

Evaluation of the Model of Factors Influencing Cash Management and Illusion

1. Heidar Ali Mardomkhah^{id}: Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran

2. Asgar Pakmaram^{id}*: Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran. Email: Pakmaram@iau.ac.ir (Corresponding Author)

3. Nader Rezaei^{id}: Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran

4. Mohammad Nasiri^{id}: Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran

Article history



Received: 05 June 2025

Revised: 27 September 2025

Accepted: 04 October 2025

Initial Publish: 06 October 2025

Final Publish: 22 December 2025

Abstract:

Cash management and illusion are among the most vital aspects of financial management and play a key role in organizational success. Accordingly, the present study aimed to evaluate the model of factors affecting cash management and investor illusion. This research, in terms of overall strategy, was quantitative; in terms of implementation, it was field-based; and in terms of analytical technique, it was descriptive–correlational. The statistical population of this study included experts and managers of investment companies. The sampling method was convenience sampling. The sample size, based on the Krejcie–Morgan table and considering an error level of $\alpha = 0.05$, was determined to be 72 individuals. To collect data, a researcher-made questionnaire on cash management and illusion (reliability $\alpha = 0.66$) was used. The validity of the instrument was confirmed by management and psychology scholars. Data were analyzed using SPSS 22 and Smart PLS software through the structural equation modeling method. The causal conditions, through axial categories, influenced investment strategies and their consequences. In addition, intervening conditions and contextual conditions also had a direct impact on strategies. The research findings regarding the validation of the proposed model, after testing the paths, indicated the confirmation of the paths and the presented model. By achieving a better understanding of the factors and mechanisms influencing cash management and illusion, it is possible to improve financial decision-making and reduce the risks arising from investor illusions.

Keywords: Management, Cash Management, Illusion Management, Psychological Factors

Citation: Mardomkhah, H. A., Pakmaram, A., Rezaei, N., & Nasiri, M. (2025). Evaluation of the Model of Factors Influencing Cash Management and Illusion. *Accounting, Finance and Computational Intelligence*, 3(4), 1-14.



Copyright: © 2025 by the authors. Published under the terms and conditions of Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) License.

Extended Abstract

Introduction

Cash management and investor illusion have emerged as central themes in contemporary financial management research, directly influencing organizational performance and market stability (Hassan, 2023). The ability to plan, organize, and control cash flows effectively is a critical determinant of firms' liquidity, resilience, and capacity to invest in innovation and respond to market shocks (Fakhari & Talebi, 2024; Knudsen et al., 2023). Simultaneously, investor behavior is profoundly shaped by cognitive and emotional biases, collectively known as behavioral finance, which challenge the assumptions of rational decision-making (Jain, 2022; Rasool, 2021). These biases—such as overconfidence, illusion of control, framing, and loss aversion—often distort risk perceptions, cause mispricing, and lead to volatility in capital markets (Motafaker azad et al., 2022; Pakdelan et al., 2022). In emerging markets, where financial infrastructures and investor protection mechanisms are still maturing, understanding these behavioral distortions becomes even more urgent (Mirlohi & Mohammadi Todashki, 2019; Wali, 2019).

The global expansion of behavioral finance theory underscores that investor decision-making is not only driven by rational analysis but also by psychological and contextual factors (Hossein Zadeh & Shafi'i, 2022; Soleimani & Daneshyar, 2021). Scholars have emphasized that illusions such as perceived control or skill can cause investors to overtrade, mismanage liquidity, and amplify systemic risk (Wielen, 2020; Xiao, 2019). This is particularly evident during market cycle transitions, where emotions intensify and lead to herd-like responses and irrational liquidity management (Harefa, 2023; Shabani, 2023). While research in advanced economies has extensively explored these behavioral mechanisms, evidence from emerging markets remains limited (Hessian, 2024; Salas-Molina et al., 2023). Moreover, few studies have systematically integrated cash management models with behavioral and psychological determinants in one coherent framework (Mariska et al., 2025; Wibowo & Setiany, 2023).

Addressing these gaps, the present study develops and tests a conceptual model linking antecedent, contextual, and intervening conditions to cash management strategies and their internal and external outcomes. The study provides an integrated perspective that considers both rational-technical and behavioral-psychological factors, responding to calls for multi-dimensional frameworks in corporate liquidity and investor behavior research (Hassan, 2023; Panahi & Habibi Rad, 2021). By analyzing the dynamic interplay between market cycles, cognitive distortions, and strategic liquidity decisions, this research aims to enrich behavioral finance theory and offer practical guidance for risk management and financial decision-making.

Methods and Materials

This study adopted a quantitative, applied research design using a field-based data collection approach with a descriptive–correlational analytical technique. The statistical population consisted of experts and senior managers from investment companies. Sampling was performed using a convenience method, and the sample size was determined to be 72 individuals based on the Krejcie–Morgan table at an error level of $\alpha = 0.05$. Data collection employed a researcher-developed questionnaire designed to measure cash management and investor illusion, verified through content and face validity by subject matter experts in management and psychology. The questionnaire used a five-point Likert scale and included 28 items. Reliability was confirmed with Cronbach's alpha exceeding 0.60 overall. Data analysis involved structural equation

modeling (SEM) using SPSS 22 and Smart PLS software. Prior to SEM, assumptions of normality, multicollinearity, and outlier detection were tested and met.

Findings

The structural model analysis revealed that causal conditions—particularly market cycle phases of distribution and decline—significantly influenced the central categories of cognitive and individual illusions among investors. These core constructs, in turn, strongly affected investment strategies, especially those based on experiential and psychological factors. The results indicated that as markets enter distribution and downturn phases, investor illusions escalate, leading to riskier liquidity decisions and less rational cash flow management. The direct effects of the central categories on experiential and professional factors ($\beta = 0.120$, $t > 6.58$) and on psychological factors ($\beta = 0.111$, $t > 2.35$) were significant.

Intervening conditions showed complex effects. Macroeconomic factors and indirect influences significantly shaped psychological strategies and regulatory reinforcement mechanisms, demonstrating that economic uncertainty and systemic signals can exacerbate or mitigate behavioral biases in cash management. Conversely, direct factors had no significant impact on strategic components. Contextual economic and cultural variables, unexpectedly, did not directly influence investment strategies, suggesting that their role might be mediated through education, investor literacy, or institutional quality rather than exerting immediate effects.

Furthermore, strategic components linked to experiential and psychological dimensions exhibited significant positive relationships with both internal and external organizational outcomes. These included enhanced liquidity resilience, better risk adjustment, and improved investor confidence. Specifically, experiential and professional strategies improved internal financial flexibility ($\beta = 0.090$, $t > 3.55$) and external performance indicators ($\beta = 0.111$, $t > 3.83$). Similarly, psychological strategies were associated with stronger internal risk mitigation ($\beta = 0.138$, $t > 3.85$) and improved external adaptability ($\beta = 0.147$, $t > 2.38$). Goodness-of-fit indices confirmed the robustness of the model, with an overall GoF of 0.67, indicating strong explanatory power.

Discussion and Conclusion

This study expands the understanding of cash management by integrating behavioral finance insights with traditional liquidity frameworks. The finding that market downturns intensify investor illusions highlights the need to consider psychological vulnerability alongside technical liquidity planning. Illusion of control emerged as a critical cognitive distortion, echoing prior research that shows overconfidence and misjudged skill perceptions can lead to overtrading and poor cash allocation (Motafaker azad et al., 2022; Pakdelan et al., 2022). The interplay between market phases and psychological responses aligns with behavioral finance literature that links economic sentiment shifts to liquidity shocks and volatility (Rasool, 2021; Wielen, 2020).

The observed significance of experiential and psychological strategies underscores the protective role of investor expertise and self-regulation. Experienced decision-makers with psychological awareness can temper emotional impulses and sustain sound liquidity positions, consistent with studies advocating behavioral training and cognitive bias mitigation (Hassan, 2023; Hossein Zadeh & Shafi'i, 2022). Conversely, the limited direct effect of contextual economic and cultural conditions suggests that these factors alone are insufficient to reshape behavior in the absence of targeted educational and regulatory mechanisms (Panahi & Habibi Rad, 2021; Soleimani & Daneshyar, 2021). This nuance is vital for emerging markets, where

policy interventions should focus not merely on macroeconomic stability but also on enhancing financial literacy and behavioral awareness (Mirlohi & Mohammadi Todashki, 2019; Wali, 2019).

Strategically, linking psychological and experiential capabilities to improved internal and external outcomes reinforces the importance of hybrid decision-making models. Integrating quantitative analytics with behavioral safeguards can help organizations optimize cash reserves, anticipate liquidity stress, and adapt to market uncertainty (Knudsen et al., 2023; Salas-Molina et al., 2023). Moreover, regulatory frameworks that encourage transparent information dissemination and behavioral risk assessment could protect investors from cycles of illusion-driven mismanagement (Hessian, 2024; Mariska et al., 2025).

Overall, this research contributes to closing a key theoretical gap by presenting a multidimensional model that bridges traditional cash management theory and behavioral finance in an emerging market context. Practically, it provides actionable insights for managers and policymakers to strengthen liquidity governance, train decision-makers in bias recognition, and build resilience against market-driven psychological distortions. By adopting such integrated approaches, financial institutions and investors can make more informed, stable, and sustainable cash management decisions despite behavioral vulnerabilities.

Authors' Contributions

Authors equally contributed to this article.

Acknowledgments

Authors thank all participants who participate in this study.

Declaration of Interest

The authors report no conflict of interest.

Funding

According to the authors, this article has no financial support.

Ethical Considerations

All procedures performed in this study were under the ethical standards.

ارزیابی الگوی عوامل موثر بر مدیریت نقد و توهم



تاریخچه مقاله

تاریخ دریافت: ۱۵ خرداد ۱۴۰۴

تاریخ بازنگری: ۵ مهر ۱۴۰۴

تاریخ پذیرش: ۱۲ مهر ۱۴۰۴

تاریخ چاپ اولیه: ۱۴ مهر ۱۴۰۴

تاریخ چاپ نهایی: ۱ دی ۱۴۰۴

۱. حیدرعلی مردم خواه^{ID}: گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران۲. عسگر پاک مرام^{ID}: گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران، ایمیل: Pakmaram@iau.ac.ir (نویسنده مسئول)۳. نادر رضایی^{ID}: گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران۴. محمد نصیری^{ID}: گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران

چکیده

مدیریت نقد و توهم به عنوان یکی از حیاتی‌ترین جنبه‌های مدیریت مالی، نقش کلیدی در موفقیت سازمان‌ها ایفا می‌کند از این‌رو پژوهش حاضر با هدف ارزیابی الگوی عوامل موثر بر مدیریت نقد و توهم سرمایه‌گذاران انجام گرفت. این پژوهش از نظر راهبرد اصلی، کمی، از نظر راهکار اجرایی، میدانی و از نظر تکنیک تحلیلی، توصیفی - همبستگی بود. جامعه آماری این مطالعه شامل نخبگان و مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری بود. روش نمونه‌گیری از نوع در دسترس بود. حجم نمونه با توجه به مدل کرجسی-مورگان و با در نظر گرفتن خطای $\alpha=0/05$ ، $n=72$ نفر در نظر گرفته شد. برای جمع‌آوری داده‌ها از پرسشنامه‌ی محقق ساخته مدیریت نقد و توهم (با پایایی $\alpha=0/66$)، استفاده شد. روایی ابزارها با نظر اساتید علوم مدیریت و روان‌شناسی تأیید گردید. داده‌ها با استفاده از دو نرم‌افزار SPSS ۲۲ و Smart PLS با روش مدل معادلات ساختاری تجزیه و تحلیل شد. شرایط علی از طریق مقوله‌های محوری بر راهبردهای سرمایه‌گذاری و همچنین بر پیامدها تأثیرگذار است. همچنین شرایط مداخله‌گر و شرایط زمینه‌ای نیز بر راهبردها تأثیر مستقیم دارند. یافته‌های پژوهش در زمینه اعتباریابی مدل مطرح شده پس از آزمون مسیرها حاکی از تأیید مسیرها و تأیید مدل ارائه شده بود. با شناخت بهتر عوامل و مکانیزم‌های اثرگذار بر مدیریت نقد و توهم، می‌توان به بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی و کاهش ریسک‌های ناشی از توهمات سرمایه‌گذاران کمک نمود.

کلیدواژه‌گان: مدیریت، مدیریت وجه نقد، مدیریت توهم، عوامل روانشناختی

شبهه استناددهی: مردم‌خواه، حیدرعلی، پاک‌مرام، عسگر، رضایی، نادر، و نصیری، محمد. (۱۴۰۴). ارزیابی الگوی عوامل موثر بر مدیریت نقد و توهم. *حسابداری، امور مالی و هوش محاسباتی*، ۳(۴)، ۱۴-۱.



مدیریت نقد و توهم سرمایه‌گذاران از بنیادی‌ترین مفاهیم در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود و توجه به آن‌ها طی سال‌های اخیر با گسترش رویکرد مالی رفتاری در پژوهش‌های اقتصادی افزایش یافته است. مدیریت نقد به‌عنوان فرآیند برنامه‌ریزی، سازماندهی و هدایت جریان‌های نقدی ورودی و خروجی، نقشی کلیدی در حفظ پایداری مالی و تأمین سرمایه در گردش سازمان‌ها دارد و به‌طور مستقیم بر توانایی شرکت‌ها در پرداخت بدهی‌ها، انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید و مقاومت در برابر بحران‌های مالی اثرگذار است (Fakhari & Talebi, 2024; Hessian, 2024). در این میان، توهم سرمایه‌گذاران - که شامل خطاهای شناختی و انحرافات رفتاری همچون توهم کنترل، اعتماد به نفس افراطی، سوگیری تأییدی و لنگراندازی است - می‌تواند تصمیم‌گیری منطقی را مختل کرده و باعث بروز نوسانات شدید قیمتی، شکل‌گیری حباب‌های مالی و بروز ریسک‌های نقدینگی در شرکت‌ها شود (Jain, 2022; Pakdelan et al., 2022).

پیدایش مالی رفتاری به‌عنوان پارادایمی نوین در برابر فرضیات بازارهای کارا و سرمایه‌گذار عقلانی، نقطه عطفی در درک پدیده‌هایی نظیر توهمات شناختی و روان‌شناختی بوده است. مالی رفتاری نشان می‌دهد که چگونه هیجانات، سوگیری‌های ادراکی و برداشت‌های ذهنی بر ارزیابی ریسک و ارزش‌گذاری دارایی‌ها تأثیر می‌گذارند و موجب تصمیم‌های غیرمنطقی می‌شوند (Rasool, 2021; Wali, 2019). در مقابل دیدگاه سنتی که بر عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران تأکید داشت، تحقیقات جدید ثابت کرده‌اند که قضاوت‌های ذهنی در شرایط عدم اطمینان، واکنش بیش از حد یا کمتر از حد به اطلاعات جدید، و پیروی از روندهای هیجانی، از مهم‌ترین دلایل ناکارآمدی بازار و رفتارهای توده‌وار هستند (Motafaker azad et al., 2022; Panahi & Habibi Rad, 2021). این وضعیت می‌تواند توانایی شرکت‌ها در مدیریت نقدینگی و برنامه‌ریزی مالی را به چالش بکشد و تعادل استراتژیک بین ریسک و بازده را بر هم زند.

در حوزه مدیریت نقد، مطالعات گوناگونی به بررسی عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها پرداخته‌اند. نظریه‌هایی مانند سلسله‌مراتب تأمین مالی، هزینه‌های معاملات، و دیدگاه نمایندگی تلاش کرده‌اند منطق تصمیم‌گیری در نگهداری یا مصرف نقدینگی را تبیین کنند (Harefa, 2023; Wibowo & Setiany, 2023). پژوهش‌های جدیدتر نیز نشان می‌دهند ساختار مالکیت، فرصت‌های رشد، سودآوری و محدودیت‌های مالی می‌توانند بر سیاست‌های نقدی شرکت‌ها تأثیرگذار باشند (Knudsen et al., 2025; Mariska et al., 2023). از سوی دیگر، محیط‌های اقتصادی بی‌ثبات و افزایش رقابت در بازار باعث شده است مدیران برای تصمیم‌های مرتبط با نقدینگی، به شاخص‌های احساسی و انتظارات سرمایه‌گذاران نیز توجه کنند (Fakhari & Talebi, 2024). در چنین شرایطی، سیاست‌های احتیاطی در نگهداری وجه نقد می‌تواند هم ابزار مقابله با ریسک‌های بیرونی و هم پاسخی به فشارهای رفتاری سرمایه‌گذاران باشد (Salas-Molina et al., 2023).

یکی از مهم‌ترین چالش‌های حال حاضر، ادغام شاخص‌های مالی رفتاری با الگوهای مدیریت نقد است. مطالعات نشان داده‌اند که توهم کنترل و سایر سوگیری‌های شناختی می‌توانند بر سرعت تصمیم‌گیری مدیران در تخصیص منابع نقدی اثر بگذارند و حتی سبب سرمایه‌گذاری‌های بیش از اندازه یا ورود به پروژه‌های پرریسک شوند (Hassan, 2023; Hossein Zadeh & Shafi'i, 2022). به‌طور خاص، زمانی که سرمایه‌گذاران از اعتماد به نفس افراطی رنج می‌برند، مدیران ممکن است برای جلب رضایت بازار و پاسخ به انتظارات غیرواقعی، ذخایر نقدی را کاهش دهند و نقدینگی را در مسیرهایی صرف کنند که بازدهی واقعی آن‌ها نامطمئن است (Jain, 2022; Pakdelan et al., 2022). این وضعیت احتمال بروز بحران‌های مالی و ناتوانی در پاسخ‌گویی به تعهدات کوتاه‌مدت را افزایش می‌دهد و ثبات مالی شرکت را تهدید می‌کند (Hessian, 2024). از منظر کلان‌تر، تغییرات سریع اقتصادی، بحران‌های جهانی مانند همه‌گیری کرونا و بی‌ثباتی‌های ژئوپولیتیک، موجی از عدم اطمینان را در بازارهای سرمایه پدید آورده‌اند که مستقیماً رفتار سرمایه‌گذاران و جریان‌های نقدی شرکت‌ها را متأثر می‌سازد (Wielen, 2020; Xiao, 2019). شواهد حاکی از آن است که در دوران بحران، احساسات منفی سرمایه‌گذاران و جستجوی پرریسک برای جبران زیان‌ها تشدید می‌شود و مدیران ناچارند استراتژی‌های نقدی خود را تطبیق دهند (Dadar & Jafari, 2019; Mirlahi et al., 2019). همچنین، فقدان سواد مالی در میان سرمایه‌گذاران می‌تواند دامنه این توهمات و پیامدهای آن‌ها را گسترش دهد؛ چراکه در نبود درک درست از ریسک و بازده، تصمیمات عجولانه و موج‌سواری رفتاری شدت می‌گیرد (Hossein Zadeh & Shafi'i, 2022; Rasool, 2021).

در این میان، به کارگیری روش‌های نوین تحلیل داده و مدل‌سازی ساختاری می‌تواند به تبیین بهتر روابط میان عوامل روان‌شناختی و مالی کمک کند. استفاده از مدل‌سازی معادلات ساختاری در تحلیل روابط بین متغیرهای رفتاری سرمایه‌گذاران و سیاست‌های نقدی شرکت‌ها، امکان ارزیابی الگوهای پیچیده و چندبعدی را فراهم کرده است (Homan, 2021). این رویکرد، با ترکیب متغیرهای علی، زمینه‌ای و مداخله‌گر، می‌تواند نشان دهد که چگونه شرایط بازار، ساختار مالکیت، و ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات نقدینگی اثر می‌گذارند (Motafaker azad et al., 2022; Soleimani & Daneshyar, 2021). همچنین شواهد جدید بیانگر آن است که شناخت رفتار سرمایه‌گذاران و تحلیل توهّمات آنان می‌تواند به کاهش ریسک‌های مرتبط با مدیریت نقد و بهبود تخصیص منابع کمک کند (Hassan, 2023; Pakdelan et al., 2022).

با وجود رشد ادبیات در این حوزه، همچنان خلأهای قابل توجهی وجود دارد. بیشتر پژوهش‌ها در بازارهای توسعه‌یافته انجام شده‌اند و کمتر به شرایط اقتصادهای نوظهور و نهادهای سرمایه‌گذاری در حال گذار پرداخته‌اند (Mariska et al., 2025; Wibowo & Setiany, 2023). همچنین مطالعات اندکی رابطه متقابل میان عوامل علی و زمینه‌ای با پیامدهای مدیریت نقد و توهّم را به‌طور جامع بررسی کرده‌اند (Harefa, 2023; Knudsen et al., 2023). این در حالی است که ویژگی‌های فرهنگی، ساختارهای اقتصادی خاص و پویایی‌های بازار سرمایه در کشورهای در حال توسعه می‌تواند الگوهای رفتاری متفاوتی نسبت به بازارهای پیشرفته ایجاد کند (Panahi & Habibi Rad, 2021; Soleimani & Daneshyar, 2021).

در همین راستا، توجه به بُعد روان‌شناسی سرمایه‌گذار و پیوند آن با تصمیم‌های نقدینگی، به سیاست‌گذاران و مدیران مالی کمک می‌کند تا از طریق طراحی سیستم‌های کنترلی داخلی قوی‌تر، آموزش سرمایه‌گذاران، و تنظیم‌گری دقیق‌تر، ریسک‌های رفتاری را مدیریت کنند و مانع از هدررفت منابع نقدی و بحران‌های نقدینگی شوند (Hessian, 2024; Shabani, 2023). بررسی دقیق عوامل علی و مداخله‌گر نظیر چرخه‌های بازار، شرایط کلان اقتصادی، و متغیرهای سازمانی می‌تواند راهگشای توسعه مدل‌های پیش‌بین و هشداردهنده در مدیریت نقد باشد (Hassan, 2023; Salas-Molina et al., 2023).

با توجه به این زمینه نظری و نیاز مبرم به درک جامع‌تر از برهم‌کنش پیچیده میان مدیریت نقد و توهّم سرمایه‌گذاران، این پژوهش با هدف شناسایی و ارزیابی الگوی عوامل مؤثر بر مدیریت نقد و توهّم سرمایه‌گذاران انجام شد.

روش پژوهش و مواد

این پژوهش از نظر راهبرد اصلی، کمی و از نظر بازه‌ی زمانی، مقطعی؛ از نظر هدف، کاربردی؛ از نظر راهکار اجرایی، میدانی؛ از نظر تکنیک تحلیلی، توصیفی - همبستگی بود. جامعه آماری این مطالعه شامل نخبگان و مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری بود. روش نمونه‌گیری از نوع در دسترس (اتفاقی) بود. حجم نمونه با توجه به مدل کرجسی-مورگان و با در نظر گرفتن خطای $\alpha=0.05$ ، ۷۲ نفر در نظر گرفته شد. برای گردآوری اطلاعات برای مطالعه ادبیات موضوع و بررسی پیشینه‌های پژوهش از روش مطالعات کتابخانه‌ای استفاده شده و سپس در مرحله دوم جهت گردآوری اطلاعات از روش میدانی با استفاده از پرسشنامه‌ی محقق ساخته مدیریت نقد و توهّم (با پایایی $\alpha=0.66$)، استفاده شد. سوالات پرسشنامه در طیف لیکرت پنج درجه‌ای تنظیم شده بود و دارای ۲۸ گویه بود. برای بررسی روایی پرسشنامه از روایی محتوایی و سوری استفاده شده و پرسشنامه در اختیار پنج نفر از اساتید متخصص موضوعی مدیریت و روانشناسی قرار گرفت و ضریب توافق بین این افراد بالای $CVR=0.89$ به دست آمد و روایی محتوایی ابزار تایید گردید. همچنین برای بررسی پایایی ابزار گردآوری داده‌ها از ضریب آلفای کرونباخ استفاده گردید. مقدار پایایی تمامی سازه‌های پرسشنامه بالای $\alpha=0.60$ به دست آمد و مقدار پایایی کلی ابزار $\alpha=0.66$ به دست آمد. در نهایت قبل از پرداختن به تحلیل اصلی، نرمال بودن توزیع داده‌ها با استفاده از آزمون کولموگروف اسمیرنوف تک‌نمونه‌ای بررسی و تأیید گردد و داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از دو نرم‌افزار SPSS ۲۲ و Smart PLS و با روش مدل معادلات ساختاری تجزیه و تحلیل گردید.

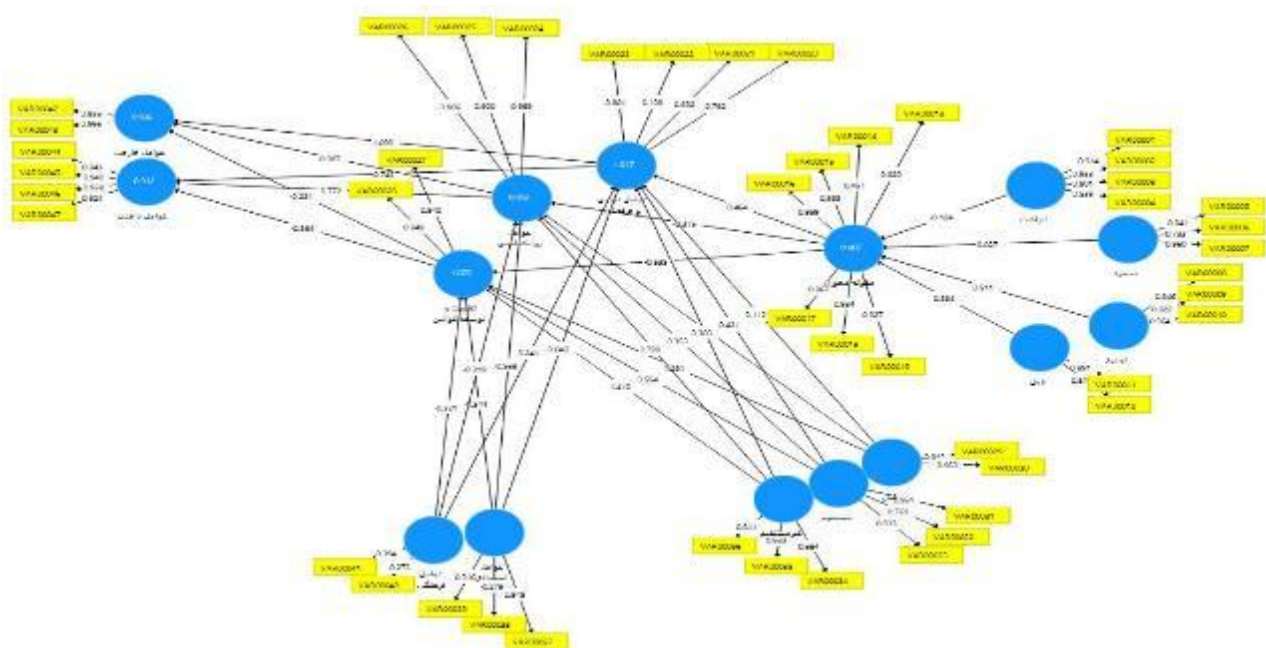
یافته‌ها

بررسی اطلاعات جمعیت‌شناختی مشارکت‌کنندگان در تکمیل پرسشنامه‌ها نشان داد که از نظر جنسیت مردان با ۸۹ درصد و از نظر سنی نیز سن بیشتر پاسخگویان بین ۳۰ تا ۴۵ درصد بود. بیشترین درصد مشارکت‌کنندگان با ۸۳ درصد دارای سطح تحصیلات کارشناسی ارشد و ۱۷ درصد دارای مدرک دکتری بودند. این اطلاعات حاکی از آن است

که جامعه مورد پیمایش از سطح دانش دانشگاهی لازم برخوردار بودند. همچنین بالاترین درصد مشارکت کنندگان با ۵۹ درصد بین ۵ سال تا ۱۰ سال سابقه سرمایه گذاری داشتند. همچنین مشارکت کنندگان هم از نظر سنی و هم از نظر تحصیلات و سابقه سرمایه گذاری، برای پاسخگویی از تجربه و دانش کافی برخوردار بودند.

در مطالعه حاضر قبل از تحلیل داده‌ها به کمک روش آماری مدل‌یابی معادلات ساختاری، همسو با پیشنهاد کلاین (۲۰۰۵) و میرزا، گامست و گوارین (۲۰۰۶) مفروضه‌های به هنجاری تک متغیری^۱ - به کمک برآورد مقادیر چولگی و کشیدگی - به هنجاری چندمتغیری^۲ و مقادیر پرت با روش فاصله ماحالانوبیس^۳ - آزمون و تأیید شدند. علاوه بر این، نتایج مربوط به پراکندگی مشترک بین متغیرهای مشاهده شده، نشان می‌دهد که مفروضه‌های خطی بودن^۴ و هم خطی چندگانه^۵ رعایت شده است. در نهایت در مطالعه حاضر، برای مدیریت داده‌های گمشده از روش پیشینه انتظار^۶ استفاده شد. همچنین برای برآورد مدل از روش بیشینه احتمال استفاده شد. لازم به ذکر است ماهیت پیچیده و چندبعدی مدل منتخب، استفاده از روش مدل‌یابی معادلات ساختاری را گریزناپذیر می‌کند. طبق دیدگاه وستون و گوری (۲۰۰۶)، اگرچه روش آماری معادلات ساختاری با دیگر روش‌های کمی پرکاربردی مانند تحلیل رگرسیون و تحلیل واریانس قابل مقایسه است، اما در مقایسه با این روش‌ها، تفاوت‌هایی هم دارد. اول، در حالی که در دیگر مدل‌های خطی کلی، سازه‌ها فقط به کمک یک مقدار ارائه می‌شوند و امکانی برای شمول خطای اندازه‌گیری ندارند، در روش معادلات ساختاری، ضمن اینکه محقق از اندازه‌های چندگانه برای هر سازه واحد استفاده می‌کند، این روش امکان برآورد خطای ویژه هر اندازه را هم فراهم می‌کند، این تفاوت از این جهت مهم است که امکان آزمون روایی سازه را برای عوامل مختلف فراهم می‌آورد؛ دوم، در این روش، تفسیر معناداری نتایج نه تنها نیازمند برآورد آماره‌های چندگانه است، بلکه قضاوت درباره برازندگی مدل مفروض با داده‌های مشاهده شده استفاده از شاخص‌های نیکویی برازش مختلف را هم گریزناپذیر می‌کند.

به منظور ارزیابی الگوی عوامل موثر بر مدیریت نقد و توهم سرمایه گذاران از روش مدل‌یابی معادلات ساختاری استفاده شد. شکل ۲ مدل آزمون شده تحقیق در حالت ضرایب استاندارد و شکل ۳ مدل آزمون شده تحقیق در حالت ضرایب معنی داری^۷ را نشان می‌دهد.



شکل ۲. مدل آزمون شده تحقیق در حالت ضریب استاندارد

¹ Univariate Normality

² Multivariate Normality

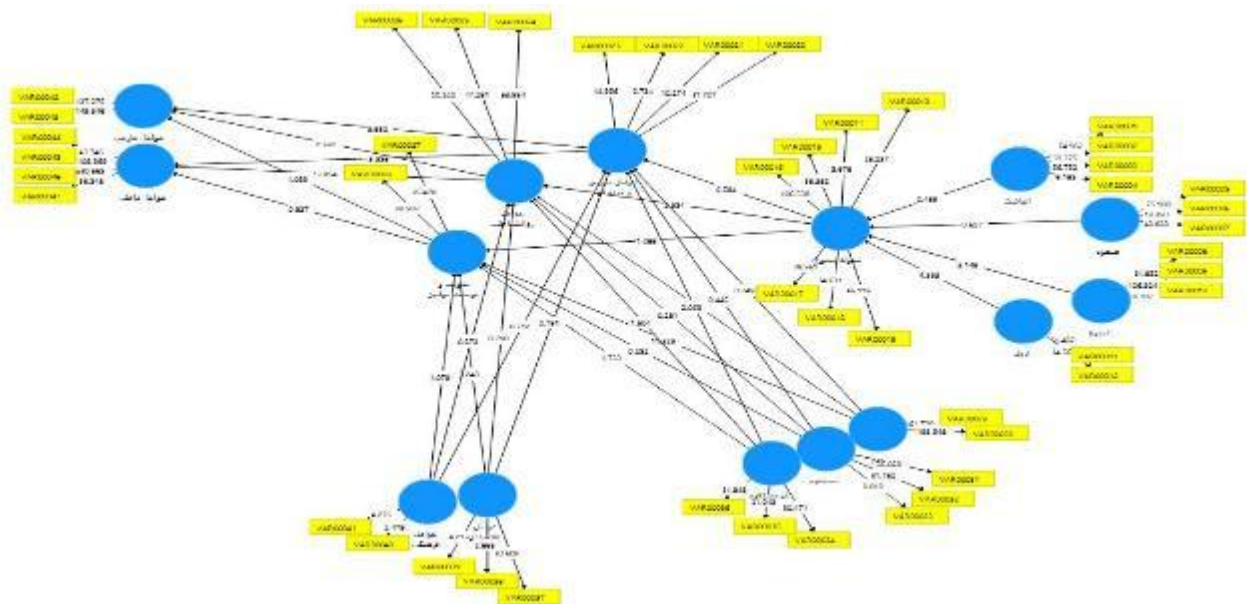
³ Mahalanobis Distance

⁴ Linearity

⁵ Multicollinearity

⁶ Expectation Maximization

⁷ t-value



شکل ۳. مدل آزمون شده تحقیق در حالت ضرایب معنی داری (t -value)

جدول ۱. مسیر شرایط علی از طریق چرخه‌های بازار با مقوله محوری

مستقل	جهت تأثیر	وابسته	مقدار استاندارد	مقدار تی	مقدار احتمال	نتیجه
فاز انباشت	<----	مقوله محوری	۰/۱۳۰	۰/۴۸۹	۰/۶۲۵	رد مسیر
فاز صعود	<----	مقوله محوری	۰/۱۴۶	۰/۶۲۷	۰/۵۳۱	رد مسیر
فاز توزیع	<----	مقوله محوری	۰/۱۳۳	۳/۱۴۸	۰/۰۰۲	تأیید مسیر
فاز نزول	<----	مقوله محوری	۰/۰۹۶	۴/۳۵۳	۰/۰۰۰	تأیید مسیر

همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌کنید میزان تأثیرگذاری مستقیم دو متغیر فاز توزیع و نزول ناشی از شرایط علی بر مقوله محوری به ترتیب ۰/۱۳۳ و ۰/۰۹۶ می‌باشد و مقدار t این ضریب به ترتیب برابر با ۳/۱۴۸ و ۴/۳۵۳ است که بیشتر از مقدار ۱/۹۶ است. لذا می‌توان گفت دو مسیر پژوهش مبنی بر فازهای توزیع و نزول به عنوان شرایط علی بر مقوله محوری تأثیر دارد، تأیید می‌شود.

جدول ۲. مسیر مقوله محوری با راهبردها از طریق عوامل تجربی و حرفه‌ای، عوامل روانشناختی و تقویت قوانین

مستقل	جهت تأثیر	وابسته	مقدار استاندارد	مقدار تی	مقدار احتمال	نتیجه
مقوله محوری	<----	عوامل تجربی و حرفه‌ای	۰/۱۲۰	۶/۵۸۴	۰/۰۰۰	تأیید مسیر
مقوله محوری	<----	عوامل روانشناختی	۰/۱۱۱	۲/۳۵۴	۰/۰۱۹	تأیید مسیر
مقوله محوری	<----	تقویت قوانین	۰/۰۹۰	۱/۰۸۸	۰/۲۷۷	رد مسیر

همان‌طور که در جدول ۲ مشاهده می‌کنید مقدار تأثیرگذاری مستقیم مسیر ناشی از متغیر مقوله محوری بر متغیرهای عوامل تجربی و حرفه‌ای و عوامل روان شناختی به عنوان راهبردها به ترتیب ۰/۱۲۰ و ۰/۱۱۱ می‌باشد و چون مقادیر t به دست آمده برای این پارامترها بیشتر از ۱/۹۶ محاسبه شده است، لذا فرض صفر با ۹۵ درصد اطمینان رد می‌شود و فرض مسیر مقوله محوری بر راهبردهای ناشی از عوامل روان شناختی و عوامل تجربی و حرفه‌ای تأثیر دارد، تأیید می‌شود.

جدول ۳. مسیر شرایط مداخله گر از طریق عوامل کلان، مستقیم و غیرمستقیم با راهبردها از طریق عوامل تجربی و حرفه‌ای، عوامل روان‌شناختی و

تقویت قوانین

مستقل	جهت تأثیر	وابسته	مقدار استاندارد	مقدار تی	مقدار احتمال	نتیجه
عوامل کلان	<---	عوامل تجربی و حرفه‌ای	۰/۱۵۲	۰/۷۴۹	۰/۴۵۴	رد مسیر
عوامل کلان	<---	عوامل روانشناختی	۰/۱۲۵	۴/۷۵۷	۰/۰۰۰	تأیید مسیر
عوامل کلان	<---	تقویت قوانین	۰/۰۷۲	۱۱/۷۵۲	۰/۰۰۰	تأیید مسیر
عوامل مستقیم	<---	عوامل تجربی و حرفه‌ای	۰/۱۵۷	۰/۴۴۵	۰/۶۵۷	رد مسیر
عوامل مستقیم	<---	عوامل روانشناختی	۰/۱۲۸	۰/۲۸۱	۰/۷۷۹	رد مسیر
عوامل مستقیم	<---	تقویت قوانین	۰/۰۸۹	۰/۲۵۲	۰/۸۰۱	رد مسیر
عوامل غیرمستقیم	<---	عوامل تجربی و حرفه‌ای	۰/۰۸۸	۲/۰۶۸	۰/۰۳۹	تأیید مسیر
عوامل غیرمستقیم	<---	عوامل روانشناختی	۰/۰۹۹	۱/۹۵۰	۰/۰۵۰	تأیید مسیر
عوامل غیرمستقیم	<---	تقویت قوانین	۰/۰۶۳	۱/۷۳۳	۰/۰۸۴	رد مسیر

همان‌طور که در جدول ۳ مشاهده می‌کنید مقدار تأثیرگذاری مستقیم متغیرهای عوامل کلان به عنوان شرایط مداخله گر بر راهبردهای مربوط به عوامل روان‌شناختی و توسعه قوانین و مقررات به ترتیب ۰/۱۲۵ و ۰/۰۷۲ می‌باشد و مقدار t این ضریب به ترتیب برابر با ۴/۷۵۷ و ۱۱/۷۵۲ است که بیشتر از مقدار ۱/۹۶ است. همچنین مقدار تأثیرگذاری مستقیم متغیرهای عوامل غیرمستقیم به عنوان شرایط مداخله گر بر راهبردهای مربوط به عوامل روانشناختی ۰/۰۹۹ می‌باشد و مقدار تی این ضریب برابر با ۱/۹۵۰ است که بیشتر از مقدار ۱/۹۶ است. لذا می‌توان گفت فرض پژوهش مبنی بر مسیر شرایط مداخله گر با راهبردها تأثیر دارد، تأیید می‌شود.

جدول ۴. مسیر شرایط زمینه‌ای ناشی از عوامل اقتصادی و فرهنگی بر راهبردها از طریق عوامل تجربی و حرفه‌ای، عوامل روان‌شناختی و تقویت

قوانین

مستقل	جهت تأثیر	وابسته	مقدار استاندارد	مقدار تی	مقدار احتمال	نتیجه
عوامل اقتصادی	<---	عوامل تجربی و حرفه‌ای	۰/۱۱۲	۰/۷۹۱	۰/۴۲۹	رد مسیر
عوامل اقتصادی	<---	عوامل روانشناختی	۰/۱۳۳	۰/۷۹۰	۰/۴۳۰	رد مسیر
عوامل اقتصادی	<---	تقویت قوانین	۰/۰۹۰	۰/۲۴۸	۰/۸۰۵	رد مسیر
عوامل فرهنگی	<---	عوامل تجربی و حرفه‌ای	۰/۰۷۴	۰/۷۱۲	۰/۴۷۷	رد مسیر
عوامل فرهنگی	<---	عوامل روانشناختی	۰/۰۵۴	۰/۸۷۳	۰/۳۸۳	رد مسیر
عوامل فرهنگی	<---	تقویت قوانین	۰/۰۳۸	۰/۰۷۸	۰/۲۸۲	رد مسیر

همان‌طور که در جدول ۴ مشاهده می‌کنید مقدار تأثیرگذاری مستقیم مسیرهای متغیر شرایط زمینه‌ای با راهبردها معنی‌دار نمی‌باشد و مقدار t این ضریب کمتر از مقدار ۱/۹۶ است. لذا می‌توان گفت فرض پژوهش مبنی بر مسیرهای شرایط زمینه‌ای بر راهبردها تأثیر دارد، تأیید نمی‌شود.

جدول ۵. مسیر راهبردها از طریق عوامل تجربی و حرفه‌ای، عوامل روان‌شناختی و تقویت قوانین با پیامدها از طریق عوامل داخلی و خارجی

مستقل	جهت تأثیر	وابسته	مقدار استاندارد	مقدار تی	مقدار احتمال	نتیجه
عوامل تجربی و حرفه‌ای	<---	عوامل داخلی	۰/۰۹۰	۳/۵۵۸	۰/۰۰۰	تأیید مسیر
عوامل تجربی و حرفه‌ای	<---	عوامل خارجی	۰/۱۱۱	۳/۸۳۲	۰/۰۰۰	تأیید مسیر

نویسنده و همکاران

عوامل روانشناختی	<----	عوامل داخلی	۰/۱۳۸	۳/۸۵۴	۰/۰۰۰	تأیید مسیر
عوامل روانشناختی	<----	عوامل خارجی	۰/۱۴۷	۲/۳۸۲	۰/۰۱۸	تأیید مسیر
تقویت قوانین	<----	عوامل داخلی	۰/۱۲۵	۰/۸۳۷	۰/۳۸۰	رد مسیر
تقویت قوانین	<----	عوامل خارجی	۰/۱۳۲	۱/۰۸۹	۰/۲۱۲	رد مسیر

همان طور که در جدول ۵ مشاهده می شود مقدار تأثیرگذاری مستقیم متغیر راهبردها شامل عوامل تجربی و حرفه ای و عوامل روان شناختی بر پیامدهای داخلی و خارجی به ترتیب شامل ۰/۰۹۰، ۰/۱۱۱، ۰/۱۳۸ و ۰/۱۴۷ می باشد و مقدار تی این ضریب به ترتیب برابر با ۳/۵۵۸، ۳/۸۳۲، ۳/۸۵۴ و ۲/۳۸۲ است که بیشتر از مقدار ۱/۹۶ است. لذا می توان گفت فرض پژوهش مبنی بر مسیرهای راهبردها بر پیامدها تأثیر دارد، تأیید می شود.

برای بررسی برازش مدل در حداقل مربعات جزئی، از معیار کیفیت جهانی که توسط آماتو و همکاران در سال ۲۰۰۴ مطرح شده، استفاده گردید. در این معیار سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ را به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای شاخص نیکویی برازش (GOF) معرفی شده است. نتایج مربوط به شاخص های برازش الگوی ساختاری آزمون مدل مدیریت نقد و توهم برای در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. مقادیر برازش مدل آزمون شده پژوهش

مقادیر اشتراکی	ضریب تعیین
۰/۶۷۲۹	۰/۸۶۸۹
۰/۶۵۶۵	۰/۹۴۸۷
۰/۵۱۷۴	۰/۳۶۸
۰/۶۱۶۵	۰/۸۵۵۲
۰/۵۴۷	۰/۸۹۲۳
۰/۶۲۹۲	۰/۷۳۱
۰/۵۲۹۳	-
۰/۵۴۶۷	-
۰/۶۶۰۷	۰/۸۷۸۲
۰/۵۹۲۹	۰/۸۹۹۵
۰/۶۵۶۵	۰/۹۰۶۱
۰/۵۸۳۹	۰/۹۱۵۷
۰/۵۷۶	-
۰/۶۶۰۵	۰/۸۳۴۱
۰/۶۲۹۱	۰/۸۴۳۹
Gof	۰/۶۷

مرور دقیق شاخص های نیکویی برازش الگوی ساختاری در جدول ۶ نشان می دهد که الگوی ساختاری آزمون شده از برازش مطلوبی برخوردار است. مقدار شاخص نیکویی برازش معادل ۰/۶۷ است که نشان از برازش کلی بالای متوسط برای مدل ساختاری است؛ یعنی مدل درونی قدرت کافی برای آزمون فرضیات را دارد و نتایج آزمون را می توان به لحاظ آماری صد در صد قابل اتکاء دانست. همچنین معیار R^2 یا ضریب تعیین نشان از تأثیری دارد که متغیرهای برونزا بر یک متغیر درونزا دارند؛ این معیار فقط برای سازه های درونزا محاسبه می شود و در مورد سازه های برونزا مقدار آن برابر صفر است. هر چه مقدار ضریب تعیین یک مدل بیش تر باشد، نشان از برازش بهتر مدل دارد. سه مقدار ۰/۱۹، ۰/۳۳ و ۰/۶۷ به عنوان ملاک برای مقادیر ضعیف، متوسط و قوی معرفی شده است.

1. Goodness-of-fit index (GoF)

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های این پژوهش نشان داد که مدیریت نقد و توهم سرمایه‌گذاران در بستر چرخه‌های بازار و شرایط علی، مداخله‌گر و زمینه‌ای، الگوهای پیچیده‌ای را در تصمیم‌گیری مالی شکل می‌دهد. بررسی مسیرهای علی نشان داد که فازهای توزیع و نزول بازار بیشترین تأثیر را بر شکل‌گیری مقوله‌های محوری شامل توهمات شناختی و رفتاری سرمایه‌گذاران دارند. این یافته با رویکردهای مطرح‌شده در مالی رفتاری همسو است که نشان می‌دهند احساسات و ادراکات غیرعقلانی در دوره‌های نوسانی و رکودی بازار تشدید می‌شود و منجر به تصمیم‌گیری‌های غیر بهینه می‌گردد (Jain, 2022; Wielen, 2020). در این میان، توهم کنترل به عنوان یکی از بارزترین انحرافات شناختی شناسایی شد؛ سرمایه‌گذاران در این فازها گمان می‌کنند توانایی پیش‌بینی و کنترل روند قیمت‌ها را دارند، در حالی که شواهد تجربی خلاف آن را نشان می‌دهد (Hosseini Zadeh & Shafi'i, 2022; Motafaker azad et al., 2022). این نتیجه با یافته‌های مطالعات پیشین هم‌خوانی دارد که تأکید کرده‌اند افزایش اعتماد به نفس افراطی و سوگیری‌های نمایندگی در شرایط رکودی بازار می‌تواند باعث افزایش حجم معاملات غیرمنطقی و ریسک‌های نقدینگی شود (Hassan, 2023; Rasool, 2021).

از سوی دیگر، تحلیل مدل ساختاری نشان داد که مقوله‌های محوری بر راهبردهای سرمایه‌گذاری شامل عوامل تجربی و حرفه‌ای و نیز عوامل روانشناختی تأثیرگذار هستند. این امر نشان می‌دهد که هرچه سطح تجربه و مهارت سرمایه‌گذاران افزایش یابد، احتمال تأثیرپذیری آن‌ها از توهمات کاهش می‌یابد و تصمیمات نقدینگی معقول‌تر می‌شود؛ اما در شرایطی که بازار وارد فاز توزیع و نزول می‌شود، حتی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای نیز ممکن است دچار انحرافات رفتاری شوند (Dadar & Jafari, 2019; Mirlohi & Mohammadi Todashki, 2019). این یافته با نتایج پژوهش‌های قبلی در خصوص اهمیت ترکیب مهارت‌های فنی و روانشناختی در مدیریت نقد هم‌خوانی دارد (Hessian, 2023; Salas-Molina et al., 2024). به طور خاص، توسعه مدل‌های تصمیم‌گیری که علاوه بر تحلیل فنی بازار، به متغیرهای رفتاری توجه می‌کنند، می‌تواند به بهبود پیش‌بینی جریان‌های نقدی و کاهش اثرات سوگیری‌های شناختی کمک کند (Harefa, 2023; Xiao, 2019).

نتایج همچنین نشان داد شرایط مداخله‌گر شامل عوامل کلان و غیرمستقیم بر راهبردهای مرتبط با عوامل روانشناختی و توسعه قوانین اثر معنادار دارند. به عبارت دیگر، متغیرهایی مانند تغییرات کلان اقتصادی، بی‌ثباتی بازار و سیاست‌های مالی بر شدت یا کاهش توهمات سرمایه‌گذاران تأثیرگذارند و می‌توانند میزان ریسک‌پذیری آنان را تغییر دهند (Fakhari & Talebi, 2024; Knudsen et al., 2023). این یافته با مطالعاتی همسو است که ارتباط میان فضای کلان اقتصادی، به‌ویژه نوسانات نرخ بهره و رقابت بازار، و تغییر در الگوهای نگهداری نقدینگی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را تأیید کرده‌اند (Mariska et al., 2025; Wibowo & Setiany, 2023). همچنین شرایط مداخله‌گر غیرمستقیم مانند دسترسی به اطلاعات معتبر و شفافیت بازار می‌تواند نقش تعدیل‌کننده‌ای در کنترل توهمات شناختی داشته باشد و باعث کاهش ریسک تصمیمات غیرعقلانی شود (Pakdelan et al., 2022; Rostami Jaz & Behrman, 2022).

از سوی دیگر، شرایط زمینه‌ای اقتصادی و فرهنگی در این مطالعه اثر مستقیمی بر راهبردهای سرمایه‌گذاری نشان نداد. این نتیجه می‌تواند به ویژگی‌های بازار سرمایه ایران و تفاوت‌های ساختاری با بازارهای توسعه‌یافته مربوط باشد، جایی که زیرساخت‌های اطلاعاتی و فرهنگی هنوز به سطح مطلوب نرسیده‌اند تا بتوانند مستقیماً بر کاهش سوگیری‌های رفتاری اثرگذار باشند (Panahi & Habibi Rad, 2021; Soleimani & Daneshyar, 2021). این یافته با برخی از پژوهش‌های بین‌المللی هم‌راستا است که نشان داده‌اند اثر فرهنگ مالی و هنجارهای اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای نوظهور ضعیف‌تر از بازارهای بالغ است و بیشتر به‌واسطه عوامل میانجی چون آموزش و سواد مالی بروز می‌کند (Rasool, 2021; Wali, 2019). بنابراین، نقش فرهنگ و اقتصاد در مدیریت نقد و کنترل توهمات در ایران ممکن است غیرمستقیم و وابسته به اصلاحات ساختاری باشد.

تحلیل ارتباط راهبردهای سرمایه‌گذاری با پیامدهای داخلی و خارجی نیز نکته قابل توجهی را آشکار ساخت. مشخص شد که به کارگیری راهبردهای مبتنی بر تجربه و مهارت‌های روانشناختی می‌تواند پیامدهای مثبتی در مدیریت نقد داشته باشد؛ از جمله افزایش انعطاف‌پذیری مالی، کاهش بحران‌های نقدینگی و ارتقای اعتماد سرمایه‌گذاران (Homan, 2021; Shabani, 2023). این یافته با مطالعاتی هم‌خوان است که نشان داده‌اند سرمایه‌گذاران با مدیریت صحیح جریان‌های نقدی و کنترل سوگیری‌های روانی قادر به ایجاد

ثبات بیشتر در پرتفوی و عملکرد مالی هستند (Hassan, 2023; Salas-Molina et al., 2023). همچنین این نتایج می‌تواند مبنای توسعه سیاست‌های نظارتی جدید برای ارتقای کیفیت تصمیمات نقدی و محافظت از سرمایه‌گذاران در برابر شوک‌های رفتاری بازار باشد (Hessian, 2024; Knudsen et al., 2023).

این پژوهش با وجود نوآوری در ارائه الگوی ترکیبی عوامل مؤثر بر مدیریت نقد و توهم، محدودیت‌هایی دارد. نخست، روش نمونه‌گیری در دسترس و محدود بودن جامعه آماری به نخبگان و مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری، تعمیم نتایج به سایر گروه‌های سرمایه‌گذاران را با احتیاط همراه می‌سازد. دوم، مدل مفهومی ارائه‌شده اگرچه توانست بخش عمده‌ای از مسیرهای اثرگذار را توضیح دهد، اما ممکن است نتواند تمامی متغیرهای روان‌شناختی و رفتاری پیچیده‌ای که در تصمیم‌گیری‌های مالی نقش دارند، دربر گیرد. سوم، داده‌ها در یک بازه زمانی مقطعی گردآوری شده‌اند و امکان بررسی پویایی‌های بلندمدت و تغییرات چرخه‌ای بازار در طول زمان محدود بوده است. همچنین اتکای پژوهش به ابزار پرسشنامه و داده‌های خودگزارشی می‌تواند خطر بروز خطای ادراکی یا پاسخ‌های سوگیرانه را افزایش دهد. از دیگر محدودیت‌ها می‌توان به عدم امکان کنترل کامل اثر متغیرهای بیرونی مانند سیاست‌های اقتصادی و تحولات ناگهانی بازار اشاره کرد که ممکن است بر نتایج تأثیر گذاشته باشد.

با توجه به یافته‌ها و محدودیت‌های مطالعه، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی از نمونه‌های بزرگ‌تر و متنوع‌تر شامل سرمایه‌گذاران خرد، معامله‌گران فعال و مدیران پرتفوی در بخش‌های مختلف استفاده شود تا قابلیت تعمیم یافته‌ها افزایش یابد. همچنین، مطالعات آینده می‌توانند با رویکرد طولی و داده‌های چنددوره‌ای، تغییرات رفتاری سرمایه‌گذاران در چرخه‌های مختلف بازار را تحلیل کنند. بهره‌گیری از روش‌های ترکیبی مانند داده‌کاوی، تحلیل شبکه‌های اجتماعی و مدل‌های یادگیری ماشین می‌تواند به شناسایی دقیق‌تر الگوهای رفتاری و سوگیری‌های شناختی در تصمیمات نقدی کمک کند. افزون بر این، پیشنهاد می‌شود پژوهشگران نقش متغیرهای فرهنگی، سواد مالی و آموزش‌های تخصصی را به عنوان عوامل میانجی یا تعدیل‌کننده در ارتباط میان توهمات سرمایه‌گذاران و مدیریت نقد بررسی کنند تا راهکارهای متناسب با بسترهای بومی تدوین گردد.

نتایج این پژوهش پیامدهای مهمی برای مدیران مالی، نهادهای نظارتی و سیاست‌گذاران دارد. نخست، مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری باید با شناسایی الگوهای روان‌شناختی و رفتاری در تیم‌های تصمیم‌گیری و آموزش کنترل سوگیری‌ها، فرایندهای تحلیل نقدینگی و مدیریت وجوه را ارتقا دهند. دوم، سازمان‌های ناظر بازار سرمایه می‌توانند با تدوین استانداردهای رفتاری و آزمون‌های صلاحیت روان‌شناختی برای سرمایه‌گذاران تازه‌وارد، ریسک ناشی از توهم کنترل و اعتماد به نفس افراطی را کاهش دهند. سوم، طراحی دوره‌های آموزشی مبتنی بر شبیه‌سازی شرایط بازار و تحلیل رفتار جمعی می‌تواند به سرمایه‌گذاران در شناخت چرخه‌های بازار و اتخاذ تصمیمات عقلانی‌تر در زمینه نگهداری نقدینگی کمک کند. نهایتاً، شرکت‌ها می‌توانند از ابزارهای پیشرفته تحلیل داده و هوش مصنوعی برای پیش‌بینی ریسک‌های نقدی ناشی از رفتارهای هیجانی استفاده کنند و استراتژی‌های واکنشی مناسب‌تری طراحی نمایند.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

تشکر و قدردانی

از تمامی کسانی که در طی مراحل این پژوهش به ما یاری رساندند تشکر و قدردانی می‌گردد.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

حمایت مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

References

- Dadar, U. a.-B., & Jafari, S. M. (2019). Investigating the effect of emotional behavior of investors and free floating stocks on returns in the Tehran Stock Exchange using generalized moment regressions. *Investment Knowledge*, 9(34), 317-331.
- Fakhari, J., & Talebi, R. (2024). The Impact of Market Competition on Corporate Cash Holdings: An Analysis of Corporate Innovation and Financial Constraints. *Quarterly Journal of Accounting and Management Perspectives*, 7(93), 270-287.
- Harefa, M. K. (2023). The Influence of Ownership Structure, Free Cash Flow, and Company Growth on Dividend Policy. *Marginal Journal of Management Accounting General Finance and International Economic Issues*, 2(4), 901-913. <https://doi.org/10.55047/marginal.v2i4.750>
- Hassan, N. (2023). Investment Intention and Decision Making: A Systematic Literature Review and Future Research Agenda. *Sustainability*, 15(5), 3949. <https://doi.org/10.3390/su15053949>
- Hessian, M. (2024). The joint effect of earnings management and efficiency of cash management on firms' financial well-being: evidence from Egypt. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- Homan, H. A. (2021). *Modeling structural equations using Lisrel software*. Samit Publications.
- Hossein Zadeh, Z., & Shafi'i, H. (2022). Identifying and prioritizing factors affecting investors' decision-making: providing a model based on investors' attitude and behavior. *Financial Management Strategy*, 29, 197-216.
- Jain, J. (2022). Behavioural biases affecting investors' decision-making process: a scale development approach. *Management Research Review*, 45(8), 1079-1098.
- Knudsen, E. S., Hage, F. P., & Vethe, M. B. (2023). The more, the merrier: Performance effects of cash over the business cycle. *Scandinavian Journal of Management*, 39(1). <https://doi.org/10.1016/j.scaman.2022.101255>
- Mariska, U., Suhendar, S., & Nurmalia, G. (2025). The Effect of Profitability, Liquidity, Firm Size, Net Working Capital, Leverage, and Growth Opportunity on Cash Holding: Empirical Study From Property and Real Estate Companies Listed in Indonesian Syariah Stock Index (ISSI) for The Period 2019-2023. *Golden Ratio of Finance Management*, 5(2), 279-296. <https://doi.org/10.52970/grfm.v5i2.1125>
- Mirlohi, S. M., & Mohammadi Todashki, N. (2019). Formation of optimal investment portfolio in Tehran Stock Exchange using hierarchical and discriminative clustering methods. *Investment Knowledge*, 9(34), 333-354.
- Motafaker azad, M. A., Ashuri, N., Karimi Tekanlo, Z., & Haqikat, J. (2022). Estimation of the financial illusion index in the provinces of Iran: Multiple Indicator-Multiple Causes (MIMIC) analysis model approach. *Iranian Applied Economic Studies Quarterly*, 43, 173-208.
- Pakdelan, S., Azarbrahman, A., & Salimi, J. (2022). Investigating the impact of risk on investors' sensitivity and satisfaction. *Research in Accounting and Economic Sciences*, 6(1), 61-73.
- Panahi, A., & Habibi Rad, A. (2021). A comparative study of the relationship between stock market summary and search volume in order to identify the behavioral pattern of stock market traders. *Strategic Budget and Financial Research*, 2(1), 141-169.
- Rasool, N. (2021). Financial literacy and behavioural biases of individual investors: empirical evidence of Pakistan stock exchange. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(50), 261-278. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-03-2019-0031>
- Rostami Jaz, H., & Behrman, F. (2022). Investigating the relationship between investor behavior and management's investment decisions with regard to management's tenure and financial literacy. *Accounting and Management Perspective Quarterly*, 5(56), 78-102.
- Salas-Molina, F., Pla-Santamaria, D., & Rodriguez-Aguilar, J. A. (2023). An analytic derivation of the efficient frontier in biobjective cash management and its implications for policies. *Annals of Operations Research*, 328(2), 1523-1536. <https://doi.org/10.1007/s10479-023-05433-z>
- Shabani, M. (2023). The Moderating Role of Audit Quality on the Impact of Internal Control Significance on Cash Flow Risk. 12th International Conference on Accounting, Management, and Innovation in Business, Tehran. <https://civilica.com/doc/1720075/>
- Soleimani, Z., & Daneshyar, F. (2021). Investigating the impact of intellectual capital indicators and information asymmetry on stock portfolio returns, growth? Or Value? *Management Accounting and Auditing Knowledge*, 10(38), 167-181.
- Wali, S. (2019). Behavioural factors influencing individual investors trade performance. *City University Research Journal*, 9(1), 164-177.
- Wibowo, A., & Setiany, E. (2023). The Importance of Traits of Board of Commissioners, Company Size, Profitability and Free Cash Flow in Affecting the Dividend Policy. *Journal of Accounting and Finance Management*, 3(6), 285-299. <https://doi.org/10.38035/jafm.v3i6.168>
- Wielen, W. (2020). Economic sentiment during the COVID pandemic: Evidence from search behaviour in the EU. *Journal of Economics and Business*, 105970. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2020.105970>
- Xiao, L. (2019). Managing supply chain resilience to pursue business and environmental strategies. C. Huan (Ed.),