



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۲ (پیاپی ۵۰) / تابستان ۱۴۰۳
صفحه ۳۷۱ تا ۳۹۰

بررسی اثر فازهای شخصیتی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر پول هوشمند با توجه به نقش تعدیلی هوش مالی مدیران

بهاره حیدری مقدم

دانشجوی دکترا مهندسی مالی، گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
Bh.moghadam@yahoo.com

میر فیض فلاح شمس

گروه مدیریت بازرگانی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)
mir.fallahshams@iauctb.ac.ir

غلامرضا زمردیان

گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
gholamrezazomorodian@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۲۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۶/۲۹

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تاثیر ۵ فاز شخصیتی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام و مختلط در برخورد با پول هوشمند با استفاده از مدل معادلات ساختاری می‌باشد. در این میان هوش مالی مدیران نیز به عنوان متغیر تعدیل‌گر نیز مورد بررسی قرار گرفته است. ۵ فاز شخصیتی مورد بررسی عبارتند از فاز شخصیتی مانیا، افسردگی، پیکاستنی، سایکوتیک و پارانویا. سال مورد بررسی در این تحقیق سال ۱۳۹۹ می‌باشد و جامعه مورد بررسی در این تحقیق تمام صندوق‌های سهامی و مختلط فعال در سال مورد نظر می‌باشند. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که از میان پنج فاز شخصیتی مورد بررسی، چهار مورد آن (افسردگی، مانیا، سایکوتیک و پارانویا) رابطه معناداری با پول هوشمند داشته و با افزایش شدت هر یک از آن‌ها در مدیر صندوق جذب پول هوشمند در صندوق کاهش می‌یابد. اما میان فاز شخصیتی (فاز شخصیتی پیکاستنی) و پول هوشمند رابطه معناداری وجود نداشته است. همچنین نقش تعدیل‌گری هوش مالی نیز تنها در رابطه با یک نوع فاز شخصیتی مورد تایید قرار گرفت به گونه‌ای که با افزایش هوش مالی توان مدیر صندوق در جهت کنترل هیجانات ناشی از فاز شخصیتی بیشتر شده و پول هوشمند بیشتری را در صندوق تحت مدیریت خود جذب نموده است. و در ارتباط با چهار فاز شخصیتی دیگر، تاثیر متغیر تعدیل‌گر مورد تایید قرار نگرفت.

واژه‌های کلیدی: صندوق‌های سرمایه‌گذاری، فازهای شخصیتی، پول هوشمند، هوش مالی.

۱- مقدمه

بر خلاف تمام تلاشی که مدیران صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری برای غلبه بر بازار از طریق کسب بازده بالاتر از شاخص (باتلیو و همکاران^۱ ۲۰۱۱) صرف می‌کنند، نتایج حاصل از تحقیقات نشان می‌دهد (فرنچ^۲ ۲۰۰۸) که بیشتر مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری فاقد توانایی یا مهارت لازم برای انجام این مهم هستند (فاما و فرنچ^۳، ۲۰۱۰). عدم پیشی گرفتن مستمر از شاخص و تمایل سرمایه‌گذاران به کنار گذاشتن مدیرانی که انتظارات آنان را برآورده نکرده‌اند (یانگ سوفی هانگ و همکاران^۴، ۲۰۲۱) از یک طرف و مهاجرت نخبگان سرمایه‌گذاری (سنسا^۵، ۱۹۹۸) و انتقال سرمایه انسانی با ارزش (دتا و همکاران^۶ ۲۰۰۵) از سوی صندوق‌های نهادی به سمت صندوق‌های خصوصی از طرف دیگر (دیسکار و همکاران^۷، ۲۰۱۱) اهمیت بررسی و شناخت عوامل موثر بر عملکرد مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری را دو چندان می‌کند (چوپرینین و سوسورا^۸، ۲۰۱۸).

بسیاری از پژوهشگران این حوزه نقش عوامل اکتسابی مانند تجربه کاری مرتبط تجربه کاری خارج از صنعت مالی (سی سی و همکاران^۹، ۲۰۱۸) تجربه داشتن شوک‌های خاص صنعت (کمپف و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۷) سوابق تحصیلی (گوتسن و موری^{۱۱}، ۲۰۰۶) معدل دوره کارشناسی (گرینود و نگل^{۱۲}، ۲۰۰۹) نوع رشته تحصیلی (شوالیر و السون^{۱۳}، ۱۹۹۹) بر عملکرد را مورد بررسی قرار داده‌اند، در حالی که برخی دیگر از پژوهشگران نقش عوامل غیر اکتسابی مانند جنسیت (نیسن روئیزی و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۹) سطح پذیرش ریسک (هلنا ف و مک کینز^{۱۵}، ۲۰۰۴) را مورد پژوهش قرار داده‌اند.

مرور پیشینه پژوهش دو خلا تحقیقاتی عمده در این حوزه را مشخص می‌کند. اول این که همه تحقیقات جهت ارزیابی عملکرد مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری (دونالد لاین^{۱۶}، ۲۰۰۲) و یا عوامل موثر بر عملکرد مدیران (آرنولد رد من^{۱۷}، ۲۰۰۰) از معیار بازدهی (ادادوارز^{۱۸}، ۲۰۰۷) یا ریسک (پلاتتینگا و گروت^{۱۹}، ۲۰۰۱) استفاده نموده‌اند، با توجه به این که بازدهی و ریسک شاخصی مربوط به عملکرد در گذشته و ایستا است و برخی موارد عملکرد

¹ Battalio, R. H., & Mendenhall, R. R. (2011)

² French, Kenneth R., (2008)

³ Fama, E., & French, K. (2010)

⁴ Ying Sophie Huang & Bing Linang & kai Wu. (2021)

⁵ Sansa, a. (1998).

⁶ Datta, D. & Guthrie, J. & Wright, P. (2005)

⁷ Deuskar, P., Pollet, J. M., Wang, Z. J., & Zheng, L. (2011)

⁸ Chuprinin, O., Sosyura, D., 2018

⁹ Cici, G., Gehde-Trapp, M., Goericke, M., Kempf, A. (2018)

¹⁰ Kempf, E., Manconi, A., Spalt, O.G. (2017)

¹¹ Gottesman, AA., & Morey, MR (2006)

¹² Greenwood, R., Nagel, S. (2009)

¹³ Chevalier, J., & Ellison, G. (1999)

¹⁴ Niessen-Ruenzi, A., Ruenzi, S. (2019)

¹⁵ Hallahan, T.A., Faff, R.W., & McKenzie, M.D. (2004)

¹⁶ Line, Donald, (2002)

¹⁷ Redman, Arnold, N.S. Gullett and Herman Manakyan, (2000).

¹⁸ Onur Arugaslan, Ed Edwards, Ajay Samant, (2007)

¹⁹ Plantinga Auke and Sebastiaan De Groot (2001)

گذشته ملاک و تضمین مناسبی برای آینده نیست (اسچاپ و همکاران^۱، ۲۰۰۵) به نظر می‌رسد، نیاز به معیار جدیدی جهت سنجش و ارزیابی عملکرد مدیران صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری است. نکته این‌که ما می‌دانیم که بازده به دست آمده و ریسک تحمیل شده به صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند ناشی از دوره‌های رونق و رکود (شاینکوویچ^۲، ۲۰۱۷) و یا سایر عوامل خارج از کنترل (باراک و همکاران، ۲۰۱۵) و غیر قابل پیشبینی (نیکلاس طالب^۳، ۲۰۰۷) باشد. به همین دلیل در این پژوهش از رویکرد جایگزینی استفاده شده است که آن را از دیگر مطالعات صورت گرفته متمایز می‌کند. در این پژوهش از فرضیه "پول هوشمند" که ادعا می‌کند سرمایه‌گذاران به اندازه‌ای آگاه و حرفه‌ای هستند که توانایی انتخاب صندوق‌های برتر و کارتر را دارند و به عبارتی در انتخاب برای ورود و خروج نقدینگی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق عمل می‌کند استفاده شده است. این نظریه توسط (گرابر، ۱۹۹۶)^۴ مطرح شده است. (گرابر، ۱۹۹۶ و ژنگ، ۱۹۹۹) برای بررسی این هوشمندی از جریانات نقدی صندوق‌ها استفاده نمودند. استفاده از فرضیه پول هوشمند عیب گذشته‌نگری و ایستایی را ندارد و همچنین تا حد زیادی می‌تواند انتظارات و آینده‌نگری سرمایه‌گذاران در صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری را پوشش دهد. از طرف دیگر سلدن^۴ در سال ۱۹۱۲ در کتاب روانشناسی خود عنوان می‌کند که تغییرات بازار سرمایه تا حد زیادی وابستگی به نگرش روانی فعالین آن دارد، با توجه به این موضوع از متغیر فازه‌های شخصیتی که برای اولین بار در دهه ۴۰ میلادی توسط دو تن از پژوهشگران مینه سوتای آمریکا، استارک هاتاوی^۵ و مک کینلی^۶ ارائه شده است، به عنوان عامل تاثیرگذار دیگر در این تحقیق استفاده شده است که هم بیانگر نقش عوامل اکتسابی مانند محیط و هم نشان‌دهنده عوامل غیراکتسابی مانند ژنتیک و وراثت است. این پژوهش در نظر دارد ضمن بررسی ۵ فاز شخصیتی میان مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری و همچنین تعیین پول هوشمند سرمایه‌گذاری شده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری به بررسی وجود رابطه میان شدت فازه‌های شخصیتی در مواجهه با پول هوشمند بپردازد. همچنین هوش مالی مدیران نیز به عنوان متغیر تعدیل‌گر در میان رابطه شدت فاز شخصیتی مدیران و توانایی آن‌ها در برخورد با پول هوشمند در نظر گرفته شده است.

مروری بر پیشینه تحقیق

علوم رفتاری در مباحث مالی، یک رویکرد جدید نسبت به مطالعات بازارهای مالی است. این رویکرد به این موضوع می‌پردازد که برخلاف مباحث و نظریه‌های مالی استاندارد، گرایش‌های رفتاری و شناختی می‌تواند بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تاثیرگذار باشد (سعدی، ۱۳۸۹). از جمله مطالعات صورت گرفته در خصوص مالی رفتاری می‌توان به مطالعات سلدن (۱۹۱۲) اشاره کرد که در کتاب روانشناسی بازار سرمایه به این موضوع اشاره دارد که تغییرات قیمتی موجود در بازار سرمایه تا حد زیادی وابسته به نگرش روانی سرمایه‌گذاران است. شنایدر

¹ Schaub, M., Lee, B. S. & Chun, S. E. (2005).

² Shynkevich, Y. McGinnity, T. M. Coleman, S. Belatreche, A. & Li, Y. (2017).

³ Gruber

⁴ Seldene

⁵ Stark R. Hathaway

⁶ J.C. McKinley

و توماس^۱ (۱۹۸۹) نیز از جمه کسانی بودند که به موضوع مالی رفتاری پرداخته و نقش مهمی در جهت کمک به بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران آن در جهت اخذ تصمیمات مالی داشته‌اند. از دیگر تحقیقان صورت گرفته در این زمینه می‌توان گلک^۲ (۱۹۹۶) را نام برد که در پژوهشی با عنوان "اثرات خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد سبد سهام، ریسک و هزینه‌ها" به دنبال پاسخ به این سوال می‌باشد که آیا ویژگی‌های مدیران صندوق‌ها می‌تواند عملکرد، ریسک و هزینه‌های صندوق را توضیح دهد یا خیر؟ نتایج آزمون‌های آماری نشان می‌دهد که عملکرد، ریسک و هزینه‌های صندوق به طور قابل توجهی با ویژگی‌های مدیر به یکدیگر وابسته هستند. مریکاس و همکاران^۳ (۲۰۰۳)، از طریق مطالعه پیمایشی سعی نمودند که عوامل تاثیرگذار بر تصمیمات مدیران را در بازار سرمایه یونان شناسایی نمایند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که معیار تصمیم‌گیری افراد در خرید یک سهم ترکیبی از معیارهای اقتصادی و معیارهای روانشناختی می‌باشند.

برک و گرین^۴ (۲۰۰۴) با ارائه یک مدل نظری به بررسی این موضوع می‌پردازند که چرا علی‌رغم عملکرد ناپایدار و غیرقابل پیش‌بینی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران صندوق‌ها به دنبال شناسایی مدیران برتر بوده و به صندوق‌هایی که عملکرد گذشته بهتری دارند وارد می‌شوند. آن‌ها این پدیده به ظاهر غیرعقلایی را این‌طور توضیح می‌دهند که توانایی مدیران صندوق در کسب بازده تعدیل شده با ریسک، بازده نزولی به مقیاس دارد. بدین ترتیب، علی‌رغم آن‌که مدیران مختلف سطوح متفاوتی از توانمندی در تولید بازده تعدیل شده با ریسک دارند، سرمایه‌گذاران به محض مشاهده عملکرد خوب از برخی مدیران (که حاکی از توانمندی آن‌ها است)، سرمایه بیشتری را به صندوق وارد می‌کنند.

گاتسمن و موری^۵ (۲۰۰۶) در پژوهشی که با عنوان "تحصیلات مدیر و عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری" انجام دادند به بررسی اثر تحصیلات بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. آن‌ها کیفیت موسسه‌ای که مدیران مدرک MBA خود را از آن دریافت می‌کردند را مورد پژوهش قرار دادند و به این نتیجه دست یافتند که مدیرانی که مدرک MBA خود را از موسسات معتبرتر دریافت کرده‌اند عملکرد بهتری دارند.

کالیندو همکارانش^۶ (۲۰۱۴) دریافتند که ویژگی‌های شخصیتی مدیران در تصمیم‌گیری‌های مربوط به ورود و خروج آنان به پروژه‌های سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری دارد. پینجیساکیکول^۷ (۲۰۱۷) دریافتند افرادی که دارای ویژگی شخصیتی برون‌گرایی، سازگاری و وجدانی بودن هستند سواد مالی بیشتری نسبت به سایر افراد با ویژگی شخصیتی روان‌رنجوری و پذیرا بودن هستند.

جیانگ و وراردو^۸ (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر رفتار گله‌ای در تصمیم‌های مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرداختند. آن‌ها از طریق تغییرات پرتفوی صندوق‌ها و معاملات انجام گرفته به این نتیجه رسیدند که بعضی

^۱ Schneider&Thomas

^۲ Golec, Joseph

^۳ Merilkas, A. and Prasad, d. (2003).

^۴ Berk and Green

^۵ Gottesman and Morey

^۶ Caliendo

^۷ Pinjisakikool

^۸ Jiang and Verardo

از مدیران در معاملات خود از جو بازار تأثیر می‌پذیرند و رفتار گله‌ای از خود نشان می‌دهند و بازدهی صندوق‌هایی که از جو بازار پیروی می‌کردند، کمتر از صندوق‌هایی است که چنین رفتاری را ندارند. در بررسی مدیریت فعال باید به عامل رفتار گله‌ای هم توجه کرد. هیتون و پنینگتون^۱ (۲۰۱۹) علت این رفتار سرمایه‌گذاران را مغالطه عطف منطقی^۲ می‌دانند، یعنی افراد اغلب این تفکر را در پس زمینه ذهن خود دارند که کار بیشتر (مدیریت فعال) نتیجه بهتری را در پی دارد.

جی چن و همکاران (۲۰۲۱)^۳ در پژوهشی با عنوان عملکرد مدیران صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در دوران رکود دریافتند که زمان شروع به کار به عنوان مدیر صندوق سرمایه‌گذاری بر نوع عملکرد تأثیرگذار است به نحوی که مدیرانی که کار خود را در دوران رکود بازار سرمایه شروع کرده‌اند در شرایط برابر، نسبت به مدیرانی که در دوره رونق آغاز به کار کرده‌اند از عملکرد بهتری برخوردارند. آن‌ها این عملکرد مناسب‌تر را به زمان بندی مناسب‌تر بازار و همچنین انتخاب سهام با استراتژی دفاعی از سوی مدیران دوران رکود نسبت می‌دهند.

در ایران نیز تحقیقاتی در این زمینه صورت گرفته است: ناظمی، مرتضوی و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان "شناسایی و رتبه بندی خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق" به مطالعه و شناسایی خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق پرداخته‌اند، نتایج مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته در قالب مضامین دسته‌بندی شدند که با توجه به آن‌ها خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق به پنج بعد خصوصیات رفتاری، فنی، شخصیتی، مدیریتی و میان‌فردی طبقه بندی شدند نتایج حاکی از آن بود که بعد میان فردی بیشترین اهمیت را در موفقیت مدیر داشته و بعد از آن ابعاد شخصیتی، رفتاری، فنی و مدیریتی در رده‌های دوم تا پنجم قرار گرفتند.

شالباغ یزدی (۱۳۹۵) در پایان‌نامه‌ای با عنوان "واکاو و ویژگی‌های مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق ثبت شده در بورس تهران" به بررسی ابعاد ویژگی‌های مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اولویت بندی این ویژگی‌ها پرداخته است. که در بعد مدیریتی، قدرت تصمیم‌گیری بیشترین اهمیت را بدست آورده است.

سوالات تحقیق

سوال اصلی در این پژوهش بر این اصل استوار است که آیا میان فازه‌های شخصیتی به عنوان متغیر مستقل و پول هوشمند به عنوان متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ فازه‌های شخصیتی شامل پنج خصوصیت افسردگی، مانیا، پیکاستنی، پارانویا و سایکوپاتیک می‌باشد. ما در این پژوهش سعی داریم رابطه میان تک تک این فازه‌ها را با پول هوشمند بررسی کنیم. در خصوص متغیر تعدیل‌گر نیز، هدف ما از انتخاب هوش مالی به این دلیل است که علاوه بر سنجش تأثیر مستقیم این متغیر بر پول هوشمند، به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی آن در رابطه بین فازه‌های شخصیتی و متغیر وابسته بپردازیم.

سوال اول: آیا فازه‌های شخصیتی مختلف مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر پول هوشمند تأثیرگذار می‌باشد؟

¹ Heaton and Pennington

² Conjunction Fallacy

³ Jie Chen, Meiziane Lasfer, Wei Song, Si Zhou d(2021)

سوال دوم: آیا هوش مالی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر پول هوشمند تاثیرگذار می‌باشد؟
سوال سوم: آیا هوش مالی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شدت تأثیر ویژگی‌های فزاینده شخصیتی را بر پول هوشمند تعدیل می‌کند؟

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری در این تحقیق شامل تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در دوره یکساله ۱۳۹۹ می‌باشند. صندوق‌های مورد بررسی همگی سهامی و یا مختلط بوده‌اند. از میان پرسش‌نامه‌هایی که میان مدیران این صندوق‌ها پخش شد، ۴۷ مورد آن برگشت داده شد که تحقیق مورد نظر روی این ۴۷ صندوق صورت پذیرفت. در این پژوهش برای بررسی شدت فزاینده‌های شخصیتی و هوش مالی مدیران از ابزار پرسشنامه استفاده شده و برای جریانات نقدی نیز از داده‌های آماری موجود در سایت صندوق‌ها و سازمان بورس اوراق بهادار استفاده شده است، همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل‌سازی معادلات ساختاری و نرم افزارهای SPSS و Smart PLS استفاده گردید.

معرفی متغیرهای تحقیق

پول هوشمند (اندازه‌گیری جریانات نقدی)

فرضیه "پول هوشمند" با توجه به جریانات نقدی موجود در صندوق این ادعا را مطرح می‌کند که سرمایه‌گذاران به اندازه کافی از آگاهی لازم جهت انتخاب صندوق برتر برخوردار هستند، به بیان دیگر، در انتخاب صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاری و ورود (خروج) پول به آنها هوشیارانه عمل می‌کنند (گرابر^۱ ۱۹۹۶؛ ژنگ^۲، ۱۹۹۹ و فنگ، ژو و چان^۳، ۲۰۱۴).

بر اساس تحقیقاتی که ژنگ (۱۹۹۹) انجام داد و همچنین بعد از آن، ساپ و تایواری^۴ (۲۰۰۴)، کیوسوانی و استولین^۵ (۲۰۰۸) و سالگانیک^۶ (۲۰۱۳)، برای اندازه‌گیری هوشمندی سرمایه‌گذاران، جریانات نقدی صندوق از طریق فرمول زیر محاسبه خواهد شد:

$$NCF_{i,t} = TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1}(1 + R_{i,t})$$

که در رابطه بالا NCF نشان‌دهنده جریان نقدی خالص در طی ماه t برای صندوق i است. TNA اشاره به کل دارایی‌های خالص در انتهای ماه t دارد. R نشان‌دهنده بازدهی صندوق برای ماه t است. مثبت بودن NCF نشان‌دهنده جریان نقدی خالص مثبت به صندوق و منفی بودن این متغیر نشان‌دهنده جریان نقدی خالص منفی است.

¹ Gruber, M (1996)

² Zheng, Lu (1999)

³ Feng, X., Mingshan, Z., & Chan Kam, C., (2014)

⁴ Sapp, T & Tiwari, A. (2004)

⁵ Keswani, A., & Stolin, D. (2008)

⁶ Salganik, G. (2013)

فاز شخصیتی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری

به منظور بررسی فاز شخصیتی مدیران از پرسش‌نامه و آزمون مینه‌سوتا^۱ استفاده شده است. آزمون شخصیت چندوجهی مینه‌سوتا در دهه ۴۰ میلادی توسط دو تن از پژوهشگران دانشگاه مینه‌سوتا^۲ آمریکا به نام‌های دکتر استارک هاتاوی^۲ و دکتر مک‌کینلی^۳ ارائه شد. در این آزمون شرکت‌کنندگان به سوالات پاسخ بله یا خیر داده و نتایج حاصل از پرسش‌نامه پس از محاسبه، بر روی یک نمودار نشان داده می‌شود. این نمودار شامل تعدادی مقیاس بالینی (کلینیکال) و چند مقیاس روایی (اعتبارسنجی) می‌باشد. آزمون مینه‌سوتا در همه افرادی که بالای ۱۶ سال و یا کسانی که حداقل کلاس ۸ را گذرانده‌اند قابل اجرا است. (براهنی، اخوت و شاملو، ۱۳۵۵).

با توجه به وجود مشکلاتی نظیر تعداد زیاد سوالات و همخوان نبودن سوالات با فرهنگ ایرانی، نیاز برای تهیه آزمونی با همین محتوا که معایب ذکر شده را نداشته باشد، احساس می‌شود. با در نظر گرفتن این مسائل، اخوت، براهنی و شاملو، تعداد ۷۱ سول از پرسش‌نامه مینه‌سوتا را اقتباس و با در نظر گرفتن فرهنگ ایرانی آن را در فرم کوتاهی تدوین و یک رشته فعالیت‌های پژوهشی را آغاز کردند.

خروجی این آزمون در این تحقیق ۵ فاز یا مقیاس می‌باشد که در جدول زیر بررسی می‌گردد:

جدول ۱- فازهای شخصیتی مورد بررسی در این پژوهش

ردیف	فاز شخصیتی	علامت اختصاری	تعریف
۱	پیکاستنی	Pt	به خستگی و ضعف روانی فرد اشاره دارد.
۲	مانیا	Ma	علائم مورد سنجش در این مقیاس بر عکس افسردگی است. افرادی که نمرات بالاتری در این مقیاس کسب می‌کنند، شادتر و پرانرژی‌تر هستند که در برخی درجات بالا به عنوان یک اختلال شناخته می‌شود.
۳	پارانویا	Pa	میزان اعتماد یا بی‌اعتمادی فرد را نسبت به دیگران می‌سنجد. افرادی که نمرات بالایی در این مقیاس دارند، افرادی هستند که اعتماد کلی به دیگران ندارند و افکار و رفتار آنها حاکی از سوطن شدید است.
۴	سایکوپاتیک	Pd	واکنش‌های ضد اجتماعی آزمودنی را نشان می‌دهد.
۵	افسردگی	D	نمره فرد در این مقیاس میزان افسردگی فرد را نشان می‌دهد.

^۱ - Minnesota Multiphasic Personality Inventory (MMPI)

^۲Starke R. Hathaway

^۳ J. C. McKinley

جدول مقیاس‌های روایی یا اعتبار ام ام پی آی

سه مقیاس آمده در جدول (۲)، مقیاس‌های 'اعتبار' یا روایی تست نامیده می‌شوند که به کمک آن‌ها می‌توان دریافت که آیا شخص با دقت و صداقت به سؤال‌ها جواب داده یا نه. برای مثال، مقیاس اف (فراوانی) میزان پاسخ‌های نامتداول یا غیرعادی را می‌سنجد. نمره بالا در این مقیاس معمولاً مبین این است که فرد در پاسخ به سؤال‌هایی دقت نداشته و یا سردرگم بوده است (البته نمره بالا در F اغلب با نمره بالا در مقیاس اسکیزوفرنی که تفکر نابه‌هنجار را می‌سنجد همراه است). (براهنی، اخوت و شاملو، ۱۳۵۵).

جدول ۲- جدول مقیاس‌های روایی - اعتباری خروجی تست MMPI

ردیف	مقیاس	علامت اختصاری	توضیح
۱	دروغ	L	نقاط ضعف معمولی خود را انکار می‌کند.
۲	فراوانی	F	نیم‌رخ حاصل اعتبار ندارد.
۳	ضریب تصحیح	K	شخصیت دفاعی و گریزنده.

شیوه کلید گذاری تست مینه سوتا

برای تفسیر کامل آزمون مینه سوتا وجود تجربه عملی افراد و اجرای آزمون ضروریست. نمره‌گذاری فرم کوتاه مینه سوتا به کمک ۱۱ کلید صورت می‌گیرد، معمولاً با رسم پروفایل نمرات آزمودنی در مقیاس‌های بالینی و روانی به ترتیب بالاترین نمرات فرد در مقیاس‌های بالینی، تعیین و کدبندی لازم انجام می‌شود.

جدول ۳- شیوه نمره گذاری مقیاس‌های بالینی شخصیت پاسخنامه تست مینه سوتا

جدول شیوه نمره گذاری مقیاس‌های بالینی شخصیت در تست مینه سوتا				
مقیاس‌های بالینی	پاسخ بلی به آیت‌های زیر نمره می‌گیرد	پاسخ خیر به آیت‌های زیر نمره می‌گیرد.	نمرات بالا (<T۷۰)	نمرات پائین (<T۳۰)
D	۲-۸-۱۲-۱۷ ۱۸-۲۱ ۱۵-۳۴-۴۵	۵-۹-۴-۱۰-۳۸ ۳۵-۴۰-۴۳-۶۲ ۵۴-۶۵	کمبود انرژی روانی، دوری‌گزین، کم حرف، احساس درماندگی کرده به انتقاد حساس است، ناامید، ترسو و دارای اشکال در تمرکز است.	عدم وجود افسردگی، خوشبین، فعال، آرام، نمره بسیار پائین بیانگر انکار افسردگی است.

جدول شیوه نمره گذاری مقیاسهای بالینی شخصیت در تست مینه سوتا				
مقیاس های بالینی	پاسخ بلی به آیت‌های زیر نمره می گیرد	پاسخ خیر به آیت‌های زیر نمره می گیرد.	نمرات بالا (<T۷۰) نمرات متوسط (<T۵۰ >T۷۰)	نمرات پائین (<T۳۰ >T۷۰)
Pd	۶-۱۲-۱۹-۱۳ ۱۴-۱۶-۲۶ ۲۹-۵۶-۶۰-۷۱	۳۸-۳۲-۹-۳۳ ۴۱-۴۴-۵۰-۶۵	نمره بالا: ناتوانی در بیان خشم، رفتارهای تکانه ای، عدم تبعیت از قانون، کارهای ضد اجتماعی، روابط سطحی فاقد وفاداری و صداقت، دارای خشم نامشخص به خانواده، نژاد پرست و تندخو. نمره متوسط : ماجراجو، معاشرتی پر جرأت، صریح، مدیر، دارای اعتماد به نفس.	خشک، مقرراتی، دارای مشکل در ابراز وجود، متواضع، بشاش، خود انتقادگر، خود کنترل، همنا با اجتماع.
Pa	۳-۷-۱۹-۱۲ ۳۷-۳۹-۵۲ ۶۶-۶۸	۳۸-۲۸-۳۰-۵۲ ۶۷	نمره بالا : از فرافکنی استفاده می کند، بدگمان، کینه توز، خشمگین، وسواس فکری، خشک، مظنون، احتمالاً سیکوز است، رفتار اطرافیان را سوء تفسیر می کند. نمره متوسط : جدی، متخاصم، فاقد خود اعتمادی، با هوش، احساساتی، بخشنده، از مکانیسم روشنفکر مآبانه استفاده می کند.	امیدوار، دارای دامنه کوتاهی از علایق و اگر نمره بسیار پایین باشد احتمال پوشاندن یک مشکل پارانوئیدی است.
Ma	۲۸-۳۲-۳۶-۲ ۶-۷-۳۹-۳ ۵۹-۶۲	۴۳	فردی اجتماعی، دست و دل باز، احتمال مصرف الکل، دارای ابراز وجود، ماجراجو، شتابزده و سرشار از انرژی. نمره بسیار بالا : فقدان تمرکز کنترل و دارای افکار بزرگ منشی.	افسردگی، بی تفاوتی، فقدان انگیزه و اعتماد به نفس، بدبینی و توجه به پایین به امور.
Pt	۳-۷-۱۲-۱۷ ۲۷-۱۵-۲۶ ۳۴-۴۵-۴۲ ۵۹-۶۶-۶۸	۱-۹-۴۳	بیمناک، نگران، کمال گرا، دارای تنش، ترسهای خرافی، بانضباط، از دلیل تراشی استفاده می کند، بیمناک، اشکال در تمرکز، خویشتن نگر، سازمان یافته، مضطرب، خودانتقاد نگر، دارای احساس گناه	فردی آرام، گرم، مطمئن، مستقل، متین، دارای احساس ایمنی، هوشیار.

هوش مالی

در این پژوهش، برای سنجش هوش مالی مدیران از پرسش‌نامه کیوساکی (۲۰۰۸) استفاده شده است. این پرسش‌نامه، هوش مالی را از پنج جنبه (۱) کسب پول بیشتر، (۲) حفاظت از پول، (۳) بودجه بندی و برنامه ریزی برای پول، (۴) استفاده از پول به عنوان ابزار اهرم و (۵) ارتقا آگاهی مالی، مورد بررسی و سنجش قرار می‌دهد. برای سنجش هر جنبه هوش مالی از ۵ پرسش و در مجموع ۲۵ پرسش، استفاده خواهد شد.

جدول ۴- سوالات پرسش‌نامه هوش مالی رابرات کیوساکی (۲۰۰۸) تفکیک متغیرها

متغیرها	تعداد سوالات	شماره سوالات
بیشتر پول درآوردن	۵	۱ و ۳ و ۴ و ۵
حفظ پول خود	۵	۶ و ۷ و ۸ و ۹ و ۱۰
بودجه بندی پول خود	۵	۱۱ و ۱۲ و ۱۳ و ۱۴ و ۱۵
بهبود اطلاعات مالی	۵	۱۶ و ۱۷ و ۱۸ و ۱۹ و ۲۰
تقویت پول خود	۵	۲۱ و ۲۲ و ۲۳ و ۲۴ و ۲۵

یافته‌های پژوهش

در جدول ۵ به توصیف متغیرهای فازهای شخصیتی مدیر پرداخته شد. با استفاده از آماره‌های میانگین و انحراف استاندارد متغیرهای اصلی توصیف شدند. همچنین با استفاده از شاخص‌های چولگی و کشیدگی، نرمال بودن شکل توزیع متغیرها ارزیابی شد. در مورد چولگی و کشیدگی، چنانچه مقادیر این آماره‌ها بین ۲- و ۲+ باشد نشان دهنده نرمال بودن توزیع تک متغیره است (جرج و مالری^۱، ۲۰۱۰).

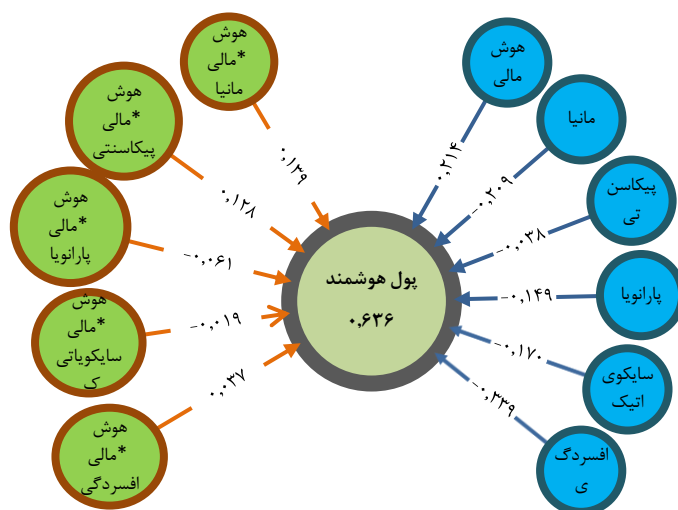
جدول ۵- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	انحراف استاندارد	چولگی	کشیدگی
پیکاستنی	۹۳/۶	۹۸/۰	-۱۹/۰	-۵۷/۱
سایکوپاتیک	۷۱/۵	۹۵/۰	-۱۷/۱	۹۹/۰
پارانویا	۶۱/۶	۷۵/۰	۱۳/۱	۸۵/۰
مانیا	۳۸/۵	۸۴/۰	-۰۶۲	۶۶/۰
افسردگی	۱۳/۶	۲۰/۱	-۰۳/۰	۲۱/۰

¹ George, D., & Mallery, M.

آزمون مدل اصلی پژوهش

مدل مفهومی پژوهش (پیش بینی پول هوشمند بر اساس فازه‌های شخصیتی و هوش مالی و همچنین بررسی نقش تعدیل‌گری هوش مالی) با استفاده از تکنیک مدل‌یابی معادلات ساختاری به روش حداقل مجزورات جزئی (PLS) آزمون شد. در ادامه مدل پژوهش در حالت ضرایب استاندارد (شکل ۱) و در حالت برازش با شاخص افزونگی یا Q2 (جدول ۶) ارائه شده است.



شکل ۱- مدل پژوهش در حالت ضرایب مسیر استاندارد

شکل ۱ مدل اصلی را در حالت ضرایب استاندارد نشان می‌دهد. ضرایب استاندارد معیاری برای مقایسه شدت تاثیر متغیرها بر یکدیگر هستند. متغیرهای مستقل پژوهش با رنگ آبی و دایره‌های سبزرنگ اثر تعدیل‌گری هوش مالی بر هریک از روابط موجود میان فازه‌های شخصیتی و پول هوشمند را نمایش می‌دهد. خطوطی که ارتباطات فی مابین متغیرها را نشان می‌دهند خطوط مسیر و اعداد نوشته شده در آنها ضرایب مسیر هستند. ضریب مسیر (ضریب بتا) نشان دهنده ی شدت و جهت رابطه بین دو متغیر است. این عدد بین مثبت یک و منفی یک می باشد و هرچه بزرگتر باشد نشان دهنده شدت و قدرت رابطه بین دو متغیر و هرچه کمتر باشد نشان دهنده ضعف رابطه بین دو متغیر خواهد بود.

بررسی برازش مدل

در جدول ۶ شاخص‌های برازش مدل ارائه شده است. شاخص GOF در مدل PLS راه حل عملی برای رفع مشکل بررسی برازش کلی مدل بوده و همانند شاخص‌های برازش در روش‌های مبتنی بر کوواریانس عمل می‌کند و از آن می‌توان برای بررسی اعتبار یا کیفیت مدل PLS به صورت کلی استفاده کرد. (سیدعباس زاده و همکاران، ۱۳۹۰: ۶۶). چنانچه شاخص کلی برازش مقدار بیشتر از ۰/۳۶ به معنای این است که مدل پژوهش از برازش مناسبی برخوردار است (تنچاس^۱، ۲۰۰۵).

جدول ۶- شاخص‌های برازش مدل پژوهش

متغیر وابسته	شاخص ضریب تعیین R ²	شاخص اعتبار افزونگی Q ²	شاخص کلی برازش GOF
پول هوشمند	۰/۶۳۶	۰/۴۸۱	۰/۵۵۳

آزمون روابط مدل

در جدول ۷ نتایج آزمون روابط مدل پژوهش گزارش شده است. در جدول مقدار ضریب مسیر استاندارد شده، مقدار t و سطح معنی داری (p-value) بدست آمده گزارش شده است.

جدول ۷- آزمون ضرایب مدل ساختاری: ضرایب استاندارد شده، مقدار t و سطح معنی داری

تائیرها	ضریب استاندارد	مقدار t	مقدار p	نتیجه
افسردگی --> پول هوشمند	-۰/۳۳۹	۳/۹۵۰	<۰/۰۰۱	تایید
سایکوپاتیک --> پول هوشمند	-۰/۱۷۰	۲/۳۷۶	۰/۰۲۸	تایید
پارانویا --> پول هوشمند	-۰/۱۴۹	۲/۴۷۳	۰/۰۲۲	تایید
پیکاستنی --> پول هوشمند	-۰/۰۳۸	۰/۵۰۱	۰/۶۲۲	عدم تایید
مانیا --> پول هوشمند	-۰/۲۰۹	۲/۹۵۳	۰/۰۰۸	تایید
هوش مالی --> پول هوشمند	۰/۲۱۴	۳/۸۱۶	۰/۰۰۱	تایید
اثر تعاملی هوش مالی*افسردگی --> پول هوشمند	۰/۰۳۷	۰/۴۸۲	۰/۶۳۵	عدم تایید
اثر تعاملی هوش مالی*سایکوپاتیک --> پول هوشمند	-۰/۰۱۹	۰/۳۳۸	۰/۷۳۹	عدم تایید
اثر تعاملی هوش مالی*پارانویا --> پول هوشمند	-۰/۰۶۱	۱/۱۶۳	۰/۲۵۹	عدم تایید
اثر تعاملی هوش مالی*پیکاستنی --> پول هوشمند	۰/۱۲۸	۱/۶۹۲	۰/۱۰۶	عدم تایید
اثر تعاملی هوش مالی*مانیا --> پول هوشمند	۰/۱۳۹	۲/۷۴۴	۰/۰۱۳	تایید

¹ Tenenhaus M, Vinzi VE, Chatelin YM, Lauro C. (2005)

نتیجه‌گیری و بحث:

در تحقیق پیش‌رو برای پاسخ به سوال اصلی تحقیق در خصوص ارتباط میان فازهای شخصیتی مدیران و تاثیر آن بر پول هوشمند، پنج فاز شخصیتی که در این پژوهش بیشترین میانگین را میان مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری به خود اختصاص داده بودند مورد بررسی قرار گرفتند. فازهای شخصیتی به ترتیب فراوانی عبارتند از: پیکاستنی، پارانویا، افسردگی، سایکوپاتیک و مانیا. که تاثیر همه این فازهای شخصیتی بر پول هوشمند موجود در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بررسی شده است که در این میان تاثیر همه این فازهای شخصیتی به غیر از یک مورد که فاز شخصیتی پیکاستنی می‌باشد تایید شده است. همچنین در ادامه به بررسی تاثیر هوش مالی مدیران بر پول هوشمند موجود در صندوق پرداخته شد. برای سنجش هوش مالی مدیران از پنج مولفه حفظ پول، کسب پول بیشتر، بودجه‌بندی پول، بهبود اطلاعات مالی و تقویت پول استفاده شد که نتایج حاکی از آن بود که هوش مالی مدیران رابطه مستقیمی با جذب پول هوشمند به صندوق‌ها دارد.

فاز شخصیتی افسردگی، این شاخص نشان‌دهنده میزان افسردگی مدیر صندوق سرمایه‌گذاری می‌باشد که به عبارتی با بالا رفتن این حالت در فرد (مدیر صندوق) نوعی هیجانات منفی بر فرد غالب خواهد شد که باعث گوشه‌گیری آن و گاهی نیز منفعل شدن فرد می‌شود که با توجه به محیط پویای بازار سرمایه و نیاز روزانه به تعاملات بالا، فرد را با مشکلات عدیده‌ای از جمله از دست دادن فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و عدم کسب منافع برای صندوق تحت مدیریت مدیر روبرو خواهد کرد که این مشکل خود را در عملکرد صندوق نشان خواهد داد که این باعث خروج سرمایه‌گذاران هوشمند از این صندوق و عدم ورود جریانات پول هوشمند به آن می‌شود. نتایج حاکی از آن است که این فاز شخصیتی، بیشترین تاثیر را بر پول هوشمند داشته است. نتایج نشان دهنده این است که مدیر صندوقی که نمره بالایی در این فاز شخصیتی داشته باشد در جذب پول هوشمند توانمند نبوده است و همچنین باعث خروج پول هوشمند وارد شده به صندوق نیز می‌شود. در نتیجه رابطه میان فاز شخصیتی افسردگی و پول هوشمند رابطه‌ای از نوع منفی و معکوس می‌باشد.

فاز شخصیتی مانیا دومین فاز شخصیتی می‌باشد، نکته جالب توجه این می‌باشد که فاز شخصیتی مانیا دقیقا نقطه مقابل فاز شخصیتی افسردگی می‌باشد، فردی که در این فاز شخصیتی نمره بالایی کسب کند بلعکس فرد افسرده انرژی بسیار بالا و نامتعارفی دارد و هیجانات مثبت آن بسیار زیاد بوده و به نوعی بیش فعال بوده و گاهی دچار توهم نیز می‌باشد. اما نکته بسیار جالب این است که فردی که این فاز شخصیتی را دارد می‌تواند به سرعت از این حالت شیدایی به افسردگی با سطح انرژی بسیار پایین تغییر کند. با توجه به مطالب ذکر شده مدیری که این فاز شخصیتی را داشته باشد ممکن است در برهه‌ای از زمان به شدت انفعالی رفتار کند و اقدام به معاملات بیش از حد معمول کند که این اقدام هزینه‌های بیش از حد بر صندوق تحمیل می‌کند و در مقابل در برهه دیگری از زمان که نیاز به معامله برای صندوق می‌باشد به حالت افسردگی رفته و منفعلانه رفتار کند، که در هر دو حالت باعث افت عملکرد صندوق خواهد شد و پول هوشمند موجود در صندوق با بررسی صندوق به عملکرد نامتعارف صندوق پی خواهد برد و باعث خروج آن از صندوق خواهد شد. نتایج حاکی از آن می‌باشد که نمره بالا در این فاز

شخصیتی رابطه معکوس و منفی با جذب پول هوشمند دارد، به گونه‌ای که مدیر صندوقی که نمره بالایی در این فاز شخصیتی کسب نماید در جذب پول هوشمند ضعیف عمل خواهد کرد.

فاز شخصیتی بعدی که مورد بررسی قرار گرفته شد و اثر آن بر پول هوشمند تأیید گردید، فاز شخصیتی سایکوپاتیک می‌باشد. این فاز شخصیتی بیانگر نوعی اختلال در فرد است که شاید در ظاهر به هیچ عنوان نشان داده نشود اما فردی که در این فاز شخصیتی نمره بالایی می‌گیرد عموماً فردی است که حس همدلی در آن بسیار پایین بوده و منافع شخصی فرد بر منافع سایر افراد ارجحیت دارد. که تنها همین یک مورد می‌تواند مدیر صندوقی با این فاز شخصیتی را به عنوان بدترین گزینه مدیریتی اعلام دارد، زیرا صندوق‌های سرمایه‌گذاری منابع مالی افراد را جذب می‌کنند تا در راستای منافع سرمایه‌گذاران اقدام به خرید و فروش سهام نمایند اما اگر مدیر صندوق نسبت به منافع افراد بی‌اهمیت باشد و فقط در راستای اهداف شخصی خود حرکت کند مسلماً در بلندمدت عملکرد صندوق بسیار ضعیف خواهد شد و این باعث خروج پول هوشمند خواهد شد. همانطور که در جدول ۷ و شکل ۱ هم نشان داده شده است ضریب این متغیر منفی می‌باشد، این بدان معنی است که هرچه مدیر صندوق سرمایه‌گذار نمره بالاتر در فاز شخصیتی مذکور دریافت نماید، پول هوشمند به طور فزاینده‌ای از صندوق خارج خواهد شد. و رابطه میان این فاز شخصیتی و جذب پول هوشمند معکوس می‌باشد.

فاز شخصیتی بعدی پارانویا می‌باشد. این فاز شخصیتی در تعریف عام، گزینه یا فرآیندی از تفکر است که تحت تأثیر اضطراب یا ترس به حالتی غیرمنطقی و وهم آلود درمی‌آید. افراد پارانویا فکر می‌کنند که دیگران به دنبال توطئه علیه آن‌ها هستند به همین دلیل با شک و سوءظن شدید با دیگران برخورد می‌کنند در این حالت فرد به شدت بی‌اعتماد می‌شود که این بی‌اعتمادی در تعاملات آن تأثیر منفی گذاشته و عملکرد فرد را به شدت کاهش می‌دهد. این فاز شخصیتی در مدیران سرمایه‌گذاری باعث این می‌شود که فرد هر فرصت سرمایه‌گذاری را با دید شک و سوءظن بررسی کند و به همین دلیل بسیاری از موقعیت‌های مناسب سرمایه‌گذاری را از دست دهد که این حالت خود را در بازدهی صندوق نشان می‌دهد. بر طبق نتایج به دست آمده رابطه این فاز شخصیتی و جذب پول هوشمند رابطه ای معکوس می‌باشد به این معنی که کسب نمره بالا مدیر صندوق سرمایه‌گذاری در این فاز شخصیتی باعث خروج پول هوشمند از صندوق موردنظر خواهد شد.

نتایج به دست آمده در بررسی ۴ فاز شخصیتی افسردگی، مانیا، سایکوپاتیک و پارانویا با تحقیقات صورت گرفته توسط گلک در سال ۱۹۹۶ و مریکاس و همکاران در سال ۲۰۰۳ که بیان‌کننده این نکته می‌باشند که معیارهای روانشناختی و ویژگی‌های مدیران در تصمیم‌گیری مدیران صندوق و عملکرد آن‌ها در بازار ارتباط داشته است، همخوانی دارد. همچنین نتایج با تحقیقات پینجیساکیکول در سال ۲۰۱۷ که بیان می‌دارد افرادی که دارای ویژگی شخصیتی برون‌گرایی، سازگاری و وجدانی بودن هستند سواد مالی بیشتری نسبت به سایر افراد با ویژگی شخصیتی روان‌رنجوری و پذیرا بودن هستند، نیز همخوانی دارد. لذا با توجه به نتایج به دست آمده اهمیت فاز شخصیتی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری بیش از پیش اهمیت پیدا خواهد کرد به گونه‌ای که می‌توان یکی از دلایل اصلی تفاوت عملکرد صندوق‌های مشابه در یک بره زمانی مشابه را تفاوت در شخصیت و در نتیجه تفاوت در تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها دانست.

فاز شخصیتی بعد پیکاستنی است. این فاز شخصیتی نشان‌دهنده ضعف روانی و خستگی فرد می‌باشد. نمرات بالا در این فاز شخصیتی نشان‌دهنده این می‌باشد که فرد از شدت خستگی فکری و روانی رنج می‌برد که این خستگی ناشی از فشار و استرس بالا می‌باشد. البته در بازار سرمایه این فشار و اضطراب همیشه وجود داشته و جزء لاینفک بازارهای مالی می‌باشد. اما نکته جالب این می‌باشد که در نتایج تحقیق پیش رو، رابطه این فاز شخصیتی با پول هوشمند تایید نشده است. شاید در نگاه اول به نظر برسد که باید ارتباط قوی بین این دو وجود داشته باشد، اما نتیجه به دست آمده برخلاف آن است. شاید بتوان این نتیجه را این‌گونه تفسیر کرد که با توجه به این که بازارهای مالی همیشه با ریسک و استرس و فشار روانی بالا همراه بوده است و فعالین این بازار با علم به این موضوع وارد این بازار می‌شوند، به نوعی راه‌های مقابله با آن را فرا گرفته‌اند به خصوص مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌ها که معمولاً افرادی با سابقه بالا می‌باشند مدیریت این فشار روانی را فرا گرفته‌اند و آن را جزئی از حرفه خود می‌دانند و توان کنترل آن را دارند و با توجه به این که این فشار روانی و استرس موجود در بازار تا حد زیادی بین تمام فعالین این حوزه مشترک است عملاً تاثیر مخرب آن به دلیل اشتراک زیاد بین افراد کم رنگ شده است. نتایج به دست آمده مبنی بر رد رابطه میان این فاز شخصیتی با پول هوشمند می‌باشد. به گونه‌ای که مدیر صندوق با این فاز شخصیتی هیچ تاثیر مثبت و یا منفی بر پول هوشمند صندوق گذاشت. نتایج به دست آمده برای این فاز شخصیتی با تحقیقات صورت گرفته توسط کالیندو و همکارانش در سال ۲۰۱۴ که بیان می‌دارند ویژگی‌های شخصیتی مدیران در تصمیم‌گیری آنان به ورود و خروج به سرمایه‌گذاری بی‌معنا می‌باشد همخوانی دارد.

سوال دوم مورد بررسی در این تحقیق تاثیر هوش مالی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر پول هوشمند بوده است که در این پژوهش هم به صورت مستقیم و هم به عنوان متغیر تعدیلگر مورد بررسی قرار گرفته است. این متغیر با ۵ شاخص مورد ارزیابی قرار گرفته شده است. در بررسی صورت گرفته در میان مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری میانگین هوش مالی مدیران برابر با ۸۱/۳۶ به دست آمده است.

رابطه هوش مالی با پول هوشمند معنادار می‌باشد و این رابطه از نوع مثبت می‌باشد. یعنی با افزایش هوش مالی مدیران، جذب پول هوشمند در صندوق سرمایه‌گذاری بیشتر خواهد شد و همچنین با کاهش هوش مالی مدیر خروج پول هوشمند در صندوق افزایش خواهد یافت. این نتیجه با شواهد موجود در واقعیت نیز همخوانی دارد، انتظار می‌رود مدیری که هوش مالی بالاتری دارد فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بهتر و سریع‌تر شناسایی کرده و عملکرد بهتری کسب نماید. بنابراین می‌توان نتایج را این‌گونه تفسیر نمود که بین هوش مالی و پول هوشمند رابطه معنادار از نوع مثبت وجود دارد و مدیر صندوق با هوش مالی بالاتر توان جذب پول هوشمند بیشتری را دارا می‌باشد. نتایج به دست آمده در خصوص این متغیر با مطالعات گاتسمن و موری در سال ۲۰۰۶ که اثر تحصیلات بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را مهم ارزیابی کرده و بیان می‌دارند که مدیرانی که مدرک MBA خود را از موسسات معتبرتر دریافت کرده‌اند عملکرد بهتری دارند، همخوانی دارد.

اما سوال بعدی که در اینجا مطرح می‌شود این می‌باشد که آیا فردی که هوش مالی خوبی دارد توانایی مدیریت ناهنجاری‌های شخصیتی خود را دارد؟ و یا به بیان ساده‌تر، اگر فردی به فرض دارای فاز شخصیت افسردگی است

می‌تواند با بهره‌گیری از هوش مالی خود اثر این فاز شخصیتی را بر عملکرد خود کمتر کند یا خیر؟ در بررسی صورت گرفته و نتایج به دست آمده از تحقیق، فقط نقش تعدیل‌گری هوش مالی در ارتباط با فاز شخصیتی مانیا مورد تایید قرار گرفته است. بر این اساس مدیر صندوقی که بهره‌هوشی بالایی داشته باشد توان کنترل هیجانانگام به وجود آمده از این فاز شخصیتی را خواهد داشت. از آنجایی که فردی که دارای نمره بالا در فاز شخصیتی مانیا است درک درستی از موقعیت ندارد و امکان دارد اقدام به معاملات نامتعارف و یا بیشتر از حد معمول بکند، ولی با داشتن بهره‌هوش مالی بالا می‌تواند تا بخشی از این هیجانانگام را کنترل کند و به عنوان مثال در هنگام هیجانانگام بیش از حد برای اقدام به معاملات بیش از اندازه در صندوق، با بهره‌گیری از هوش مالی خود از این هیجانانگام در راستای اهداف خود استفاده کرده و دست به معاملات معقولانه‌تری بزند. این رابطه مثبت و هم‌جهت می‌باشد. رابطه هوش مالی با سایر فازهای شخصیتی مورد تایید قرار نگرفته است. اما نکته جالب ضرایب به دست آمده برای هر یک از این روابط می‌باشد. در ارتباط با نقش تعدیلگری هوش مالی با فاز شخصیتی افسردگی ضریب به دست آمده عدد مثبتی را نشان می‌دهد که شاید بتوان به این نکته اشاره کرد که فرد با بهره‌هوش مالی بالا می‌تواند در خصوص هیجانانگام منفی منبعث شده از افسردگی خود تا حدودی کنترل داشته باشد.

با توجه به مطالب ذکر شده می‌توان در پاسخ سوال اول تحقیق این‌گونه نتیجه‌گیری کرد که فازهای شخصیتی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری نقش مهمی در جذب و یا دفع پول هوشمند به صندوق دارد. در بررسی انجام شده از ۵ فاز شخصیتی، ۴ مورد آن رابطه معکوسی با پول هوشمند موجود در صندوق دارند. در نتایج به دست آمده مدیران با نمره پایین افسردگی، سایکوپاتیک، پارانوئیا و مانیا می‌توانند پول هوشمند را به سمت صندوق خوب جذب کنند اما هرچقدر نمره این فازهای شخصیتی در آن‌ها بالاتر برود تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها متاثر شده و عملکردشان نسبت به سایر صندوق‌های مشابه افت کرده و باعث کوچ سرمایه‌گذاران هوشمند به صندوق‌های موازی می‌گردد. لذا توجه به فازهای شخصیتی افراد در هنگام انتصاب آن‌ها در سمت مدیر سرمایه‌گذاری اهمیت زیادی دارد. از سوی دیگر آشنایی افراد و مدیران تصمیم‌گیرنده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری با انواع فازهای شخصیتی و تاثیرات گاه منفی آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها باعث می‌شود تا افراد تلاش کنند که تا حد ممکن آثار سو آن بر تصمیمات خود را کنترل و در جهت کاهش آن عمل کنند تا عملکرد مالی خود را افزایش دهند.

در پاسخ به سوال دوم تحقیق در خصوص تاثیر هوش مالی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر پول هوشمند نتایج به دست آمده حاکی از آن می‌باشد که اگر مدیر یک صندوق سرمایه‌گذاری از هوش مالی بالا برخوردار باشد توان جذب منابع مالی و سرمایه‌گذاران هوشمند را خواهد داشت و همچنین از خروج منابع از صندوق خود جلوگیری می‌کند و رابطه میان هوش مالی و پول هوشمند مستقیم و پر قدرت می‌باشد. همچنین در خصوص سوال سوم که در خصوص نقش تعدیلگری هوش مالی در رابطه میان فازهای شخصیتی مدیران و پول هوشمند مطرح شده بود نتایج به دست آمده نشان‌دهنده آن بود که در میان ۵ فاز شخصیتی مورد بررسی در این تحقیق، هوش مالی مدیر صندوق تنها در کنترل فاز شخصیتی مانیا موفق بوده است به این صورت که اگر مدیری فاز شخصیتی مانیا داشته باشد اما از هوش مالی بالایی برخوردار باشد، با ضریب هوشی خود می‌تواند تاثیرات منفی فاز شخصیتی

خود را کاهش دهد و از خروج پول هوشمند از صندوق جلوگیری به عمل آورد، ولی نقش هوش مالی در ارتباط میان ۴ فاز شخصیتی دیگر (افسردگی، پارانوئیا، سایکوپاتیک و پیکاستنی) با پول هوشمند مورد تایید قرار نگرفته است.

با توجه به نتایج به دست آمده می‌توان به این نتیجه رسید که نقش مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شخصیت آن‌ها در کنار مسایل مهم دیگر از جمله تحصیلات و تجربه فرد در عملکرد صندوق و جذب منابع به صندوق، مهم و غیرقابل انکار می‌باشد که این نتیجه می‌تواند به نهادهای مالی در انتخاب شخص مناسب جهت تصدی مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمک شایان توجهی کند.

فهرست منابع

- * بابائیان، علی، زندی، فیروز. (۱۳۹۳). نقش اجرای قرارداد روانشناختی بر فرسودگی شغلی. مطالعات مدیریت (بهبود و تحول)، ۲۳(۷۵)، ۹۷-۱۱۴.
- * براهنی، محمدنقی، اخوت، ولی اله و شاملو، سعید (۱۳۵۵). پژوهش در ارزش تشخیصی MMPI، انتشارات دانشگاه تهران
- * سید عباس زاده، میرمحمد، امانی، جواد، خضری آذر، هیمن و پاشوی، قاسم (۱۳۹۰). مقدمه ای بر مدل یابی معادلات ساختاری به روش PLS و کاربرد آن در علوم رفتاری، انتشارات دانشگاه ارومیه.
- * شالباف یزدی، سیدوحید. (۱۳۹۵). واکاوی ویژگی‌های مدیران صندوق‌های ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکردی نیروی انسانی. پایان نامه دکتری تخصصی، مشهد، دانشگاه فردوسی مشهد.
- * مرتضوی، سعید، رحیم نیا، فریبرز، شالباف یزدی، سیدوحید. (۱۳۹۶). شناسایی و رتبه بندی خصوصیات مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق ثبت شده در بورس اوراق بهادار. چشم انداز مدیریت، ۷(۳)، ۱۳۹-۱۶۴.
- * Battalio, R. H., & Mendenhall, R. R. (2011), "Post-Earnings Announcement Drift: Bounds on Profitability for the Marginal Investor", *Financial Review*, 46(4), PP. 513-539.
- * Berk, J. B., & Green, R.C. (2004). Mutual fund flows and performance in rational markets. *Journal of Political Economy*, 112(6), 1269-1295.
- * Caliendo, M., Fossen, F., and Kritikos, A. S. (2014). Personality characteristics and the decisions to become and stay self-employed. *Small Business Economics*, 42(4): 787-814.
- * Chevalier, J., & Ellison, G. (1999). Are some mutual fund managers better than others. *The Journal of Finance*, Vol 3, pp 875-899.
- * Chuprinin, O., Sosyura, D., 2018. Family descent as a signal of managerial quality: evidence from mutual funds. *Rev. Financ. Stud.* 31, 3756-3820.
- * Cici, G., Gehde-Trapp, M., Goericke, M., Kempf, A., 2018. The investment value of mutual fund managers' experience outside the financial sector. *Rev. Financ. Stud.* 31, 3821-3853.
- * Datta, D. & Guthrie, J. & Wright, P. (2005). Human Resource Management and Labor Productivity: Does Induser Matter?, *Academy of Management Journal*, 48(1): 135-145.
- * Deuskar, P., Pollet, J. M., Wang, Z. J., & Zheng, L. (2011). The good or the bad? Which mutual fund managers join hedge funds? *Review of Financial Studies*, 24, 3008-3024.
- * Elton, E., Gruber, M., & Blake, C., (1996), The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 69(2), 133-157.

- * Fama, E., & French, K. (2010). Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. *The Journal of Finance*, 65(5), 1915–1947.
- * Feng, X., Mingshan, Z., & Chan Kam, C. (2014). smart money or dumb money? A study on the selection ability of mutual fund investors in China. *The North American Journal of Economics and Finance*, 30(3), 154-170.
- * French, Kenneth R., 2008. Presidential address: the cost of active investing. *J. Financ.* 63, 1537–1573.
- * Greenwood, R., Nagel, S., 2009. Inexperienced investors and bubbles. *J. Financ. Econ.* 93, 239–258.
- * Hallahan, T.A., Faff, R.W., & McKenzie, M.D. (2004). An empirical investigation of personnel financial risk tolerance. *Financial Services Review*, 13, 57-58.
- * George, D., & Mallery, M. (2010). *SPSS for Windows Step by Step: A Simple Guide and Reference*, 0/17 update (10a ed.) Boston: Pearson
- * Golec, Joseph H. (1996). The effects of mutual fund managers' characteristics on their Portfolio performance risk and fees. *Financial Services Review*, pp 133-148.
- * Gottesman, AA., & Morey, MR (2006). Manager education and mutual fund performance. *Journal of Empirical Finance* 13, pp 145-182.
- * Jiang, H. & Verardo, M. (2018). Does herding behavior reveal skill? An analysis of mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 73(5), 2229–2269.
- * Jie Chen a, Meziane Lasfer b,*,1, Wei Song c, Si Zhou d (2021) Recession managers and mutual fund performance. *Journal of Corporate Finance*.
- * Kempf, E., Manconi, A., Spalt, O.G., 2017. Learning by Doing: The Value of Experience and the Origins of Skill for Mutual Fund Managers. University of Chicago Working paper.
- * Keswani, A., & Stolin, D. (2008), Which money is smart? Mutual fund buys and sells of individual and institutional investors. *Journal of Finance*, 63(1), 85-118.
- * Line, Donald, (2002), "A Note on the Relationship between some Risk –Adjusted performance Measures" *Journal of Future Market*, Vol 27, No5, pp.483-495
- * Merilkas, A. and Prasad, d. (2003). Factor influencing Greek investor behavior on the Athens stock Exchange, paper presented at the Annual meeting of Academy of Financial Services, Colorado, October 8- 9-2003.
- * Niessen-Ruenzi, A., Ruenzi, S., 2019. Sex matters: gender bias in the mutual fund industry. *Manag. Sci.* 65, 3001–3025.
- * Onur Arugaslan, Ed Edwards, Ajay Samant, (2007) "Evaluating large US-based equity mutual funds using risk-adjusted performance measures", *International Journal of Commerce and management*.
- * Plantinga Auke and Sebastiaan De Groot (2001) "Risk-Adjusted Performance Measures and Implied Risk-Attitudes"
- * Pinjisakikool, T. (2017). The effect of personality traits on households' financial literacy. *Citizenship, Social and Economics Education*, 16(1): 39-51.
- * Redman, Arnold, N.S. Gullett and Herman Manakyan, (2000). The Performance of Global And International Mutual Funds, *Journal of Financial and Strategic Decisions* 23, Spring, pp. 75-85.
- * Sansa, a. (1998). THE Brain Drain is not a Recent Phenomenon, Avaukabke at: www.sansa.nrf.az/documentsbrown.pdf
- * Sapp, T., & Tiwari, A., (2004). Does Stock Return Momentum Explain the Smart Money Effect?. *Journal of Finance*, 59(6), 57-82.
- * Schaub, M., Lee, B. S. & Chun, S. E. (2005). "Overreaction and seasonality in Asian stock indices: Evidence from Korea, Hong Kong and Japan", Working paper, university of Northwestern state

- * Shynkevich, Y. McGinnity, T. M. Coleman, S. Belatreche, A. & Li, Y. (2017). Forecasting price movements using technical indicators: investigating the impact of varying input window length. *Neurocomputing*.
- * Salganik, G. (2013). The smart money effect: Retail versus institutional mutual funds. *Journal of Behavioral Finance & Economics*, 3(1): 21- 71.
- * Tenenhaus M, Vinzi VE, Chatelin YM, Lauro C (2005) PLS path modelling. *Comput Stat Data Anal* 48(1):159–205
- * Villieux, A., Sovet, L., Jung, S., & Guilbert, L.(2016). Psychological flourishing: validation of the French version of the flourishing scale and exploration of its relationships with personality traits. *Personality and Individual Differences*, 88, 1-5. <https://doi.org/10.1016/j.paid.2015.08.027>
- * Ying Sophie Huang & Bing Linang & kai Wu. (2021), “Are mutual fund manager skills transferable to private funds? “, *International Review of Economics and Finance*, No.76 pp. 614–638.
- * Zheng, Lu (1999). Is Money Smart? A Study of mutual fund investor's fund selection ability. *Journal of Finance*, 54(3), 901-933.

The impact of personality phases of managers of mutual funds on smart money by considering the moderating role of manager's financial intelligence

Bahareh Heidari Moghadam

Phd Student. Department of Financial Management. Islamic Azad University, Central Tehran Branch. Tehran, Iran.
Bh.moghadam@yahoo.com

Mirfeiz Fallahshams

Supervisor. Department of Financial Management. Islamic Azad University, Central Tehran Branch. Tehran, Iran.
mir.fallahshams@iauctb.ac.ir

Ghلامreza Zomorodian

Advisor
gholamrezazomorodian@gmail.com

Abstract

This study is aimed to investigate the effect of the 5 personality phases of managers of mutual funds in dealing with smart money by using the structural equation model. Meanwhile, managers' financial intelligence has also been examined as a moderating variable. This survey is carried out by collecting statistics from all mutual funds. This analysis was carried out in 1399 and all data have been collected from mutual funds during that time. Five studied phases of personality are: Hypomania, Psychopathic Deviate, Psychasthenia, Paranoia, Depression.

The results show that out of the five personality phases studied, four of them have a significant relationship with smart money and there is no significant relationship between only one personality phase and smart money. Also, the moderating role of financial intelligence was accepted only concerning one type of personality phase (Hypomania,) and concerning the other four personality phases (Psychopathic Deviate, Psychasthenia, Paranoia, Depression), the effect of the moderating variable was not confirmed.

Keywords: Mutual funds, smart money, financial intelligence, personality phases