷}$$

$$\theta \leq \alpha_{r^{12}} \left(\sum_{i=1}^n r_i^{12} x_i - r_m^{12} \right),$$

$$\theta \leq \alpha_{r^{36}} \left(\sum_{i=1}^n r_i^{36} x_i - r_m^{36} \right) \quad \text{رابطه ۴۸}$$

$$\theta \leq \alpha_d \left(\sum_{i=1}^n d_i x_i - d_m \right) \quad \text{رابطه ۴۹}$$

$$\theta \leq \alpha_w (w_m - w(x)) \quad \text{رابطه ۵۰}$$

$$\theta \leq \alpha_L \left(\sum_{i=1}^n \left(\frac{L_{a_i} + L_{b_i}}{2} + \frac{L_{\beta_i} - L_{\alpha_i}}{6} \right) x_i - L_m \right) \quad \text{رابطه ۵۱}$$

و روابط ۲۰ تا ۲۵

یافته‌های پژوهش

در این بخش به پیاده‌سازی مدل بر روی داده‌های بورس اوراق بهادار تهران خواهیم پرداخت. بدین منظور از شرکت‌های حاضر در شاخص ۵۰ شرکت فعال بورس اوراق بهادار بهره گرفته شده است. شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر را می‌توان معادل شاخص داو جونز در بورس نیویورک که مطرح‌ترین شاخص بورس آمریکاست در نظر گرفت. این شاخص متشکل از سبدهای با سهام ۵۰ شرکت منتخب از صنایع گوناگون بورسی بوده که تا حدود زیادی می‌تواند رفتار شاخص کل بورس اوراق بهادار را توضیح دهد. به عبارت بهتر، شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر بورس اوراق بهادار نوسان‌های قیمت سهام شرکت‌هایی را نشان می‌دهد که درعمل بیش از ۷۰ درصد ارزش کل بازار بورس را به خود اختصاص داده‌اند. بنابراین هرگونه تغییر در قیمت سهام این شرکت‌ها می‌تواند، تأثیر بسیار زیادی در تغییرات شاخص کل و همچنین میزان بازدهی دارایی سهام‌داران داشته باشد. بر این اساس شرکت‌های حاضر در شاخص ۵۰ شرکت فعال بورس در سال ۱۴۰۲ که

پیش از سال ۹۹ عرضه عمومی شده و حد فاصل ابتدای سال ۹۹ تا انتهای سال ۱۴۰۱ دارای سابقه معاملاتی بیش از ۶۰۰ روز هستند، استخراج شده‌اند. سپس اطلاعات دارایی‌ها در طول سه سال از ابتدای سال ۱۳۹۹ تا انتهای سال ۱۴۰۱ مورد بررسی قرار گرفته و بازده بلندمدت و کوتاه‌مدت دارایی‌ها به ترتیب بر اساس میانگین بازده ماهانه در سه سال و یک سال آخر محاسبه شده است. همچنین برای محاسبه پارامترهای نرخ نقد شوندگی دارایی‌ها به صورت عدد فازی دوزنقه‌ای از نسبت حجم معاملات روزانه به کل سهام شناور در طول یک سال بهره گرفته شده است. پس از پیاده‌سازی مدل از اطلاعات دارایی‌ها در نیمه اول سال ۱۴۰۲ برای تست مدل و بررسی نتایج استفاده شده است. بر این اساس اطلاعات دارایی‌ها در جدول ۱ خلاصه شده است:

جدول ۱. داده‌های مورد استفاده در مثال عددی

نماد سهم	بازده کوتاه‌مدت ماهانه (درصد)	بازده بلندمدت ماهانه (درصد)	ریسک	میانگین امکان برای نرخ نقدشوندگی
اخابر	۳/۴۴	۳/۰۱	۰/۰۷۴۸	۰/۰۰۳۹
افق	۵/۱۸	۳/۴۷	۰/۰۲۲۷	۰/۰۰۸۳
بفجر	۹/۱۶	۶/۶۳	۰/۰۴۰۵	۰/۰۰۳۷
پارس	۵/۲۷	۵/۳۴	۰/۰۴۵۷	۰/۰۰۳۵
پارسان	۴/۵۵	۷/۲۳	۰/۰۳۸۶	۰/۰۰۱۳
پاکشو	-۰/۱۹	۲/۰۲	۰/۰۴۸۸	۰/۰۰۲۴
تاپیکو	۶/۲۹	۷/۳۴	۰/۰۴۵۶	۰/۰۰۴۶
تاصیکو	۷/۶۸	۶/۷۲	۰/۰۴۲۵	۰/۰۰۲۷
تیبیکو	۵/۹۸	۴/۱۸	۰/۰۴۶۲	۰/۰۰۱۵
ثشاهد	۴/۳۱	۶/۹۴	۰/۰۷۰۷	۰/۰۱۹۲
جم پیلن	۴/۴۷	۶/۲۶	۰/۰۴۴۸	۰/۰۰۵۳
جم	۳/۸۰	۵/۸۶	۰/۰۴۹۸	۰/۰۰۱۲
حکشتی	۸/۵۸	۵/۵۰	۰/۰۳۶۱	۰/۰۰۳۶
خبهمن	۱/۸۱	۹/۷۴	۰/۰۷۲۸	۰/۰۱۳۳
خساپا	۳/۶۷	۱۳/۳۴	۰/۰۶۹۵	۰/۰۱۵۸
خگستر	۶/۴۴	۱۰/۲۴	۰/۰۶۳۶	۰/۰۲۹۳
خودرو	۳/۸۷	۹/۵۹	۰/۰۶۱۴	۰/۰۰۸۵
دعبید	۸/۴۱	۴/۱۰	۰/۰۲۷۵	۰/۰۰۱۵
رمپنا	۴/۸۰	۴/۰۲	۰/۰۵۸۴	۰/۰۰۲۹
شبریز	۴/۴۷	۶/۱۱	۰/۰۶۹۲	۰/۰۰۲۱

نماد سهم	بازده کوتاه مدت ماهانه (درصد)	بازده بلند مدت ماهانه (درصد)	ریسک	میانگین امکان برای نرخ نقدشوندگی
شبندر	۵/۲۹	۸/۴۷	۰/۰۴۱۰	۰/۰۰۳۱
شپدیس	۲/۰۲	۶/۸۴	۰/۰۴۵۷	۰/۰۰۲۹
شپنا	۷/۷۶	۹/۴۲	۰/۰۳۸۳	۰/۰۰۲۸
شتران	۴/۱۰	۷/۱۰	۰/۰۴۸۵	۰/۰۰۲۳
شیراز	۴/۳۶	۶/۰۶	۰/۰۳۲۰	۰/۰۰۳۵
شیران	۵/۱۵	۴/۲۸	۰/۰۴۷۴	۰/۰۰۲۰
فارس	۵/۶۰	۶/۵۳	۰/۰۴۰۹	۰/۰۰۰۵
فخوز	۳/۰۳	۴/۸۷	۰/۰۶۵۲	۰/۰۰۲۴
فملی	۵/۸۱	۸/۱۵	۰/۰۴۸۴	۰/۰۰۰۶
فولاد	۵/۴۴	۷/۴۳	۰/۰۳۶۴	۰/۰۰۰۹
فولاز	۸/۴۹	۷/۳۷	۰/۰۲۸۴	۰/۰۰۱۵
کاوه	۷/۹۳	۶/۰۸	۰/۰۲۷۶	۰/۰۰۳۴
کچاد	۱/۸۳	۶/۵۶	۰/۰۶۹۰	۰/۰۰۰۶
کگل	-۱/۱۰	۵/۶۳	۰/۰۸۱۵	۰/۰۰۰۸
مبین	۵/۹۴	۵/۳۵	۰/۰۳۹۳	۰/۰۰۰۶
نوری	۴/۳۹	۷/۷۱	۰/۰۵۲۴	۰/۰۰۸۴
همراه	۱/۳۲	۲/۰۱	۰/۰۶۱۰	۰/۰۰۲۲
وامید	۱/۱۵	۴/۹۲	۰/۰۴۷۵	۰/۰۰۳۵
وبصادر	۱/۴۲	۵/۲۹	۰/۰۷۸۲	۰/۰۰۳۹
ویملت	۴/۷۱	۴/۱۶	۰/۰۵۲۰	۰/۰۰۴۸
وپاسار	-۱/۵۳	۵/۶۸	۰/۰۹۰۹	۰/۰۰۰۹
وتجارت	۱/۷۷	۵/۸۴	۰/۰۷۸۸	۰/۰۰۴۶
وصندوق	۶/۲۴	۶/۶۸	۰/۰۳۶۵	۰/۰۰۱۹
وغدير	۶/۷۶	۷/۳۳	۰/۰۳۲۸	۰/۰۰۱۷
ومعادن	۱/۹۹	۵/۴۰	۰/۰۶۱۵	۰/۰۰۲۲
میانگین	۴/۴۹	۶/۲۸	۰/۰۵۱۳	۰/۰۰۴۴
میانه	۴/۵۵	۶/۱۱	۰/۰۴۷۵	۰/۰۰۲۸

همان طور که در جدول ۱ نشان داده شده است، میانگین و میانه بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت دارایی‌ها بسیار نزدیک به هم است. با بررسی اعداد جدول ۱ می‌توان نتیجه گرفت که بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت دارایی‌های تشکیل‌دهنده شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر دارای تابعی تقریباً ناریب هستند. با وجود این در خصوص توزیع ریسک و توزیع میانگین امکان نرخ نقدشوندگی این موضوع صدق نکرده و هر دو توزیع دارای چولگی مثبت (چوله به راست) هستند.

پارامترهای ورودی مدل در جدول ۲ به صورت خلاصه آورده شده است. فرض کنید از بین دارایی‌های جدول ۱ به دنبال تشکیل یک سبد سرمایه‌گذاری با ۸ دارایی هستیم؛ به طوری که هر دارایی کران بالا و پایین مشخصی برای نسبت سرمایه‌گذاری خود دارد. هدف ما حداکثر کردن درجه رضایت سرمایه‌گذار از طریق حداکثرسازی بازده‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت، نقدشوندگی سبد سرمایه‌گذاری و همچنین حداقل‌سازی میزان ریسک سبد سرمایه‌گذاری است.

جدول ۲. پارامترهای ورودی برای مثال عددی

سرمایه‌گذار محافظه‌کار	سرمایه‌گذار تهاجمی	
۴۵	۴۵	تعداد دارایی‌ها
۴	۴	تعداد ضابطه‌ها
غیرخطی S شکل	غیرخطی S شکل	تابع عضویت
$\alpha_{r_{12}} = 400, \alpha_{r_{36}} = 400$ $\alpha_{\omega} = 1200, \alpha_L = 400$	$\alpha_{r_{12}} = 600, \alpha_{r_{36}} = 600$ $\alpha_{\omega} = 800, \alpha_L = 600$	شکل پارامترها
$r_m^{12} = 0.449, r_m^{36} = 0.611$ $w_m = 0.475, L_m = 0.028$	$r_m^{12} = 0.455, r_m^{36} = 0.628$ $w_m = 0.513, L_m = 0.044$	درجه رضایت
$u_i = 40\%$ $l_i = 10\%$	$u_i = 55\%$ $l_i = 5\%$	حداکثر و حداقل نسبت سرمایه‌گذاری
۸	۸	تعداد دارایی‌ها

حال نتایج محاسبات را با توجه به استراتژی‌های تهاجمی و محافظه‌کارانه در انتخاب سبد سرمایه‌گذاری ارائه می‌کنیم. سرمایه‌گذاری که از استراتژی تهاجمی استفاده می‌کند به دنبال کسب بازدهی بیشتر است، حتی اگر به ریسک بیشتری منجر شود. به همین شکل، سرمایه‌گذاری که از استراتژی محافظه‌کارانه استفاده می‌کند، به دنبال کاهش ریسک است، حتی اگر بازده و نقدشوندگی سبد سرمایه‌گذاری کاهش یابد. بر این اساس نتایج حاصل از پیاده‌سازی مدل برای استراتژی تهاجمی و محافظه‌کارانه به شرح جدول‌های زیر است:

جدول ۳. نتایج حاصل از پیاده‌سازی مدل برای سرمایه‌گذار تهاجمی

نماد	افق	خگستر	دعید	شپنا	شیراز	فولاز	کاوه	وغدیر
نسبت سرمایه‌گذاری	%۲۶/۰۰	%۴۳/۲۳	%۵/۰۰	%۵/۰۰	%۵/۰۰	%۵/۷۷	%۵/۰۰	%۵/۰۰

همچنین با پیاده‌سازی مدل برای سرمایه‌گذار محافظه‌کار به نتایج ذیل می‌رسیم:

جدول ۴. نتایج حاصل از پیاده‌سازی مدل برای سرمایه‌گذار محافظه‌کار

نماد	افق	تشاهد	حکشتی	خگستر	شیراز	فولاز	کاوه	وغدیر
نسبت سرمایه‌گذاری	%۱۰/۰۰	%۱۰/۰۰	%۱۰/۰۰	%۳۰/۰۰	%۱۰/۰۰	%۱۰/۰۰	%۱۰/۰۰	%۱۰/۰۰

همان گونه که مشاهده می‌شود مدل پژوهش برای سهام‌دار تهاجمی و محافظه‌کار در نسبت سرمایه‌گذاری و انتخاب برخی از دارایی‌ها متفاوت است. حال برای بررسی عملکرد پرتفویهای پیشنهادی می‌بایست از داده‌های مربوط به پنجره زمانی پس از سال ۱۴۰۱ استفاده کرد. بدین منظور داده‌های نیمه اول سال ۱۴۰۲ مورد بررسی قرار گرفته است و عملکرد پرتفویهای پیشنهادی در مقایسه با بازدهی شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر در جدول ۵ خلاصه شده است.

جدول ۵. نتایج حاصل از تست مدل پیشنهادی

عنوان	شاخص کل بورس اوراق بهادار	شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر	پرتفوی سرمایه‌گذار تهاجمی	پرتفوی سرمایه‌گذار محافظه‌کار
بازدهی نیمه اول سال ۱۴۰۲	% ۸/۲۰	% ۶/۴۱	% ۱۶/۹۴	% ۱۴/۶۴

همان طور که مشاهده می‌شود هر دو پرتفوی پیشنهادی به شکل قابل ملاحظه‌ای بازدهی بیشتری از بازدهی شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر داشته‌اند. ضمن اینکه سرمایه‌گذار امکان تعیین حداقل نرخ از نقدشوندگی، حداکثر و حداقل نسبت سرمایه‌گذاری روی هر دارایی و همچنین تعداد دارایی‌های مشخصی در داخل پرتفوی خود را دارد. علاوه‌براین در صورتی که سرمایه‌گذار به دنبال دریافت سود نقدی باشد، می‌تواند این موضوع را نیز در مدل لحاظ کند. همچنین به منظور بررسی بهتر پرتفوی بهینه شده می‌توان از شاخص‌های ارزیابی پرتفوی استفاده کرد. نتایج مربوط به شاخص‌های ارزیابی پرتفوی در جدول ۶ خلاصه شده است.

جدول ۶. نتایج مقایسه‌ای شاخص‌های ارزیابی پرتفوی برای مدل پژوهش

نسبت شارپ	نسبت ترینر (درصد)	آلفای جنسن (درصد)
شاخص ۵۰ شرکت فعال بازار	۳۳/۸۳	۰
پرتفوی سرمایه‌گذار تهاجمی	۶۴/۲۰	۲۶/۷۷
پرتفوی سرمایه‌گذار محافظه‌کار	۵۴/۸۹	۲۲/۲۲

همان طور که مشاهده می‌شود، معیارهای نسبت شارپ، نسبت ترینر و آلفای جنسن برای هر دو پرتفوی تهاجمی و محافظه‌کار نتایج مطلوبی را نشان می‌دهد. همچنین پرتفوی سرمایه‌گذار تهاجمی نسبت به پرتفوی سرمایه‌گذار محافظه‌کار در هر سه شاخص مقدار بیشتری را نشان می‌دهد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در پژوهش حاضر مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری با استفاده از منطق فازی مورد بررسی قرار گرفت. بدین منظور در مدل‌سازی مسئله تلاش شد تا علاوه بر در نظر گرفتن تمامی پارامترهای مهم برای سرمایه‌گذار، با استفاده از یک تابع عضویت لاجستیک S شکل، سطوح مختلف رضایت سرمایه‌گذار نیز لحاظ شود. بر این اساس نرخ بازده کوتاه‌مدت، نرخ بازده بلندمدت، ریسک، نقدشوندگی و سود تقسیمی با استفاده از توابع عضویت لاجستیک S شکل بر اساس میزان رضایت سرمایه‌گذار نسبت به هر یک از اهداف مذکور به عنوان توابع هدف تعیین شدند. همچنین تعداد دارایی‌های داخل پرتفوی، حداقل و حداکثر نسبت سرمایه‌گذاری روی هر دارایی و همچنین وجود یا عدم وجود فروش استقراضی به عنوان محدودیت به مدل اضافه شده شد. در مرحله بعدی به منظور تعیین روش حل مناسب برای مدل مذکور تلاش شد تا با استفاده از روش‌هایی همچون اصل بلمن - زاده و استفاده از توابع نمایی مدل مسئله را به یک مدل برنامه‌ریزی خطی و عدد صحیح تبدیل کرد تا با کمک نرم‌افزارهای بهینه‌سازی از جمله لینگو^۱ و گمز^۲ به راحتی قابل حل باشد. در مرحله بعدی، مدل مذکور را با استفاده از داده‌های واقعی از بورس اوراق بهادار تهران پیاده‌سازی کردیم. بدین منظور از داده‌های ۵۰ شرکت فعال تر بازار سرمایه، از ابتدای سال ۱۳۹۹ تا انتهای سال ۱۴۰۱، به منظور مدل‌سازی مسئله و از داده‌های نیمه اول سال ۱۴۰۲، به منظور تست مدل بهره جستیم. همچنین پارامترهای مدل را بر اساس میزان ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار برای دو نوع سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر (تهاجمی) و سرمایه‌گذار محافظه‌کار تعیین کردیم. نتایج حاصل از تست مدل مذکور حاکی از آن بود که مدل برای هر دو نوع سرمایه‌گذار تهاجمی و محافظه‌کار بازده بالاتری نسبت به بازدهی شاخص ۵۰ شرکت فعال تر و بازدهی کل بورس اوراق بهادار در پی داشته است؛ به طوری که در دوره زمانی‌ای که بازدهی شاخص کل و شاخص ۵۰ شرکت فعال تر بورس اوراق بهادار به ترتیب برابر ۸/۲۰ و ۶/۴۱ درصد بوده است، بازدهی پرتفوی سرمایه‌گذار تهاجمی و سرمایه‌گذار محافظه‌کار به ترتیب برابر ۱۶/۹۴ و ۱۴/۶۴ درصد است. علاوه بر این، بررسی شاخص‌های ارزیابی پرتفوی حاکی از آن است که هر دو پرتفوی سرمایه‌گذار تهاجمی و محافظه‌کار در هر سه شاخص نسبت شارپ، نسبت ترینر و آلفای جنسن اعداد بهتری را از شاخص ۵۰ شرکت فعال تر بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهد. همچنین مقایسه دو پرتفوی سرمایه‌گذار تهاجمی و سرمایه‌گذار محافظه‌کار نیز حاکی از بهتر بودن هر سه شاخص مذکور برای پرتفوی سرمایه‌گذار تهاجمی است. بر این اساس، از آنجا که هر سرمایه‌گذار می‌تواند با توجه به اولویت‌های خود، مبنی بر اهمیت هر یک از اهداف مدل، پارامترهای مدل را تغییر دهد تا درجه رضایت او تأمین

شود، به نظر می‌رسد که مدل مذکور تا حد زیادی بتواند با در نظر گرفتن اولویت‌های مختلف برای هر نوع سرمایه‌گذار، بازده قابل قبولی را در مقابل ریسک متحمل شده سرمایه‌گذار به همراه داشته باشد.

با توجه به نتایج پژوهش می‌توان پیشنهاد‌های زیر را جهت پژوهش‌های آتی در نظر گرفت:

- سنجه اندازه‌گیری ریسک در پژوهش فعلی سنجه نیم قدرمطلق انحراف از میانگین است؛ درحالی که می‌توان از سایر سنجه‌های نوین اندازه‌گیری ریسک همچون ارزش در معرض ریسک^۱ و ارزش در معرض ریسک مشروط^۲ که هر کدام دارای مزیت‌هایی است نیز، بهره گرفت.
- در پژوهش حاضر به منظور در نظر گرفتن سطوح متفاوت انتظارات سرمایه‌گذار از توابع عضویت لاجستیک شکل استفاده شده است. اما خوشه‌بندی^۳ سرمایه‌گذاران با استفاده از ملاحظات تناسب^۴، می‌تواند موضوع بهینگی و تناسب را به صورت هم‌زمان در مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری لحاظ کند. ملاحظات تناسب به گونه‌شناسی سرمایه‌گذار^۵ پرداخته و می‌تواند شرایط مختلف سرمایه‌گذاران همچون سطح درآمد، نرخ پس‌انداز، سن و سایر عوامل تأثیرگذار در سطوح ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار را به مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری وارد کند. این موضوع روش دیگری برای در نظر گرفتن سطوح مختلف انتظارات سرمایه‌گذار است.
- استفاده از مدل‌های یادگیری ماشین^۶ به منظور خوشه‌بندی سهام شرکت‌ها می‌تواند موجب ایجاد خوشه‌های مختلف دارایی‌ها با سطوح مختلف ریسک شده که بر اساس درجه عضویت سرمایه‌گذار در هر خوشه، سطوح مختلف انتظارات سرمایه‌گذار را ارضا می‌کند.

منابع

- تقی‌زادگان، غلام رضا؛ زمردیان، غلامرضا؛ فلاح شمس، میرفیض؛ سعدی، رسول (۱۴۰۲). مقایسه عملکرد مدل‌های مارکویتز و مدل ارزش در معرض خطر براساس ریسک عدم نقدشوندگی - تی کاپولا با هم‌بستگی شرطی پویا (DCC t-Cupola) (LVaR) جهت بهینه‌سازی پرتفوی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۵(۱)، ۱۵۲-۱۷۹.
- تیموری آشتیانی، علی؛ حمیدیان، محسن؛ جعفری، سیده محبوبه (۱۴۰۱). ارائه مدل بهینه برای انتخاب سهام مبتنی بر استراتژی‌های معاملاتی مومنتوم، معکوس و هیبریدی با استفاده از الگوریتم GWO. *تحقیقات مالی*، ۲۴(۴)، ۶۲۴-۶۵۴.
- گل ارضی، غلامحسین؛ انصاری، حمیدرضا (۱۴۰۱). مقایسه عملکرد الگوریتم‌های تکاملی NSGAII و SPEA2 در انتخاب پرتفولیوی بهینه در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۴(۳)، ۴۱۰-۴۳۰.
- موسوی کاخکی، وحیده؛ خطابی، ساناز (۱۴۰۳). ارائه الگوی بهینه‌سازی سبد سهام بر اساس ترجیحات رفتاری و حافظه سرمایه‌گذار. *تحقیقات مالی*، ۲۶(۱)، ۱۳۱-۱۵۸.

1. Value at Risk (VaR)
2. Conditional Value at Risk (CVaR)
3. Clustering
4. Suitability
5. Investor typology
6. Machine learning models

References

- Aparicio, F. M. & Estrada, J. (2001). Empirical distributions of stock returns: European securities markets, 1990-95. *The European Journal of Finance*, 7(1), 1-21.
- Bellman, R. E. & Zadeh, L. A. (1970). Decision-making in a fuzzy environment. *Management science*, 17(4), B-141.
- Carlsson, C., Fullér, R. & Majlender, P. (2002). A possibilistic approach to selecting portfolios with highest utility score. *Fuzzy sets and systems*, 131(1), 13-21.
- Chen, W. & Xu, W. (2019). A hybrid multiobjective bat algorithm for fuzzy portfolio optimization with real-world constraints. *International Journal of Fuzzy Systems*, 21(1), 291-307.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *The journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Golarzi, G. & Ansari, H. R. (2022). Performance comparison of Non-dominated sorting genetic algorithm with strength Pareto evolutionary algorithm in selecting optimal portfolios in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 24(3), 410-430. (in Persian)
- Gong, X., Yu, C., Min, L. & Ge, Z. (2021). Regret theory-based fuzzy multi-objective portfolio selection model involving DEA cross-efficiency and higher moments. *Applied Soft Computing*, 100, 106958.
- Gupta, P., Inuiguchi, M., Mehlawat, M. K. & Mittal, G. (2013). Multiobjective credibilistic portfolio selection model with fuzzy chance-constraints. *Information Sciences*, 229, 1-17.
- Gupta, P., Kumar, M., Inuiguchi, M., Chandra, S. (2014). Fuzzy Portfolio Optimization (Advances in Hybrid Multi-criteria Methodologies). In *Studies in Fuzziness and Soft Computing*. Springer Berlin Heidelberg.
- Huang, X. (2010). Portfolio Analysis: From Probabilistic to Credibilistic and Uncertain Approaches, *Studies in Fuzziness and Soft Computing*. DOI: 10.1007/978-3-642-11214-0_1
- Jirofti, A. & Najafi, A. A. (2018). Portfolio selection using Z-number theory: two solution methodologies. *International Journal of Fuzzy Systems*, 20(8), 2484-2496.
- Konno, H. & Yamazaki, H. (1991). Mean-absolute deviation portfolio optimization model and its applications to Tokyo stock market. *Management science*, 37(5), 519-531.
- Lee, G. S., Binder, J. J. & Hlouskova, J. (2001). Legal Restrictions on Portfolio Holdings: Some Empirical Results. *Institute for Advanced Studies in Economics & Finance Working Paper*, (93).
- Li, L., Li, J., Qin, Q. & Cheng, S. (2013, October). Credibilistic conditional value at risk under fuzzy environment. In *2013 Sixth International Conference on Advanced Computational Intelligence (ICACI)* (pp. 350-353). IEEE.

- Liu, B. (2004). *Uncertainty Theory: An Introduction to its Axiomatic Foundations*, STUDEFUZZ, Springer.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The journal of finance*, 7(1), 77-91.
- Markowitz, H. M. (1991). Foundations of portfolio theory. *The journal of finance*, 46(2), 469-477.
- McNeil, A.J., Frey, R., (1999). Estimation of tail-related risk measures for heteroscedastic financial time series: an extreme value approach. *Working paperRiskLab*, ETH Zurich.
- Meng, X. & Shan, Y. (2021, July). A fuzzy mean semi-absolute deviation-semi-variance-proportional entropy portfolio selection model with transaction costs. In *2021 40th Chinese Control Conference (CCC)* (pp. 8673-8678). IEEE.
- Moghadam, M. A., Ebrahimi, S. B. & Rahmani, D. (2020). A constrained multi-period robust portfolio model with behavioral factors and an interval semi-absolute deviation. *Journal of Computational and Applied Mathematics*, 374, 112742.
- Mousavi Kakhki, V. & Khatabi, S. (2024). Modeling Portfolio Optimization based on behavioral Preferences and Investor's Memory. *Financial Research Journal*, 26(1), 131-158. (in Persian)
- Nahmias, S. (1978) Fuzzy variables. *Fuzzy Sets and Systems*. 1, 97–110.
- Parra, M. A., Terol, A. B. & Uria, M. R. (2001). A fuzzy goal programming approach to portfolio selection. *European Journal of Operational Research*, 133(2), 287-297.
- Peykani, P., Nouri, M., Eshghi, F., Khamechian, M. & Farrokhi-Asl, H. (2021). A novel mathematical approach for fuzzy multi-period multi-objective portfolio optimization problem under uncertain environment and practical constraints. *Journal of fuzzy extension and applications*, 2(3), 191-203.
- Speranza, M. G. (1993). Linear programming models for portfolio optimization. *The Journal of Finance*, 14, 107–123.
- Taghizadegan, G., Zomorodian, G., Fallahshams, M. & Saadi, R. (2023). Comparison of Markowitz Model and DCC-tCopula-LVaR for Portfolio Optimization in the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 25(1), 152-179. (in Persian)
- Teymouri Ashtiani, A., Hamidian, M. & Jafari, S. M. (2022). Providing the Optimal Model for Stock Selection Based on Momentum, Reverse and Hybrid Trading Strategies Using GWO Algorithm. *Financial Research Journal*, 24(4), 624-654. (in Persian)
- Wang, Y.L., Watada, J., (2012). A distance-Based PSO approach to solve fuzzy MOPSM with distinct risk measurement, *International Journal of Innovative Computing, Information and Control*. 9, 6191-6203.
- Zadeh, L.A. (1965) Fuzzy Sets. *Information Control*, 8, 338-353.
- Zadeh, L.A. (1975). The concept of a linguistic variable and its application to approximate reasoning—II. *Information sciences*, 8(4), 301-357.

Zadeh, L.A. (1978) Fuzzy sets as a basis for a theory of possibility, *Fuzzy Sets and Systems* 1 (1) 3–28.

Zadeh, L.A. (2011). A note on Z-numbers. *Information sciences*, 181(14), 2923-2932.

Zhang, X., Zhang, W. G. & Xu, W. J. (2011). An optimization model of the portfolio adjusting problem with fuzzy return and a SMO algorithm. *Expert Systems with Applications*, 38(4), 3069-3074.

Zhang, Y., Liu, W. & Yang, X. (2022). An automatic trading system for fuzzy portfolio optimization problem with sell orders. *Expert Systems with Applications*, 187, 115822.