



Cognitive Legitimacy and Successful Investment in ICO, the Personality Trait Approach

Amirhossein Teimourzadeh 

Faculty of Entrepreneurship, University of Tehran, Tehran, Iran Amir.teimourzadeh@ut.ac.ir

Ehsan Chitsaz 

Department Entrepreneurship Development, Faculty of Entrepreneurship, University of Tehran, Tehran, Iran
(Corresponding Author). Chitsaz@ut.ac.ir

Narges Imanipour 

Department of New Business Creation Entrepreneurship, Faculty of Entrepreneurship, University of Tehran, Tehran, Iran. nimanip@ut.ac.ir

ABSTRACT

Objective:

The primary objective of this research is to identify and analyze the factors affecting the success of startups, with a specific focus on the distinct personality traits of investors and their impact on investment decisions in initial coin offering. This study aims to investigate how the personality traits of neuroticism and openness to experience influence investment decisions and to explore the role of cognitive legitimacy in moderating these relationships. By integrating theories of personality and legitimacy, this research seeks to provide a deeper understanding of the psychological factors that drive investment behaviors in the context of initial coin offerings (ICOs).

Method:

This study employs a phenomenological research design, leveraging qualitative and quantitative methods to explore the subjective experiences of investors in initial coin offering. The research follows a structured approach encompassing the following steps:

A two-stage sampling process was adopted. In the first stage, tokens from ICOs conducted between 2020 and 2022 were selected using simple random sampling. Reliable sources such as Coinmarketcap.com, Crunchbase.com, and ICOcrunch.com provided the list of tokens. A random selection program written in Python was utilized to choose 40 sample tokens from this list, ensuring an unbiased representation.

Data on investment decisions were collected through a standard questionnaire distributed to a large and diverse sample of investors. The questionnaire was shared via prominent Telegram channels which collectively cover a broad international investor base.

Neuroticism and Openness to Experience traits were measured using a standardized Big Five personality factors questionnaire. Cognitive Legitimacy was assessed through the analysis of social media interactions, particularly on Twitter (X). A developer-created account was used to gather data on tweets containing specific keywords related to the ICOs. The data included tweet content, likes, retweets, user IDs, follower counts, and

tweet sentiments categorized as positive, neutral, or negative. Sentiment analysis was performed using the RoBERTa pre-trained language model, known for its high accuracy in text classification tasks.

WarpPLS software was employed to conduct structural equation modeling (SEM), allowing for the examination of complex relationships between variables. The analysis focused on the direct effects of neuroticism and openness to experience on investment decisions, and the moderating effect of cognitive legitimacy. Reliability was tested using Average Variance Extracted (AVE), with thresholds set to ensure convergent validity.

Results:

The study yielded several key findings that highlight the interplay between personality traits, cognitive legitimacy, and investment decisions:

1. Impact of Neuroticism:

- High levels of neuroticism were found to have a significant negative impact on investment decisions in successful ICOs. Investors characterized by high neuroticism exhibited tendencies towards risk aversion, pessimism, and lower trust in new ventures, making them less likely to participate in these offerings.

2. Impact of Openness to Experience:

- Conversely, investors with high openness to experience were more inclined to invest in innovative and novel projects. This personality trait positively correlated with investment decisions, as these individuals are typically more open to risk-taking and exploring new opportunities.

3. Role of Cognitive Legitimacy:

- Cognitive legitimacy significantly enhanced investment decisions. Startups that demonstrated high cognitive legitimacy through transparent and credible actions on social media were more successful in attracting investors. However, cognitive legitimacy did not act as a moderating variable between personality traits and investment decisions but had a strong direct effect on increasing investment decisions.

Hypotheses Testing:

- H1: High neuroticism leads to a decrease in investment in successful initial offerings. (Confirmed)

- H2: Higher cognitive legitimacy of a business leads to more investment in successful products. (Confirmed)

- H3: Cognitive legitimacy moderates the relationship between neuroticism and investment in successful products. (Rejected)

- H4: Openness to experience leads to increased investment in successful initial offerings. (Confirmed)

- H5: Cognitive legitimacy moderates the relationship between openness to experience and investment in successful ventures. (Rejected)

Conclusion:

The research concludes that personality traits, particularly neuroticism and openness to experience, play a crucial role in shaping investment decisions in the context of crowdfunding. Neuroticism negatively influences investment decisions, making individuals with this trait less likely to invest in new ventures. In contrast, openness to experience has a positive impact, with such individuals being more inclined towards innovative investments.

Cognitive legitimacy emerged as a vital factor for attracting investments. Startups that can build strong cognitive legitimacy by maintaining transparency and credibility on social media are more likely to succeed in their fundraising efforts. Although cognitive legitimacy does not moderate the relationship between personality traits and investment decisions, its direct positive impact on investment decisions underscores its importance.

Implications for Practice:

- For Startups: Developing and maintaining cognitive legitimacy through transparent and credible communication on social media is essential for attracting a diverse investor base. Understanding the personality traits of potential investors can help tailor communication strategies to better engage with them.

- For Researchers: The study opens new avenues for exploring the impact of other personality traits and forms of legitimacy on investment decisions. Future research could expand the scope to include traits such as extraversion and conscientiousness, and investigate the effects of moral and pragmatic legitimacy.

The study focuses on two specific personality traits, suggesting a need for future research to consider a broader range of traits. Additionally, exploring other forms of legitimacy, such as moral or pragmatic legitimacy, could provide a more comprehensive understanding of their impact on investment decisions. Longitudinal studies are recommended to examine how these relationships evolve over time, especially in the dynamic and rapidly changing ICO market.

In summary, this research highlights the significant role of personality traits and cognitive legitimacy in influencing investment decisions in the context of crowdfunding. The findings provide valuable insights for startups and campaign developers seeking to enhance their legitimacy and attract diverse investor profiles. The study contributes to the growing field of financial psychology and offers practical recommendations for improving fundraising strategies in the digital age.

Keywords: Crowdfunding, Neuroticism, Openness to Experience, Cognitive Legitimacy, Investment Decision



Cite this article: Teimourzadeh, A., Chitsaz, E., Imanipour, N. (2024). Cognitive legitimacy and successful investment in ICO, the personality trait approach. *Journal of Entrepreneurship Development*, 17(2), 131-156. <http://doi.org/10.22059/jed.2024.355471.654143> (in Persian)

Received: 2024-04-21; **Revised:** 2024-06-15; **Accepted:** 2024-08-24; **Published online:** 2024-09-15

© The Author(s).

Article type: Research

Publisher: University of Tehran Press.

مشروعیت شناختی و سرمایه گذاری موفق در عرضه اولیه بهامهر؛ رویکرد شخصیت محور

امیرحسین تیمورزاده

دانشجوی دکتری گروه توسعه کارآفرینی، دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. Amir.teimourzadeh@ut.ac.ir

احسان چیت ساز

گروه توسعه کارآفرینی، دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. Chitsaz@ut.ac.ir

نرگس ایمانی پور

گروه کارآفرینی کسب و کار جدید، دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. nimanip@ut.ac.ir

چکیده

هدف:

هدف اصلی این تحقیق شناسایی و تحلیل عوامل موثر بر موفقیت استارت آپ ها با تمرکز ویژه بر ویژگی های شخصیتی متمایز سرمایه گذاران و تاثیر آنها بر تصمیمات سرمایه گذاری در عرضه اولیه سکه است. این مطالعه چگونگی تاثیر ویژگی های شخصیتی روان رنجورخویی و گشودگی به تجربه بر تصمیمات سرمایه گذاری و بررسی نقش مشروعیت شناختی در تعدیل این روابط را بررسی می کند. این تحقیق با ادغام نظریه های شخصیت و مشروعیت، به دنبال ارائه درک عمیق تری از عوامل روان شناختی است که رفتارهای سرمایه گذاری را در زمینه عرضه اولیه سکه (ICO) هدایت می کند.

روش:

این مطالعه از یک طرح پژوهشی پدیدارشناختی استفاده می کند و از روش های کمی و کیفی برای کشف تجربیات ذهنی سرمایه گذاران در عرضه اولیه سکه استفاده می کند. این تحقیق یک رویکرد ساختاریافته مراحل زیر را دنبال می کند: یک فرآیند نمونه گیری دو مرحله ای اتخاذ شد. در مرحله اول، توکن های ICO های انجام شده بین سال های ۲۰۲۰ تا ۲۰۲۲ با استفاده از نمونه گیری تصادفی ساده انتخاب شدند. منابع قابل اعتمادی مانند Coinmarketcap.com، Crunchbase.com و ICOcrunch.com لیستی از توکن ها را ارائه کردند. یک برنامه انتخاب تصادفی نوشته شده در پایتون برای انتخاب ۴۰ توکن نمونه از این لیست مورد استفاده قرار گرفت که همه توکن ها شانس برابری برای انتخاب داشتند.

داده های مربوط به تصمیمات سرمایه گذاری از طریق یک پرسشنامه استاندارد که بین نمونه های بزرگ و متنوعی از سرمایه گذاران توزیع شده بود، جمع آوری شد. این پرسشنامه از طریق کانال های تلگرامی برجسته به اشتراک گذاشته شد که در مجموع یک پایگاه گسترده سرمایه گذار بین المللی را پوشش می دهد.

ویژگی های روان رنجورخویی و گشودگی به تجربه با استفاده از پرسشنامه استاندارد شده پنج عامل شخصیتی اندازه گیری شد. مشروعیت شناختی از طریق تجزیه و تحلیل تعاملات رسانه های اجتماعی، به ویژه در توئیتر (X) ارزیابی شد. یک حساب کاربری ایجاد شده توسط توسعه دهندگان برای جمع آوری داده ها در توئیتهایی که حاوی کلمات کلیدی خاص مرتبط با ICO هستند، استفاده شد. این داده ها شامل محتوای توئیتهای، لایکها، ریتویتهای، شناسه های کاربری، تعداد فالوورها و احساسات توئیتهای به عنوان مثبت، خنثی یا منفی بود. تجزیه و تحلیل احساسات با استفاده از مدل زبان از پیش آموزش دیده RoBERTa انجام شد که به دلیل دقت بالای آن در وظایف طبقه بندی متن شناخته شده است.

نرم افزار WarpPLS برای انجام مدل سازی معادلات ساختاری (SEM) به کار گرفته شد که امکان بررسی روابط پیچیده بین متغیرها را فراهم می کند. این تحلیل بر تأثیرات مستقیم روان رنجورخویی و گشودگی به تجربه بر تصمیمات سرمایه گذاری و تأثیر تعدیل کننده مشروعیت شناختی متمرکز بود. پایایی با استفاده از میانگین واریانس استخراج شده (AVE)، با آستانه هایی برای اطمینان از اعتبار همگرا مورد آزمایش قرار گرفت.

نتایج:

این مطالعه چندین یافته کلیدی را به دست آورد که تأثیر متقابل بین ویژگی های شخصیتی، مشروعیت شناختی و تصمیمات سرمایه گذاری را برجسته می کند:

۱. تأثیر روان رنجوری:
- مشخص شد که سطوح بالای روان رنجوری تأثیر منفی قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه گذاری در ICO های موفق دارد. سرمایه گذارانی که با روان رنجوری بالا مشخص می شوند، تمایل به ریسک گریزی، بدبینی و اعتماد کمتر به سرمایه گذاری های جدید را نشان می دهند که باعث می شود کمتر در این پیشنهادات شرکت کنند.

۲. تأثیر گشودگی به تجربه:
- برعکس، سرمایه گذاران با باز بودن بالا به تجربه تمایل بیشتری به سرمایه گذاری در پروژه های نوآورانه و بدیع داشتند. این ویژگی شخصیتی با تصمیمات سرمایه گذاری همبستگی مثبت دارد، زیرا این افراد معمولاً برای ریسک پذیری و کشف فرصت های جدید بازتر هستند.

۳. نقش مشروعیت شناختی:
- مشروعیت شناختی به طور قابل توجهی تصمیمات سرمایه گذاری را افزایش داد. استارت آپ هایی که مشروعیت شناختی بالایی را از طریق اقدامات شفاف و معتبر در رسانه های اجتماعی نشان دادند، در جذب سرمایه گذار موفق تر بودند. با این حال، مشروعیت شناختی به عنوان یک متغیر تعدیل کننده بین ویژگی های شخصیتی و تصمیمات سرمایه گذاری عمل نکرد، اما تأثیر مستقیم قوی بر افزایش تصمیمات سرمایه گذاری داشت.

آزمون فرضیه ها:

- H1: روان رنجوری بالا منجر به کاهش سرمایه گذاری در پیشنهادهای اولیه موفق می شود. (تایید شده)
- H2: مشروعیت شناختی بالاتر یک تجارت منجر به سرمایه گذاری بیشتر در محصولات موفق می شود. (تایید شده)
- H3: مشروعیت شناختی رابطه بین روان رنجوری و سرمایه گذاری در محصولات موفق را تعدیل می کند. (رد شده)
- H4: گشودگی به تجربه منجر به افزایش سرمایه گذاری در ارائه های اولیه موفق می شود. (تایید شده)
- H5: مشروعیت شناختی رابطه بین گشودگی به تجربه و سرمایه گذاری در سرمایه گذاری های موفق را تعدیل می کند. (رد شده)

نتیجه:

این تحقیق نتیجه می گیرد که ویژگی های شخصیتی، به ویژه روان رنجورخویی و گشودگی به تجربه، نقش مهمی در شکل دادن به تصمیمات سرمایه گذاری در زمینه تامین مالی جمعی ایفا می کند. روان رنجوری بر تصمیمات سرمایه گذاری تأثیر منفی می گذارد و باعث می شود افراد دارای این ویژگی کمتر در سرمایه گذاری های جدید سرمایه گذاری کنند. در مقابل، گشودگی به تجربه تأثیر مثبتی دارد و چنین افرادی تمایل بیشتری به سرمایه گذاری های نوآورانه دارند.

مشروعیت شناختی به عنوان یک عامل حیاتی برای جذب سرمایه گذاری ظاهر شد. استارت آپ هایی که می توانند با حفظ شفافیت و اعتبار در رسانه های اجتماعی، مشروعیت شناختی قوی ایجاد کنند، احتمالاً در تلاش های خود برای جذب سرمایه موفق خواهند شد. اگرچه مشروعیت شناختی رابطه بین ویژگی های شخصیتی و تصمیمات سرمایه گذاری را تعدیل نمی کند، تأثیر مثبت مستقیم آن بر تصمیمات سرمایه گذاری بر اهمیت آن تأکید می کند.

کاربردهای عملی:

- برای استارت آپ ها: توسعه و حفظ مشروعیت شناختی از طریق ارتباطات شفاف و معتبر در رسانه های اجتماعی برای جذب پایگاه سرمایه گذار متنوع ضروری است. درک ویژگی های شخصیتی سرمایه گذاران بالقوه می تواند به تنظیم استراتژی های ارتباطی برای تعامل بهتر با آنها کمک کند.

- برای محققان: این مطالعه راه های جدیدی را برای بررسی تأثیر سایر ویژگی های شخصیتی و اشکال مشروعیت بر تصمیمات سرمایه گذاری باز می کند. تحقیقات آینده می تواند دامنه را گسترش دهد تا ویژگی هایی مانند برون گرایی و وظیفه شناسی را در بر گیرد و تأثیرات مشروعیت اخلاقی و عمل گرایانه را بررسی کند.

این مطالعه بر دو ویژگی شخصیتی خاص متمرکز است، که نیاز به تحقیقات آینده را برای در نظر گرفتن طیف گسترده تری از ویژگی ها

نشان می‌دهد. علاوه بر این، کاوش سایر اشکال مشروعیت، مانند مشروعیت اخلاقی یا عملی، می‌تواند درک جامع‌تری از تأثیر آنها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ارائه دهد. مطالعات طولی برای بررسی چگونگی تکامل این روابط در طول زمان، به ویژه در بازار پویا و به سرعت در حال تغییر ICO توصیه می‌شود.

به طور خلاصه، این تحقیق نقش مهم ویژگی‌های شخصیتی و مشروعیت شناختی را در تأثیرگذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در زمینه تأمین مالی جمعی برجسته می‌کند. این یافته‌ها بینش‌های ارزشمندی را برای استارت‌آپ‌ها و توسعه‌دهندگان کمپین ارائه می‌کند که به دنبال افزایش مشروعیت خود و جذب پروفایل‌های سرمایه‌گذار متنوع هستند. این مطالعه به زمینه رو به رشد روانشناسی مالی کمک می‌کند و توصیه‌های عملی برای بهبود استراتژی‌های جذب سرمایه در عصر دیجیتال ارائه می‌دهد.

کلیدواژه‌ها: تأمین مالی جمعی، روان رنجوری، گشودگی به تجربه، مشروعیت شناختی، تصمیم سرمایه‌گذاری



استناد به این مقاله: چیت‌ساز، احسان، اتم‌ورزاده، امیرحسین، ایمانی‌پور، نرگس (۱۴۰۳). مشروعیت شناختی و سرمایه‌گذاری موفق در عرضه اولیه بهامهر؛ رویکرد شخصیت محور توسعه کارآفرینی، ۱۷ (۲)، ۱۵۶-۱۳۱. <http://doi.org/10.22059/jed.2024.355471.654143.131-156>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۱۹؛ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۳/۳/۲۶؛ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۶/۰۳؛ تاریخ انتشار: ۱۴۰۳/۰۶/۲۵

ناشر: مؤسسه انتشارات دانشگاه تهران.

نوع مقاله: پژوهشی

© نویسندگان.

۱. مقدمه

در سال‌های اخیر، روش نوآورانه تامین مالی که به عنوان عرضه اولیه بهامهر (سکه) شناخته می‌شود، توجه جامعه دانشگاهی و عموم را به خود جلب کرده است و نویدبخش عصر جدیدی در تامین مالی جمعی است. برخلاف روش‌های سنتی تامین مالی، روش بهامهر ترکیب منحصربه‌فردی از فناوری و امور مالی را ارائه می‌کند و از فناوری بلاک چین برای تسهیل جذب سرمایه برای استارت‌آپ‌ها استفاده می‌کند. این علاقه فزاینده به عرضه اولیه بهامهر به عنوان یک روش ترجیحی تامین مالی جمعی، بر نیاز به درک عمیق تر از عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه گذاری در این حوزه تأکید می‌کند.

جذابیت عرضه اولیه بهامهر اگرچه قابل توجه است، اما بدون چالش نیست. یکی از این چالش‌ها، زمینه‌ای نسبتاً ناشناخته چگونگی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذار بر فرآیندهای تصمیم‌گیری در این روش تامین مالی جمعی است. ویژگی‌های شخصیتی، سنگ بنای نظریه روان‌شناختی، نقش اساسی در شکل‌دهی رفتار و تصمیم‌گیری فردی دارند. با این حال، ادبیات در مورد نحوه تعامل این ویژگی‌ها با مشروعیت شناختی سرمایه‌گذاری‌های عرضه اولیه بهامهر برای تأثیرگذاری بر رفتار سرمایه‌گذار بسیار محدود است. این شکاف در تحقیقات بیانیه مشکل کلیدی است: تأثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذار بر تصمیم سرمایه‌گذاری در عرضه اولیه بهامهرها، علی‌رغم پتانسیل آن برای تغییر شکل درک ما از رفتارهای سرمایه‌گذاری در زمینه فناوری‌های مالی جدید، هنوز مورد بررسی قرار نگرفته است. علاوه بر این توسعه دهندگان کپین‌های تامین مالی جمعی نمی‌دانند که چگونه آغاز و پایان یک کمپین را بر اساس ویژگی‌های شخصیتی طراحی و پیاده‌سازی کنند.

این مطالعه یک چارچوب مفهومی مبتنی بر نظریه مشروعیت و روان‌شناسی شخصیت را پیشنهاد می‌کند و به بررسی تقاطع بین مشروعیت شناختی، ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذار و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در تامین مالی جمعی بهامهر می‌پردازد. مشروعیت شناختی، یکی از جنبه‌های اساسی مشروعیت سازمانی، به شناخت و پذیرش این موضوع اشاره دارد که اقدامات یک واحد در چارچوب یک سیستم ساخته‌شده اجتماعی از هنجارها، ارزش‌ها، باورها و تعاریف مطلوب و مناسب هستند. این تحقیق با تمرکز بر ویژگی‌های شخصیتی روان‌رنجورخویی^۲ و گشودگی^۱ به تجربه، به دنبال روشن کردن چگونگی تأثیر این ویژگی‌ها بر ادراک مشروعیت شناختی و در نتیجه، تصمیم به سرمایه‌گذاری در کمپین تامین مالی جمعی است. از این رو، این پژوهش تلاش می‌کند که به سوال‌های ذیل پاسخ دهد. ویژگی‌های شخصیتی روان‌رنجورخویی و گشودگی به تجربه چگونه بر تصمیمات سرمایه‌گذاران برای شرکت در تامین مالی جمعی بهامهر تأثیر می‌گذارد؟ علاوه بر این، آیا مشروعیت شناختی رابطه بین این ویژگی‌های شخصیتی و تصمیمات

¹Initial coin offering

²Neuroticism

سرمایه گذاری را تعدیل می کند؟ هدف این مطالعه ابهام زدایی از نقش شخصیت در فرآیند تامین مالی جمعی است، و بینش هایی را ارائه می دهد که چگونه می توان از مشروعیت شناختی برای جذب سرمایه گذاران بالقوه با پروفایل های شخصیتی متفاوت استفاده کرد. سازه های مورد بررسی، یعنی ویژگی های شخصیتی روان رنجورخویی و گشودگی به تجربه، در چارچوب مدل پنج عاملی شخصیت تعریف می شوند که شخصیت انسان را در پنج بعد گسترده طبقه بندی می کند. روان رنجورخویی به تمایل به تجربه احساسات منفی مانند اضطراب و ناامنی اشاره دارد، در حالی که گشودگی به تجربه نشان دهنده تمایل به تازگی، خلاقیت و طیف وسیعی از علایق است (ژائو و سیبرت ۲۰۰۶). با بررسی این ویژگی ها در زمینه تصمیم های سرمایه گذاری تامین مالی جمعی، این تحقیق تلاش می کند تا به حوزه رو به رشد روان شناسی مالی کمک کند و بینش های عملی برای سرمایه گذاری ها و توسعه دهندگان کمپین ارائه دهد که به دنبال ارتقای مشروعیت شناختی خود و جذب پروفایل های سرمایه گذاری متنوع هستند. در ادامه پس از مرور ادبیات و توسعه روابط بین متغیرها، مدل مفهومی پژوهش شکل می باید. سپس روش پژوهش بیان شده و نتایج و جمع بندی های پژوهش ارائه خواهد شد تا راهکارهای عملی برای پژوهشگران آتی و فعالان این عرصه ارائه شود.

۲. مروری بر مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۱،۲. نظریه شخصیت

اشخاص بر مبنای عادات همیشگی خود اقدام به تصمیم گیری می کنند. هر تصمیم برخواسته از نوعی کنش درونی و رفتاری در اشخاص است (مک کری و کاستا ۲۰۰۸).^۱ اقتصاددانان به طور فزاینده ای شخصیت را نوعی مهارت غیرشناختی می دانند که می تواند پیامدهای مهم برای تصمیمات اقتصادی که افراد می گیرند و نتایجی که به دست می آورند داشته باشد (کاب کلاک و شورر ۲۰۱۲).^۲ قدرت و قطبیت احساسات در مطالعات موجود مربوط به کمپین های تامین مالی جمعی موفق نشان داده است که احساسات مربوط به وضعیت روانی نویسنده، مانند اعتماد به نفس وجود دارد. زمانی که احساسات بیش از حد مثبت یا منفی (بیشتر از یک آستانه) وجود دارد ممکن است مانعی بر قصد سرمایه گذاری وجود داشته باشد که نشان می دهد تاثیر احساسات بر کمپین های تامین مالی جمعی به طور جامع برآورد شده است (وانگ، ژو و دیگران ۲۰۱۷).^۳ روان رنجوری نشان دهنده تفاوت های فردی در سازگاری و ثبات عاطفی است. افراد مبتلا به روان رنجوری تمایل دارند تعدادی از احساسات منفی از جمله اضطراب، خصومت، افسردگی، خودآگاهی، تکانش گری، و آسیب پذیری را تجربه کنند (کاستا و مک کری ۱۹۹۲).^۴ افرادی که در روان رنجورخویی نمره پایینی دارند را می توان به عنوان افرادی با اعتماد به نفس، آرام، حتی خو، و آرام توصیف کرد (ژائو و سیبرت ۲۰۰۶).^۵ روان رنجوری حداقل به دو گرایش مرتبط منجر می شود. یکی با اضطراب (بی ثباتی و مستعد استرس) سروکار دارد، دیگری به سلامت فرد (ناامنی شخصی و افسردگی) می پردازد. بنابراین، روان رنجوری به طور

^۱Zhao and Seibert

^۲McCrae and Costa Jr

^۳Cobb-Clark and Schurer

^۴Wang, Zhu et al.

^۵Costa Jr and McCrae

^۶Zhao and Seibert

کلی به فقدان سازگاری روانی مثبت و ثبات عاطفی اشاره دارد (جاج، هیگینز و دیگران ۱۹۹۹).^۱ اندازه گیری کاستا و مک کری (۱۹۹۲) از پنج ویژگی بزرگ، روان رنجوری را به شش جنبه تقسیم می کند: اضطراب، خصومت، افسردگی، خودآگاهی، آسیب پذیری و تکانش‌گری. مانند تمام ویژگی های پنج بزرگ در مدل کاستا و مک کری (۱۹۹۲)، این وجوه نشان دهنده ساختاری مرتبه بالاتر است. افرادی که در روان رنجورخویی نمره بالایی دارند، به احتمال زیاد مشکلات مختلفی از جمله خلق و خوی منفی (اضطراب، ترس، افسردگی، تحریک پذیری) و علائم فیزیکی را تجربه می کنند. شواهد حتی نشان می دهد که افراد روان رنجور احتمالاً تحت تأثیر رویدادهای منفی زندگی قرار می گیرند و خلق و خوی بدی دارند (سالس، گرین و دیگران ۱۹۹۸).^۲ گشودگی به تجربه یک بعد شخصیتی است که فردی را مشخص می کند که از نظر فکری کنجکاو است و تمایل دارد به دنبال تجربیات جدید و کشف ایده های بدیع باشد. فردی که سطح بالایی از گشودگی دارد را می توان به عنوان خلاق، مبتکر، تخیلی، تأمل برانگیز و غیرسستی توصیف کرد. فردی که سطح باز بودن پایینی دارد را می توان متعارف، با علائق محدود و غیر تحلیلی توصیف کرد. باز بودن رابطه مثبتی با هوش دارد، به ویژه جنبه های هوش مرتبط با خلاقیت، مانند تفکر واگرا (مک کری و کاستا ۱۹۸۷).^۳ شومپتر (۱۹۷۶/۱۹۴۲) استدلال کرد که ویژگی تعیین کننده کارآفرین، تاکید او بر نوآوری است. مطالعات اخیر همچنین به تمایل شدید کارآفرینان و سرمایه گذاران برای خلاق بودن و ایجاد چیزی بزرگتر از خودشان اشاره کرده است (اینگل، ماه و دیگران ۱۹۹۷، هنديجانی فرد و دیگران ۲۰۲۴).^۴ همچنین بیشتر ذکر شد که احساسات برآمده از شخصیت سرمایه گذاران است. پس حال تاثیر شخصیت سرمایه گذاران بر سرمایه گذاری ها مشخص گردید. حال باید دید می توان به چه شکلی بر این شخصیت ها اثر گذاشت؟

۲.۲. نظریه علامت دهی او مشروعیت

نظریه علامت دهی برای توصیف رفتار زمانی که دو طرف (افراد یا سازمانها) به اطلاعات مختلف دسترسی دارند مفید است. به طور معمول، یک طرف، فرستنده، باید انتخاب کند که آیا و چگونه آن اطلاعات را ارسال کند (یا علامت دهد)، و طرف دیگر، گیرنده، باید نحوه تفسیر سیگنال را انتخاب کند (کانلی، سرتو و دیگران ۲۰۱۱).^۵ مثلاً رهبران یک شرکت جوان در یک عرضه اولیه عمومی، هیئت مدیره خود را با گروه متنوعی از مدیران معتبر کنار هم می گذارند تا پیامی را در مورد مشروعیت شرکت به سرمایه گذاران بالقوه ارسال کنند (فیلاتوت و بیشاپ ۲۰۰۲).^۶ محققان مدیریت همچنین از نظریه علامت دهی برای کمک به توضیح تأثیر عدم تقارن اطلاعات در طیف گسترده ای از زمینه های تحقیقاتی استفاده کرده اند (ژانگ و ویرسما ۲۰۰۹).^۷ دو نوع گسترده از اطلاعات را که در آن عدم تقارن اهمیت ویژه ای دارد، برجسته می کند: اطلاعات در مورد کیفیت و اطلاعات در مورد قصد و عمل. در حالت اول، عدم تقارن

^۱Judge, Higgins et al

^۲Suls, Green et al.

^۳McCrae and Costa

^۴Hendijani Fard M, Arasti Z, Imanipour N, Chitsaz E

^۵Engle, Mah et al. 1997

^۶Signaling

^۷Connelly, Certo et al.

^۸Filatotchev and Bishop

^۹Zhang and Wiersma

اطلاعات زمانی مهم است که یکی از طرفین به طور کامل از ویژگی های آن آگاه نباشد. در مورد دوم، عدم تقارن اطلاعات زمانی مهم است که یک طرف نگران رفتار یا نیت رفتاری طرف دیگر باشد (الیتزور و گاوایوس ۲۰۰۳).^۱ ما بر نقش علامت دهی در درک اینکه چگونه طرفین، عدم تقارن اطلاعات در مورد کیفیت پنهان و غیرقابل مشاهده را حل می کنند، تمرکز می کنیم (کانلی، سرتو و دیگران ۲۰۱۱) علامت دهی یا سیگنالینگ نشان دهنده یک استراتژی قابل دوام برای شرکت های با کیفیت بالا در زمانی است که با ارائه سیگنال نسبت به عدم ارائه سیگنال سود بیشتری می برند، و همچنین برای شرکت های با کیفیت پایین در زمانی که با ارائه سیگنال از سود کمتری نسبت به عدم ارائه سیگنال بهره می برند (کرمانی و راثو ۲۰۰۰).^۲ در نتیجه، چنین سیگنال هایی بر ادراک ناظران خارجی (به عنوان مثال، وام دهندگان، سرمایه گذاران) از کیفیت شرکت تأثیر می گذارد (رایلی ۲۰۰۱).^۳ کیفیت به توانایی زیربنایی و غیرقابل مشاهده سیگنال دهنده برای برآوردن نیازهای خواسته های یک فرد خارجی که سیگنال را مشاهده می کند، اشاره دارد. اگر سیگنال دهندگان بخواهند متمایز باقی بمانند، به طور مکرر سیگنال می دهند تا عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهند زیرا که سیگنال دهی مکرر می تواند اثربخشی را افزایش دهد (جانی و فولتا ۲۰۰۳).^۴ محققان و دانشمندان علم مدیریت انواع سیگنال های کیفیت را شناسایی کرده اند. شرکت ها برای بقا نیاز مبرم و اساسی به مشروعیت دارند. یکی از راه های کسب مشروعیت شرکت ها این است که با نشان دادن کیفیت غیرقابل مشاهده، مشروعیت خود را ثابت کنند (کاف ۲۰۰۲).^۵ با گذشت زمان، نظریه نهادی به یکی از اصلی ترین نظریه های سازمان و مدیریت تبدیل شده است (هاومان و دیوید ۲۰۰۸).^۶ سازمان ها برای بقای خود تمایل به نهادینه شدن دارند. برای انجام این کار، آنها باید مشروعیت خود را پرورش دهند (دی ماجیو و پاول ۱۹۸۳).^۷ علاوه بر این، مشروعیت، دسترسی به منابع دیگران را تسهیل می کند (زیمرن و زیتز ۲۰۰۲).^۸ مشروع بودن سازمان شرطی ضروری برای دسترسی آسان به منابع، بازار های انحصاری و بقای طولانی مدت است (براون ۱۹۹۸).^۹ برخی دیگر از پژوهشگران هم، مشروعیت را عامل کلیدی بقای موفقیت آمیز سازمان می دانند (زیمرن و زیتز ۲۰۰۲، هی و براچ ۲۰۱۰).^{۱۰} همچنین تعداد فزاینده ای از شرکت هایی که در حال توسعه طرح های مشروعیت هستند وجود دارند. زیرا معتقدند که آنها منبعی از مزیت رقابتی هستند که به آنها کمک می کند فرصت های تجاری جدید ایجاد کنند، (براون و ویداور-کوهن ۲۰۰۹).^{۱۱} در نتیجه می توانیم به این صورت بگوییم که: "منابع پس از آن که مشروعیت حاصل شود، اعطا خواهد شد." (معزی و همکاران ۲۰۲۴).^{۱۲} در

¹ Elitzur and Gavius

² Connelly, Certo et al.

³ Kirmani and Rao

⁴ Riley

⁵ Janney and Folta

⁶ Coff

⁷ Haveman and David

⁸ DiMaggio and Powell 1983

⁹ Zimmerman and Zeitz

¹ Brown

¹ Zimmerman and Zeitz, He and Baruch

¹ Brønn and Vidaver-Cohen

¹ Moezzi, A., Chitsaz, E., Ahmadf, M.

ادامه سوچمن (سوچمن ۱۹۹۵)^۱ چارچوبی را بر اساس سه نوع مشروعیت ارائه می دهد: عمل گرایانه، اخلاقی و شناختی. به دست آوردن مشروعیت اخلاقی دشوارتر از مشروعیت عمل گرایانه است، دستیابی به مشروعیت شناختی نیز دشوارتر از مشروعیت اخلاقی. با توجه به این موضوع، بعد شناختی مشروعیت بیشترین اهمیت را دارد. این بعد مشروعیت قدرتمندترین و همچنین سخت ترین آن برای به دست آوردن و دستکاری محسوب می شود. مشروعیت شناختی به اقداماتی مربوط می شود که تصمیم گیری را ساده و بنابراین به حل مشکلات کمک می کند (سوچمن ۱۹۹۵)^۲. مشروعیت شناختی مبتنی بر «نمادها-کلمات، نشانه ها، حرکات- با شکل دادن به معانی که ما به اشیا و فعالیت ها نسبت می دهیم تأثیر خود را دارند» (اسکات ۲۰۱۳)^۳. این نمادها بسیار متنوع هستند. از جمله آنها می توان به وجود رهبران برجسته و شناخته شده اجتماعی، توجه مطلوب دولت ها، روابط نزدیک با نهادهای مالی مهم، رشد قوی سازمان یا داشتن ساختار شرکتی مناسب اشاره کرد. این نمادها وقتی ارائه می شوند به ما اجازه می دهند که مشروعیت سازمان را فرض کنیم. بدیهی است که تفسیر مخاطب از سازمان به یک موضوع اصلی بستگی دارد، محیطی که چنین مخاطبانی در آن فعالیت می کنند، «مفاهیم مشترکی که ماهیت واقعیت اجتماعی را تشکیل می دهد و چارچوب هایی را ایجاد می کند که از طریق آن معنا ساخته می شود» (اسکات ۲۰۱۳)^۴. مشروعیت توسط مخاطب اعطا می شود زیرا درک می کند که اقدامات سازمان با سیستم اعتقادات و پیش فرض های آن مطابقت دارد (تروینو و دن نیونبور ۲۰۱۴)^۵. منابع مشروعیت شناختی که معمولاً در ادبیات به آنها اشاره می شود «قابلیت درک» و «بدیهی گرفتن» هستند. قابل درک بودن مخاطبان باید سازمان را در همه ابعاد، ساختار آن، نحوه انجام کارها، فرآیندهای آن، رشد یا مکان آن را درک کنند. قابل درک بودن شامل آشنایی، دانش سازمان مورد تجزیه و تحلیل و استفاده از محصولات و خدمات است، زیرا مخاطبان جنبه های شناختی سازمان را در صورت عدم شناخت آنها تایید نمی کنند. برای تسهیل این درک، سازمان ها سیاست های ارتباطی و اطلاعاتی را توسعه می دهند (خاتمی و همکاران ۲۰۲۴)^۶. مخاطبان باور دارند یا به این فکر می کنند که سازمان ها باید چگونه باشند و چه ویژگی های ساختاری یا عملکردی را می توانند از آنها انتظار داشته باشند. در حضور الگوهای فرهنگی، برای مخاطبان به معنای واقعی کلمه غیرقابل تصور است که چیزها غیر از این باشد و بنابراین فعالیت سازمانی در صورت تطبیق با آن مدل ها معنادار، قابل پیش بینی و جذاب خواهد بود. «اگر جایگزین ها غیرقابل تصور شوند، چالش ها غیرممکن می شوند و موجودیت مشروع غیرقابل حمله می شود» (سوچمن ۱۹۹۵)^۷. به عنوان مثال، آنها ممکن است انتظار داشته باشند که در شرایط خاص از مشتریان شنیده شود و از آنها مراقبت شود، یا ممکن است یک بخش ادعا وجود داشته باشد، بنابراین آنها فکر نمی کنند که سازمان می تواند غیر از این باشد یا عمل کند. در نتیجه، مشروعیت شناختی ارتباط تنگاتنگی با هویت و تصویری دارد که از ظرفیت، ثبات و انسجام سازمان منتقل می شود و چارچوبی را ایجاد می کند که از طریق آن معانی سازمان ساخته می شود (خاتمی و

¹ Suchman

² Suchman

³ Scott

⁴ Scott

⁵ Treviño, Den Nieuwenboer et al.

⁶ Khatami, S. M., Chitsaz, E., Ahmadpour Daryani, M., & Jaladati, H. M.

⁷ Suchman

همکاران (۲۰۲۴).^۱ «بالاترین شکل مشروعیت شناختی زمانی به دست می آید که یک محصول، فرآیند، یا خدمات بدیهی تلقی می شود». در مقابل برای مشروعیت اخلاقی یا عملی، چندان مهم نیست که اهداف سازمان یا فعالیت ها قابل دستیابی است (آلدریچ و فیول ۱۹۹۴).^۲ در این چارچوب، نویسندگان می پرسند: سازمان ها با مشروعیت شناختی بیشتر، منابع بیشتری را به دست می آورند؟ علاوه بر این، آیا سازمان هایی با مشروعیت شناختی بیشتر نتایج سازمانی و بازدهی بهتری را به دست می آورند؟ در نتیجه این تحقیق جواب این سوالات مثبت است (کروز-سوارز و پرادو-رومن و دیگران ۲۰۱۴).^۳

۳.۲. رسانه های اجتماعی و مشروعیت

موفق ترین شرکت ها آنهایی هستند که می توانند از پلتفرم های رسانه های اجتماعی برای برقراری ارتباط بهتر با کاربران فردی استفاده کنند (اوانز ۲۰۱۰).^۴ مشروعیت از طریق مشارکت در پلتفرم های باز غیر سلسله مراتبی و ساختن برنامه ها به دست می آید. انتقال سازمانی مورد نیاز برای به دست آوردن این رویکرد مشروعیت جدید بررسی شده است. در این زمینه، زمانی که شرکت ها قادر به کاهش کنترل بر تعهدات و ارتباط غیر سلسله مراتبی با مردم خود باشند، ممکن است سود مشروعیت افزایش یابد (کاستلو، اتر و دیگران ۲۰۱۶).^۵ بسیاری از رسانه های اجتماعی اطلاعاتی را در مورد تعداد کاربران خود در اینترنت نشان می دهند مانند قردرانی آنها و همچنین اینکه آیا فالوورهای این کاربران نیز فهرست شده اند یا خیر. این شاخص به صورت کلی هر چه بزرگتر باشد، تأثیر آن روی کاربران باید قوی تر باشد. بنابراین، حامیان تأمین مالی جمعی می توانند نه تنها با تأمین بودجه بلکه با استفاده از شبکه های اجتماعی از پروژه ها حمایت کنند (موسیو ۲۰۱۳).^۶ این مطالعه ارتباط قوی بین استفاده از رسانه های اجتماعی و موفقیت در تأمین مالی های جمعی را به ما نشان می دهد (اوانز ۲۰۱۰).^۷ نتایج بررسی های بین حضور رسانه ای کسب و کارها و عرضه اولیه بهامهر، حاکی از آن بوده که حضور در رسانه های اجتماعی سیگنال مؤثری در بازار عرضه اولیه بهامهر (زاجا و رودر ۲۰۲۲).^۸ همچنین احساسات سرمایه گذار در درجه اول توسط فعالیت رسانه های اجتماعی تعیین می شود. زیرا اکثر پروژه های عرضه اولیه بهامهر پلتفرم هایی هستند که ارزش آنها در تعداد کاربران افزایش می یابد (دروبتز و ممتاز ۲۰۱۹).^۹ در نهایت فعالیت در توئیتر (X) در بین شبکه های اجتماعی به پیش بینی بازده عرضه اولیه بهامهر کمک می کند (بندتی و کوستوتسکی ۲۰۱۹).^{۱۰} با تمام این موارد و درک تأثیر شخصیت سرمایه گذاران بر سرمایه گذاری های حوزه تأمین مالی جمعی فرضیه ها پژوهش پیش برده خواهد شد. افراد با صفت شخصیتی روان رنجور خو^{۱۱} دارای

¹ Khatami, S. M., Chitsaz, E., Ahmadpour Daryani, M., & Jaladati, H. M.

² Aldrich and Fiol

³ Cruz-Suarez, Prado-Roman et al.

⁴ Evans

⁵ Castello, etter et al.

⁶ Moissejev

⁷ Evans

⁸ Czaja and Röder

⁹ Drobetz, Momtaz et al.

¹⁰ Benedetti and Kostovetsky 202۲

¹¹ neuroticism

اعتماد به نفس پایین، ریسک‌گریزی و بدبینی هستند (مک کری و کاستا ۲۰۰۸).^۱ و همچنین مطابق نظر کاستا (۱۹۸۶) اشخاص روان رنجورخو به دنبال کاهش استرس و اضطراب هستند و همچنین آنان بدبینند و از ریسک دوری می‌کنند. سستیمنت یا احساس داده‌ها شامل یک کلیت از شاخص بازار رمزارز و همچنین زیرشاخص‌های مربوط به عدم قطعیت، کلاهبرداری یا ترس از دست دادن سرمایه بازار است. احساساتی که منحصراً به بازار ارزهای دیجیتال مربوط می‌شود. احساسات مرتبط با رمزارزها صرفاً توسط فعالیت رسانه‌های اجتماعی هدایت می‌شود و تأثیرپذیری آن از اخبار سنتی هیچ است. به عقیده کامینگ، دانهاسر و جان (۲۰۱۵) عدم وجود مقررات منجر به افزایش ریسک سرمایه‌گذاری به دلیل سوء رفتار می‌شود، زیرا توکن‌ها اغلب دارند بدون ارزش فعلی فروخته شده و به هیچ‌گونه حق قانونی منتهی نمی‌شود. به عقیده فیش (۲۰۱۹) این ریسک سرمایه‌گذاری به ویژه برای سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای که تخصص، منابع و مشوق‌ها برای انجام بررسی دقیق این موارد را ندارند بالا است (فیش، مازیاک و دیگران ۲۰۲۱).^۲ با این اوصاف مشخص گردید که سرمایه‌گذاران بر مبنای علایق و تمایلات و انگیزه‌های شخصی خود تصمیم به سرمایه‌گذاری می‌گیرند و بنیان عکس‌العمل به سیگنال، شخصیت افراد است. باتوجه به اینکه فضای عرضه اولیه بهامهر و به صورت کلی بلاکچین همچنان از اعتماد پایینی در بین قانون‌گذاران برخوردار است می‌توان گفت که اشخاص روان رنجورخوی بالا که صفات شخصیتی آنان تشریح شد، مایل به سرمایه‌گذاری در تأمین‌های مالی جمعی مبتنی بر بلاکچین نیستند. با تشریح این موارد می‌توان اذعان داشت که متغیر مستقل ما صفت بارز شخصیتی و متغیر وابسته ما تصمیم به سرمایه‌گذاری است. منطبق بر ادبیات پیشین تحقیق، محققان به دنبال عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری هستند و این تصمیم به سرمایه‌گذاری متغیر وابسته‌ای است که عوامل متعدد بر آن اثر گذارند و با ذکر ادبیات این پژوهش به دنبال تأثیر تیپ شخصیتی افراد بر تصمیم آنان به سرمایه‌گذاری است. لذا می‌توان نتیجه‌گیری کرد:

H1: روان رنجورخویی بالای فرد سرمایه‌گذار، منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در عرضه‌های اولیه بهامهر‌های موفق می‌شود.

مانگ و فرانسن (۲۰۰۴) نقش مثبت مشروعیت شناختی در جذب منابع برای سرمایه‌گذاری‌های فناوری جدید را نشان دادند (دیدز، مانگ و دیگران ۲۰۰۴).^۳ مشروعیت شناختی رابطه مثبتی با مقدار بودجه دریافتی توسط کارآفرینان در زمینه‌های کارآفرینی دارد (پولاک، رادرفورد و دیگران ۲۰۲۱).^۴ حمایت ذینفعان برای سازمان‌هایی که از نظر شناختی مشروع هستند، بیشتر است (چوی و شفر ۲۰۰۵).^۵ بر این اساس می‌توان این‌طور فرض کرد که کسب و کارهایی که مشروعیت شناختی بالایی از خود نشان می‌دهند، سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در عرضه اولیه بهامهر کسب و کار‌های مبتنی بر بلاکچین را دارا هستند. لذا می‌توان نتیجه‌گیری کرد:

¹ McCrae and Costa Jr

² Fisch, Masiak et al.

³ Deeds, Mang et al.

⁴ Pollack, Rutherford et al.

⁵ Choi and Shepherd

H2: مشروعیت شناختی بالاتر کسب و کار، منجر به سرمایه گذاری بیشتر در عرضه اولیه بهامهر های موفق می شود.

همچنین در این پژوهش، مشروعیت شناختی، علاوه بر احتمال تأثیر خود در افزایش تصمیم به سرمایه گذاری، محتمل است که در رابطه بین شخصیت و سرمایه گذاری نیز بتواند ورود کند و به عنوان متغیر تعدیلگر عمل کند، زیرا منطبق بر نظر زیمرمن و ریتز (۲۰۰۲)، مشروعیت شناختی رابطه بین دسترسی به منابع و اشخاص را تسهیل می کند. لذا می توان نتیجه گیری کرد که:

H3: مشروعیت شناختی رابطه بین روان رنجورخوبی و سرمایه گذاری در عرضه اولیه بهامهر های موفق را تعدیل می کند.

شخصیت های مدل گشوده به تجربه (باز) علاقمند به گشتن، دارای عادات گوناگون، با اعتماد به نفس، علاقمند به تجربه های جدید و نو و دارای علایق حرفه ای متنوع هستند (مک کری و کاستا ۲۰۰۸).^۱ از طرفی با مطالعات صورت گرفته در مورد مشتریان اولیه در سرمایه گذاری نتایج جالبی مشخص شد که در ادامه آورده شده است (کریستنسن و بوئر ۱۹۹۶).^۲ مشتریان اولیه می توانند یک سیگنال قوی به دنبال کنندگان ارسال کنند و می تواند کیفیت شرکت را تأیید کند (وانگ و سانگ ۲۰۱۴).^۳ مشتریان یک شرکت تمایل دارند هنگام مواجهه با عدم اطمینان به مشتریان اولیه معتبر توجه کنند (آبراهامسون و روزنکویف ۱۹۹۳).^۴ ادبیات بازاریابی نشان می دهد که مشتریان به طور فزاینده ای یک محصول یا خدمات را در نتیجه تعداد رو به رشد مشتریان قبلی خریداری می کنند (کرمانی و راثو ۲۰۰۰).^۵ یکی از ویژگی های کلیدی برای عملکرد مشتریان اولیه به عنوان یک سیگنال معتبر، مشاهده پذیری است (هانشیلد و مینر ۱۹۹۷).^۶ یعنی میزانی که پیروانمیتوانند علامت مشتریان اولیه را متوجه شوند (سانگ و سانگ ۲۰۱۱).^۷ کارآفرینان همیشه سعی می کنند اخبار مربوط به عرضه اولیه را منتشر کنند تا دنبال کننده ها از مشتریان اولیه آگاه شوند و تحت تأثیر آنها قرار گیرند (وانگ و سانگ ۲۰۱۴).^۸ بر اساس نظریه تناسب سیگنال، از مشتریان اولیه انتظار می رود که اگر سرمایه گذاری دارای درجه بالایی از مشروعیت باشد، به طور مؤثر اطلاعات مثبتی را در مورد سازمان به پیروان منتقل کنند (راثو و چندی ۲۰۰۸).^۹ مشروعیت بسیار مهم است زیرا، زمانی که مشروعیت وجود ندارد مشتریان اولیه ممکن است به عنوان یک سیگنال موثر برای سرمایه گذاری جدید عمل نکنند. (وانگ و سانگ ۲۰۱۴).^{۱۰} به طور طبیعی، افرادی که پذیرای تجربیات جدید هستند، پذیرندگان اولیه هستند. افراد با این صفت شخصیتی خود را در موقعیت هایی

¹ McCrae and Costa Jr

² Christensen and Bower

³ Wang, Song et al.

⁴ Abrahamson and Rosenkopf

⁵ Kirmani and Rao

⁶ Haunschild and Miner

⁷ Song, Song et al.

⁸ Wang, Song et al.

⁹ Rao, Chandy et al.

¹⁰ Wang, Song et al.

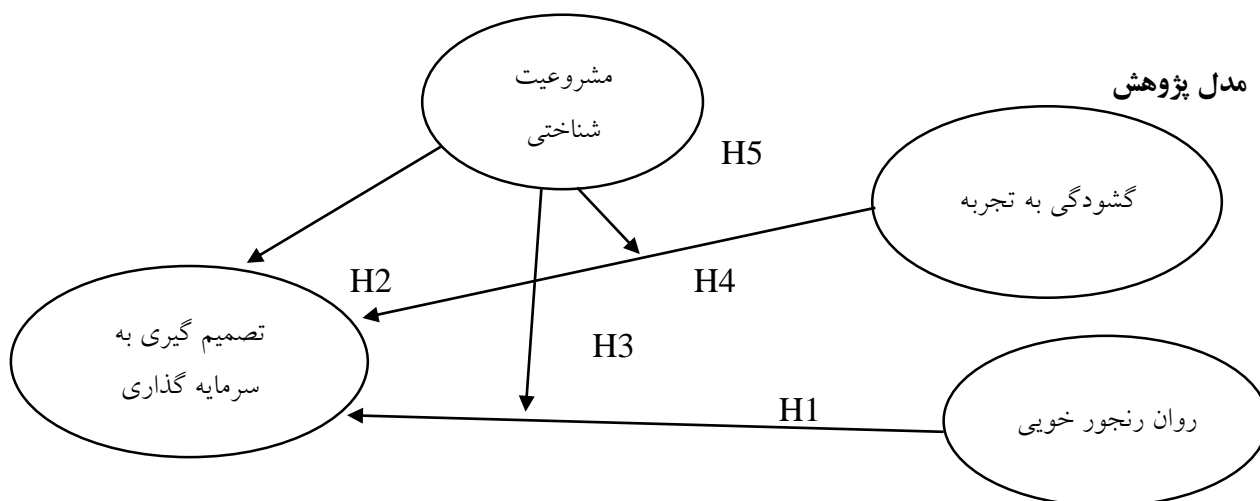
قرار می دهند که احتمال کسب دانش جدید نسبت به بقیه بیشتر است. اشخاص دارای صفت شخصیتی گشودگی به تجربه ویژگی مهمی دارند و آن این است که از جستجوهای جدید استقبال می کنند (مک کری و کاستا ۲۰۰۸). حامیان تامین مالی جمعی را می توان به عنوان اولین پذیرندگان ممکن در نظر گرفت که ممکن است حتی از مصرف کنندگان اولیه سنتی ارزشمندتر باشند. تعداد حامیانی که به این کمپین های تامین مالی جمعی جذب می شوند، دارای عمق جستجوی باز و علاقمندی به نوآوری هستند و وسعت جستجوی باز باعث تمرکز بر نوآوری اساسی می شود. (استانکو و هنارد ۲۰۱۷).^۲ لذا میتوان نتیجه گیری کرد که:

H4: گشودگی به تجربه بالای فرد سرمایه گذار، منجر به افزایش سرمایه گذاری در عرضه های اولیه بهامهر می شود.

باتوجه به اینکه در تدوین فرضیه سوم درمورد تأثیر تعدیلگری متغیر مشروعیت شناختی بر میزان تصمیم به سرمایه گذاری صحبت شد، درمورد شخصیت گشودگی به تجربه و تعدیلگری مشروعیت شناختی نیز می توان به همان نتیجه رسید و فرضیه پنجم را به این صورت طرح نمود که:

H5: مشروعیت شناختی رابطه بین گشودگی به تجربه و سرمایه گذاری در عرضه اولیه بهامهر های موفق را نیز تعدیل می کند.

بر این اساس مدل پژوهش به این صورت شکل می گیرد:



۳. روش شناسی تحقیق

¹ McCrae and Costa Jr

² Stanko and Henard

این پژوهش از منظر جهت‌گیری‌های پژوهش توسعه‌ای، از منظر رویکردهای پژوهش استقرایی و از منظر روش پژوهش کمی و از جهتش گردآوری داده‌ها میدانی می‌باشد (ساندرز و همکاران، ۲۰۱۶).^۱ در پژوهش حاضر نمونه‌گیری در دو مرحله انجام شده است. برای نمونه‌گیری از توکن‌هایی که از سال ۲۰۲۰ تا ۲۰۲۲ تامین مالی جمعی شده‌اند، از نمونه‌گیری تصادفی ساده استفاده شده است تا نمونه‌ای از توکن‌ها استخراج شود (عابدپور و همکاران، ۲۰۲۴).^۲ در این مرحله تمامی توکن‌های عرضه اولیه به‌امهر ارائه شده از سال‌های ۲۰۲۰ تا ۲۰۲۲ از سایت‌های معتبر [Coinmarketcap.com](https://coinmarketcap.com)، crunchbase.com، icocrunch.com فهرست شده و سپس با استفاده از برنامه انتخاب تصادفی (که در آن هر یک از عناصر جامعه‌ی مورد نظر برای انتخاب شدن، شانس مساوی دارند) فهرست ۴۰ توکن‌های نمونه انتخاب شد که نمونه معرفی از توکن‌های معرفی شده است. این برنامه تصادفی در برنامه پایتون نوشته شد که از لینک زیر در دسترس است:

https://colab.research.google.com/drive/1pa3sUkjwiICLBmzSV_Khv8KM5Sbhyvli?usp=sharing

داده‌های تصمیم سرمایه‌گذاری از طریق پرسشنامه استاندارد با استفاده از نمونه‌گیری از سرمایه‌گذاران این حوزه انتخاب گردید. برای این منظور ابتدا با بانی هانترها^۳ مذاکره شد و با سه کانال در تلگرام به نام‌های **unfolded** با ۱۰۶ هزار نفر عضو و **telonews** با ۱۶۶ هزار نفر عضو و **Whales signal** با ۳۰۰ هزار نفر عضو پرسشنامه ارسال گردید. این کانال‌ها شامل سرمایه‌گذارانی از سراسر جهان هستند.

متغیر مشروعیت شناختی ناظر بر چگونگی فعالیت یک کسب و کار از دیدگاه ذینفعان است (سوچمن ۱۹۹۵).^۴ برای جمع‌آوری داده‌های این متغیر ابتدا در توییتر (X) یک اکانت توسعه‌دهنده ساخته شد. با API دریافت شده با تعیین تاریخ مشخص و رشته حروف مورد نظر یک درخواست به توییتر (X) ارسال نموده که ما به ازای آن اطلاعات توییت‌های منتشر شده در آن تاریخ خاص و حاوی آن رشته حروف خاص بود. به کمک **tweepy** علاوه بر متن هر توییت به تعداد لایک، بازنشر یا ریتوییت، شناسه شخص توییت‌کننده و تعداد دنبال‌کننده‌ها و دوستان وی و همچنین اعتبار حساب کاربری شخص به دست آمد. سپس احساسات^۵ هر توییت به کمک دو خبره تعیین شد و تخمین زده شد که محتوای آن توییت چقدر منفی، خنثی و یا مثبت است. برای سنجش روایی و اعتبار ابزار گردآوری داده‌های مرتبط با توییتر (X) از سنجش روایی **RoBERTa** استفاده شد، نتایج نشان می‌دهد دقت مدل **RoBERTa** نسبت به دیگر مدل‌های جمع‌آوری داده در توییتر (X) بیشتر است (لیو، اوت و همکاران ۲۰۱۹).^۶

¹ Saunders et al.

² Abedpour, A., Chitsaz, E., & Rostami Asrabadi, S.

³ bounty hunter

⁴ Suchman

⁵ developer

⁶ Sentiment

⁷ Liu, Ott et al.

مشروعیت شناختی و سرمایه گذاری موفق در عرضه اولیه بهامهر؛ رویکرد شخصیت محور (تیمورزاده و همکاران)

متغیر گشودگی به تجربه به عنوان یک بعد شخصیتی که فرد را از نظر فکری کنجکاو توضیف می کنند و تمایل دارد به دنبال تجربیات جدید و کشف ایده های بدیع باشد (مک کری و کاستا ۱۹۸۷)^۱ با استفاده از پرسشنامه استاندارد پنج عامل بزرگ شخصیتی مورد بررسی قرار گرفت. همچنین متغیر روان رنجورخویی به عنوان یک بعد شخصیتی که تفاوت های فردی در سازگاری و ثبات عاطفی را نشان می دهد توسط پرسشنامه استاندارد پنج عامل بزرگ شخصیتی اندازه گیری شد. افراد مبتلا به روان رنجوری تمایل دارند تعدادی از احساسات منفی از جمله اضطراب، خصومت، افسردگی، خودآگاهی، تکانشگری، و آسیب پذیری را تجربه کنند (کاستا و مک کری ۱۹۹۲)^۲.

سرمایه گذاری: سرمایه گذاری به معنی اختصاص دادن پول برای چیزی با انتظار سود (حسابداری) و منافع از آن در آینده است. به طور دقیق تر سرمایه گذاری تعهد پول یا سرمایه برای خرید وسایل یا دارایی های دیگر، به منظور به دست آوردن منافع از آن است. در این پژوهش سرمایه گذاری یا عدم سرمایه گذاری بر روی توکن های انتخاب به روش بالا مورد بررسی قرار گرفت.

برای سنجش پایایی از میانگین واریانس استخراج شده یا AVE است. AVE میزان همبستگی یک سازه با شاخص های خود را نشان می دهد که هرچه این همبستگی بیشتر باشد، پایایی متغیرها بیشتر است. فورنل و لارکر معتقدند روایی همگرا زمانی وجود دارد که AVE از ۰٫۵ بزرگتر باشد (فورنل ۱۹۸۱)^۳. در نهایت با استفاده از نسخه هفتم نرم افزار وارپ پی ال اس داده های مدل و روابط بین متغیرها مورد بررسی قرار گرفت.

۴. ارائه نتایج

۴٫۱٫۴ تجزیه و تحلیل داده ها

۴٫۱٫۴٫۱ ضرایب مسیر و اثر مسیر- فیت مدل و کیفیت ضرایب

متغیر	گشودگی	مشروعیت	روان	متغیر	گشودگی	مشروعیت	روان
	به تجربه	شناختی	رنجوری		به تجربه	شناختی	رنجوری
سرمایه گذاری	۰٫۱۱۴	۰٫۰۵۷	۰٫۰۳۲	سرمایه گذاری	۰٫۴۰۷	۰٫۲۶۲	-۰٫۲۵۸

از جداول بالا می توان دریافت که رابطه روان رنجوری و متغیر وابسته از نوع عکس و مشروعیت شناختی و گشودگی به تجربه رابطه مستقیمی با سرمایه گذاری دارند.

Average path coefficient (APC)=0.147, P=0.002
Average R-squared (ARS)=0.220, P<0.001
Average adjusted R-squared (AARS)=0.200, P<0.001

^۱McCrae and Costa

^۲Costa Jr and McCrae

^۳Fornell

Average block VIF (AVIF)=1.151, acceptable if ≤ 5 , ideally ≤ 3.3
Average full collinearity VIF (AFVIF)=1.211, acceptable if ≤ 5 , ideally ≤ 3.3
TenenhausGoF (GoF)=0.443, small ≥ 0.1 , medium ≥ 0.25 , large ≥ 0.36
Sympson's paradox ratio (SPR)=1.000, acceptable if ≥ 0.7 , ideally = 1
R-squared contribution ratio (RSCR)=1.000, acceptable if ≥ 0.9 , ideally = 1
Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)=1.000, acceptable if ≥ 0.7
P Value < 0.001

۲،۱،۴. روش بارگزاری متقابل و ترکیبی متغیرهای اصلی و مکنون

جدول ۴-۵ روش بارگزاری متقابل و ترکیبی متغیرهای اصلی و مکنون

متغیر یا سوال	گشودگی به تجربه	روان رنجوری	کشور	جنسیت	سن	مشروعیت شناختی	سرمایه گذاری
گشودگی به تجربه	0.697	-0.112	-0.143	0.009	-0.004	0.182	-0.102
گشودگی به تجربه	0.725	-0.025	-0.107	-0.03	0.049	0.184	-0.06
گشودگی به تجربه	0.842	-0.032	-0.079	-0.056	0.008	0.064	0.022
گشودگی به تجربه	0.899	-0.03	-0.002	-0.004	-0.015	-0.087	0.002
گشودگی به تجربه	0.924	-0.02	0.038	-0.002	0.004	0.022	0.022
گشودگی به تجربه	0.957	-0.018	0.011	-0.008	0.052	-0.058	-0.002
گشودگی به تجربه	0.954	0.014	0.017	-0.035	0.045	-0.076	0.031
گشودگی به تجربه	0.876	0.029	0.031	0.109	-0.058	-0.046	0.001
گشودگی به تجربه	0.814	0.111	0.081	0.035	-0.062	-0.029	-0.02
گشودگی به تجربه	0.779	0.073	0.118	-0.021	-0.026	-0.082	0.08
روان رنجوری	0.017	0.879	0.056	0.027	0.085	-0.037	0.03
روان رنجوری	0.082	0.894	0.02	0.024	0.044	0.042	-0.094
روان رنجوری	0.024	0.966	-0.024	0.004	-0.005	-0.012	-0.021
روان رنجوری	0.024	0.967	-0.022	0.009	-0.005	-0.01	-0.024
روان رنجوری	-0.001	0.95	-0.006	-0.023	-0.089	0.025	0.04
روان رنجوری	-0.016	0.979	-0.031	-0.003	-0.041	-0.012	0.017
روان رنجوری	-0.012	0.977	-0.008	-0.005	-0.032	0.004	0.006
روان رنجوری	-0.045	0.962	0.015	-0.021	0.022	-0.003	0.012
روان رنجوری	-0.033	0.962	0.004	-0.005	0.015	0.002	0.015
روان رنجوری	-0.033	0.962	0.004	-0.005	0.015	0.002	0.015
کشور	0	0	1	0	0	0	0
جنسیت	0	0	0	1	0	0	0
سن	0	0	0	0	1	0	0
تعداد نوییت	0.037	-0.054	-0.093	0.045	0.058	0.657	0.019
ریتوییت	-0.137	0.133	0.054	-0.055	-0.058	0.732	0.354

مشروعیت شناختی و سرمایه گذاری موفق در عرضه اولیه بهامهر؛ رویکرد شخصیت محور (تیمورزاده و همکاران)

-0.023	0.94	-0.013	-0.031	0.03	0.022	-0.023	لایک
-0.739	0.513	0.042	0.079	-0.032	-0.205	0.297	اعتبار
1.103	0.115	-0.043	-0.003	0.082	0.192	-0.468	سنتیمت
1	0	0	0	0	0	0	سرمایه گذاری

۳,۱,۴ اندازه اثر متغیرها روی متغیر وابسته

متغیر	گشودگی به تجربه	روان رنجوری	کشور	جنسیت	سن	مشروعیت شناختی	سرمایه گذاری در بهامهر های موفق
سرمایه گذاری در بهامهر های موفق	۰,۱۱۴	۰,۰۳۲	۰,۰۰۷	۰,۰۰۷	۰	۰,۰۵۷	

طبق یافته های جدول بالا می توان دریافت که متغیرهایی مثل کشور و جنسیت و سن تأثیر چندانی بر متغیر وابسته ندارند.

۴,۱,۴ آزمون میانگین واریانس خارجی برای رویی همگرا

جدول ۵-۶ آزمون میانگین واریانس خارجی

نام متغیر	میانگین واریانس استخراجی
گشودگی به تجربه	۰,۷۲۴
روان رنجورخویی	۰,۹۰۳
مشروعیت شناختی	۰,۵۲۶
سن	۱
جنسیت	۱
کشور	۱
سرمایه گذاری در بهامهر های موفق	۱

به این ترتیب و باتوجه به اعداد به دست آمده برای میانگین واریانس خارجی رویی همگرا مورد تایید قرار می گیرد.

نتیجه	ضرایب مسیر	ضرایب معناداری	فرضیات
تأیید	-۰,۲۵۸	* < ۰,۰۰۱	H1: روان رنجورخویی بالا؛ کاهش سرمایه گذاری در عرضه های اولیه بهامهر های موفق
تأیید	۰,۴۰۷	* < ۰,۰۰۱	H4: گشودگی به تجربه بالا؛ افزایش سرمایه گذاری در عرضه های اولیه بهامهر های موفق

تأید	۰,۲۶۲	*۰,۰۰۱	H2: مشروعیت شناختی بالاتر کسب و کار؛ سرمایه گذاری بیشتر در عرضه اولیه بهامهر های موفق
رد	۰,۰۴۸	۰,۱۹	H3: مشروعیت شناختی رابطه بین روان رنجورخویی و سرمایه گذاری در عرضه اولیه بهامهر های موفق را تعدیل می کند.
رد	۰,۰۲۱	۰,۳۵۳	H5: مشروعیت شناختی رابطه بین گشودگی به تجربه و سرمایه گذاری در عرضه اولیه بهامهر های موفق را تعدیل می کند

فرضیه نخست تایید می گردد، زیرا همان طور که مشخص است ضریب مسیر آن منفی است و این یعنی افزایش در صفت روان رنجورخویی باعث کاهش میزان سرمایه گذاری در عرضه های اولیه بهامهر موفق می شود. همچنین فرضیه دوم نیز تایید می گردد که باتوجه به ضریب مسیر مثبت آن و همچنین ضریب معناداری کوچکتر از ۰,۰۰۱ این فرضیه نیز پشتیبانی می شود. فرضیه چهارم نیز تایید می گردد. اما برای ارزیابی متغیر تعدیلگر رویکرد جدید برای آزمایش تعدیلگری که توسط کوک (۲۰۱۴) معرفی شد کارآمدتر است (هایس و پریچر ۲۰۱۰).^۱ این رویکرد متکی بر تخمین اثرات غیرمستقیم است که به طور خودکار توسط WarpPLS محاسبه می شود. باتوجه به اینکه ضریب معناداری آن ۰,۱۹ است می توان نتیجه گرفت که فرضیه سوم پشتیبانی نمی شود. همچنین فرضیه پنجم هم به دلیل اینکه ضریب معناداری آن ۰,۳۵۳ است پوشش معنایی ندارد و رد می گردد.

۵. بحث و نتیجه گیری

بحث تأمین مالی استارتآپ ها و کسب و کار های نوآورانه از بزرگ ترین و اصلی ترین دغدغه های این نوع کسب و کارهاست. کسب و کار های نوپا و خطرپذیر جدید و نوآورانه نیازمند منابع مالی برای موفقیت هستند (چیت ساز و بیگدلی ۲۰۲۱) و برای این کار روش های متعددی را پیش روی خود دارند، کسب و کار های این حوزه از شیوه تأمین مالی جمعی که از مدل های تأمین مالی به روز و جذاب برای کسب و کار هاست بهره می برند. از طریق روش تأمین مالی جمعی کسب و کار ها می توانند با استفاده از سرمایه گذاران خرد، سرمایه جذب کنند (چیت ساز و جلاذتی ۲۰۲۳).^۲ در حوزه تأمین مالی جمعی در ایران پژوهش های اندکی صورت پذیرفته است و هیچ یک از این پژوهش ها در حوزه شخصیت سرمایه گذاران و اثر مشروعیت شناختی بر تصمیم سرمایه گذاران نبوده است. با مرور ادبیات پیشین، عوامل مختلف و شروط لازم و کافی برای به دست آوردن مشروعیتی که لازمه بقا و حیات کسب و کار است مشخص گردید. زمانی که از تأمین مالی صحبت می شود یک سمت آن کسب و کار است و سمت دیگر سرمایه گذار، کسب و کارها لازم است سمت مقابل یعنی مخاطبی که علاقمند به سرمایه گذاری است را به خوبی بشناسند. این شناخت طبق ادبیات پیشین بسیار کمک کننده است. باتوجه به مطالعات قبلی در حوزه سرمایه گذاری در عرضه های اولیه بهامهر این جمع بندی حاصل گردید که شخصیت عامل بسیار مهمی در گرفتن تصمیمات اقتصادی

¹ Hayes and Preacher

² Chitsaz and Bigdeli

³ Chitsaz and Jaladati

است. صفت های بارز و اصلی شخصیت هر کدام نوع مختلفی از طرز فکر و عمل را برای آن افراد به خصوص پدید می آورند. از بین پنج صفت بزرگ شخصیتی باتوجه به غنی تر بودن ادبیات مربوط به هر یک از تیپ های شخصیتی، این پژوهش به دنبال صفت بارز شخصیتی روان رنجورخویی و همچنین گشودگی به تجربه افراد سرمایه گذار رفته است که طبق ادبیات پیشین دسته روان رنجورخو ریسک گریز هستند. آنان به سختی به وقایع جدید روی خوش نشان می دهند و بسیار سخت تر اعتماد می کنند. همچنین در زمره آخرین نفراتی هستند که به دنبال گسترده شدن یک پدیده می روند و از آن تبعیت می کنند. با این حساب فرضیه نخست خود بر این پایه استوار گردید که این نوع اشخاص هرچقدر که بیشتر دارای این صفت شخصیتی هستند پس کمتر حاضرند روی عرضه اولیه بهامهر های موفق سرمایه گذاری کنند. همچنین منطبق بر پژوهش های پیشین به مشروعیت شناختی به عنوان ابزاری حیاتی برای کسب و کار های فعال در شبکه اجتماعی توییت (X) دست پیدا شد و این ابزار لازمه رسیدن به موفقیت در تامین مالی به شیوه عرضه اولیه بهامهر معرفی گردید. در حقیقت زمانی یک نوآوری می تواند مشروعیت شناختی کسب کند که در آن زمینه فرهنگی با پیش فرض های مخاطبان مطابقت داشته باشد، به عبارت دیگر از منظر ذی نفعان قابل فهم تر و ساده تر باشد (چیت ساز و جلاذتی، ۲۰۲۳؛ قربانی حصارى و همکاران، ۲۰۲۱) بر این اساس بود که فرضیه دوم تاثیر مهم این نوع از مشروعیت بر افزایش سرمایه گذاری افراد در عرضه اولیه بهامهر معرفی شد. در گام بعدی، این فرضیه طبق ادبیات پیشین پژوهش طرح گردید که مشروعیت شناختی می تواند به عنوان متغیر تعدیلگر و میانجی در رابطه سرمایه گذاری اشخاص با صفت روان رنجورخویی بالا در تامین مالی عرضه اولیه بهامهر های موفق عمل کند. این فرضیه باتوجه به خروجی نرم افزار WarpPLS از تجزیه و تحلیل داده ها پشتیبانی نشد. از طرفی در مورد صفت شخصیتی گشودگی به تجربه، این افراد به افعال نوآورانه و جستجوی باز بسیار علاقمند هستند. در افراد با صفت شخصیتی بارز گشودگی سرمایه گذاری در عرضه اولیه بهامهر موفق رابطه مثبتی بین نمره بالای آنان و شخصیت گشودگی به تجربه وجود دارد. منطبق بر بخش رسانه های اجتماعی در مرور مبانی نظری پژوهش و ادبیات پیشین، ارکان مشروعیت شناختی کسب و کارها در فضای توییت (X)، لایک، ریتوییت، اکانت معتبر، تعداد توییت و احساس هر توییت در سه طبقه مثبت منفی و خنثی، معرفی گردید، زیرا هر آنچه منجر به افزایش درک مخاطبان از این نوآوری شود، می تواند منجر به ادراک مشروعیت شناختی شود. فرضیه مربوط به تاثیر گشودگی به تجربه در سرمایه گذاری تایید گردید اما فرضیه مربوط به تعدیلگری مشروعیت شناختی در رابطه تاثیر صفت بارز شخصیتی گشودگی به تجربه بر تصمیم به سرمایه گذاری تایید نشد. باتوجه به یافته های پژوهش می توان تاثیر شخصیت را بر تصمیم به سرمایه گذاری در عرضه اولیه بهامهر مشخص دانست و در این بین در این پژوهش بر دو تیپ بارز شخصیتی تاکید گردید که آن ها روان رنجورخویی و گشودگی به تجربه بوده اند که طبق فرضیه پژوهش گشودگی به تجربه تاثیر مثبت و روان رنجورخویی تاثیر منفی بر تصمیم به سرمایه گذاری در عرضه اولیه بهامهر داشت.

۶. محدودیت های پژوهش و پیشنهادات

پژوهش بر روی دو ویژگی شخصیتی خاص روان رنجورخویی و گشودگی به تجربه متمرکز شد. با این حال، این انتخاب ممکن است درک چگونگی تاثیر سایر ویژگی های شخصیتی مرتبط، مانند وظیفه شناسی یا برون گرایی، بر

تصمیم سرمایه‌گذاری در عرضه اولیه بهامهر را محدود کند. مطالعات آینده می‌تواند طیف وسیع تری از ویژگی‌های شخصیتی را در نظر بگیرد تا دیدگاه جامع تری از روانشناسی سرمایه‌گذار در زمینه تامین مالی جمعی ICO ارائه دهد.

با تمرکز بر مشروعیت شناختی، پژوهش ممکن است اشکال دیگری از مشروعیت (مانند مشروعیت اخلاقی یا عملی) را که می‌تواند به طور قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در عرضه اولیه بهامهر نیز تحت تأثیر قرار دهد، نادیده گرفته باشد. این تمرکز دامنه درک ماهیت چند وجهی مشروعیت و تأثیر آن بر رفتار سرمایه‌گذار را محدود می‌کند. همچنین، مطالعات طولی می‌تواند پویایی این روابط را در طول زمان، به ویژه در بازار به سرعت در حال تحول ICO، بهتر نشان دهد.

این تحقیق از بررسی گسترده ادبیات موجود در مورد ویژگی‌های شخصیتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری و نظریه‌های مشروعیت برای ایجاد یک پایه نظری قوی بهره برد. این موضوع به شناسایی روان رنجورخویی و گشودگی به تجربه به عنوان ویژگی‌های کلیدی مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری عرضه اولیه بهامهر کمک کرد و مشروعیت شناختی را به عنوان یک عامل مهم برای کسب‌وکارهایی که در سرمایه‌گذاری جمعی مشارکت می‌کنند، مشخص کرد. بررسی تفاوت این مشروعیت در صنایع مختلف می‌تواند بینش‌های ارزشمندتری را ایجاد کند. این پژوهش، امکان کاوش عمیق‌تری را در مورد اینکه چگونه کسب‌وکارها می‌توانند به طور مؤثری مشروعیت را به سرمایه‌گذاران بالقوه نشان دهند و در نتیجه بر فرآیندهای تصمیم‌گیری آنها تأثیر بگذارند، ارتقا می‌دهد.

منابع

جلادتی، حسام الدین، و چیت‌ساز. (۲۰۲۳). رمزگشایی تأمین مالی جمعی کسب‌وکارهای نوپا: مشروعیت شناختی عرضه اولیه سکه. *مجله پژوهش‌های کارآفرینی*. doi:10.22034/JER.2023.2006614.1047

زینالی، محمد مهدی، چیت‌ساز، احسان، & محمدی الیاسی، قنبر. (۱۴۰۱). ارائه چارچوبی برای توسعه یادگیری کارآفرینانه: مطالعه‌ای در کسب‌وکارهای صنعت فناوری بلاک‌چین. *مجله پژوهش‌های کارآفرینی*, ۱۷(۱)، ۳۰-۱۷.

doi: 10.22034/jer.2022.696665

Abedpour, A., Chitsaz, E., & Rostami Asrabadi, S. (2024). Designing a Business Model for Energy Management and Optimization in Iran Using Blockchain Technology. *Education and Management of Entrepreneurship*, 2(4), 74-59. doi: 10.22126/eme.2023.2505

Abrahamson, E., & Rosenkopf, L. (1993). Institutional and competitive bandwagons: Using mathematical modeling as a tool to explore innovation diffusion. *The Academy of Management Review*, 18(3), 487-517. <https://doi.org/10.2307/258906>

Aldrich, H. E., & Fiol, C. M. (1994). Fools Rush in? The Institutional Context of Industry Creation. *The Academy of Management Review*, 19(4), 645-670. <https://doi.org/10.2307/258740>

Andrew D. Brown, 1998. "Narrative, Politics and Legitimacy in an IT Implementation," *Journal of Management Studies*, Wiley Blackwell, vol. 35(1), pages 35-58, January. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00083>

- Benedetti, H. and L. Kostovetsky (2021). Digital tulips? Returns to investors in initial coin offerings. *Journal of Corporate Finance*, 66: 101786.. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101786>
- Block, J.H., Colombo, M.G., Cumming, D.J. et al. New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Bus Econ* 50, 239–250 (2018). <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9826-6>
- Brønn, P.S., Vidaver-Cohen, D. Corporate Motives for Social Initiative: Legitimacy, Sustainability, or the Bottom Line?. *J Bus Ethics* 87 (Suppl 1), 91–109 (2009). <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9795-z>
- Castelló, I., Etter, M. and Årup Nielsen, F. (2016), Strategies of Legitimacy Through Social Media: The Networked Strategy. *Jour. of Manage. Stud.*, 53: 402-432. <https://doi.org/10.1111/joms.12145>
- Chitsaz, E., & Bigdeli, M. (2021). Identifying the Success Factors Affecting Entrepreneurial Finance using Initial Dex Offering. *Journal of Entrepreneurship Development*, 14(2), 221-240. doi: 10.22059/jed.2021.312183.653490.
- Chitsaz, E., Qorbani, M., & Feili, H. (2020). Identifying the failure factors for crowdfunding using initial coin offering. *Journal of Entrepreneurship Development*, 13(1), 1-20. <http://doi:10.22059/jed.2020.297121.653257>
- Choi, Y. R., & Shepherd, D. A. (2005). Stakeholder Perceptions of Age and Other Dimensions of Newness. *Journal of Management*, 31(4), 573-596. <https://doi.org/10.1177/0149206304272294>
- CHRISTENSEN, C.M. and BOWER, J.L. (1996), CUSTOMER POWER, STRATEGIC INVESTMENT, AND THE FAILURE OF LEADING FIRMS. *Strat. Mgmt. J.*, 17: 197-218. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199603\)17:3<197::AID-SMJ804>3.0.CO;2-U](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199603)17:3<197::AID-SMJ804>3.0.CO;2-U)
- Cobb-Clark, D. A. and S. Schurer (2012). The stability of big-five personality traits, *Economics Letters*, 115(1): 11-15. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2011.11.015>.
- Coff, R. W. (2002). Human capital, shared expertise, and the likelihood of impasse in corporate acquisitions. *Journal of Management*, 28(1), 107–128. <https://doi.org/10.1177/014920630202800107>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Costa, P. T., & McCrae, R. R. (1992). Four ways five factors are basic. *Personality and Individual Differences*, 13(6), 653-665. [https://doi.org/10.1016/0191-8869\(92\)90236-I](https://doi.org/10.1016/0191-8869(92)90236-I)
- Czaja, D. and Röder, F. (2022), Signalling in Initial Coin Offerings: The Key Role of Entrepreneurs' Self-efficacy and Media Presence. *Abacus*, 58: 24-61. <https://doi.org/10.1111/abac.12223>
- Deeds, D. L., Mang, P. Y., & Frandsen, M. L. (2004). The influence of firms' and industries' legitimacy on the flow of capital into high-technology ventures. *Strategic Organization*, 2(1), 9-34 <https://doi.org/10.1177/1476127004040913>
- DiMaggio, P.J. and Powell, W.W. (2000), "The iron cage revisited institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", Baum, J.A.C. and Dobbin, F. (Ed.) *Economics Meets Sociology in Strategic Management (Advances in Strategic Management*, Vol. 17), Emerald Group Publishing Limited, Leeds, pp. 143-166. [https://doi.org/10.1016/S0742-3322\(00\)17011-1](https://doi.org/10.1016/S0742-3322(00)17011-1)
- Drobtetz, W., Momtaz, P. P., & Schröder, H. (2019). Investor sentiment and initial coin offerings. *Journal of Alternative Investments*, 21(4), 41-55. <https://doi.org/10.3905/jai.2019.1.069>
- Elitzur, R. and A. Gavius (2003). Contracting, signaling, and moral hazard: a model of entrepreneurs, 'angels,' and venture capitalists, *Journal of Business Venturing*, 18(6), 709-725,

[https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00027-2](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00027-2).

Elnaj, S. (2018). "The Problems with Bitcoin and the Future of Blockchain." *Forbes*.

Engle, D. E., Mah, J. J., & Sadri, G. (1997). An empirical comparison of entrepreneurs and employees: Implications for innovation. *Creativity Research Journal*, 10(1), 45–49.

https://doi.org/10.1207/s15326934crj1001_5

Evans, L. (2010). *Social media marketing: strategies for engaging in Facebook, Twitter & other social media*, Pearson Education.

Filatotchev, I. and Bishop, K. (2002), Board composition, share ownership, and 'underpricing' of U.K. IPO firms. *Strat. Mgmt. J.*, 23: 941-955. <https://doi.org/10.1002/smj.269>

Fisch, C. (2019). Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures, *Journal of Business Venturing*, 34(1), 1-22, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2018.09.007>.

Fisch, C., Masiak, C., Vismara, S., & Block, J. (2021). Motives and profiles of ICO investors. *Journal of Business Research*, 125, 564-576. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.07.036>.

Fornell, C., & Bookstein, F. L. (1982). Two Structural Equation Models: LISREL and PLS Applied to Consumer Exit-Voice Theory. *Journal of Marketing Research*, 19(4), 440-452. <https://doi.org/10.1177/002224378201900406>.

Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2008). Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of financial economics*, 87(1), 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.12.002>

Haunschild, P.R., & Miner, A.S. (1997). Modes of Interorganizational Imitation: The Effects of Outcome Salience and Uncertainty. *Administrative Science Quarterly*, 42, 472-500. <https://doi.org/10.2307/2393735>

Haveman, H. A. and R. J. David (2008). "Ecologists and institutionalists: Friends or foes." *The sage handbook of organizational institutionalism*, 595-573.

Hayes, A. F., & Preacher, K. J. (2010). Quantifying and testing indirect effects in simple mediation models when the constituent paths are nonlinear. *Multivariate Behavioral Research*, 45(4), 627–660. <https://doi.org/10.1080/00273171.2010.498290>

He, H. and Baruch, Y. 2010. Organizational identity and legitimacy under major environmental changes: tales of two UK building societies. *British Journal of Management*. 21 (1), pp. 44-62.

<https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2009.00666.x>

Hendijani Fard M, Arasti Z, Imanipour N, Chitsaz E. (2024). Developing a model for the post-failure social and psychological processes among Iranian entrepreneurs: A narrative research. *Journal of Psychological Science*. 22(132), 2393-2415. <https://doi:10.52547/JPS.22.132.2393>

Hill, J. and Hill (2018). "Fintech and government regulation." *Fintech and the remaking of financial institutions*: 285-314.

Janney, J. J. and T. B. Folta (2023), Signaling through private equity placements and its impact on the valuation of biotechnology firms, *Journal of Business Venturing*, 18(3), 361-380, [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(02\)00100-3](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(02)00100-3).

Judge, T. A., Higgins, C. A., Thoresen, C. J., & Barrick, M. R. (1999). The Big Five personality traits, general mental ability, and career success across the life span. *Personnel Psychology*, 52(3), 621–652. <https://doi.org/10.1111/j.1744-6570.1999.tb00174.x>

- Khatami, S. M., Chitsaz, E., Ahmadpour Daryani, M., & Jaladati, H. M. (2024). Revenue Model and Value Proposition in On-demand Insurtech. *Journal of Business Administration Researches*, 15(34), 141-173. <https://doi.org/10.22034/jbar.2024.19865.4293>
- Kirmanian, A., & Rao, A. R. (2000). No Pain, No Gain: A Critical Review of the Literature on Signaling Unobservable Product Quality. *Journal of Marketing*, 64(2), 66-79. <https://doi.org/10.1509/jmkg.64.2.66.18000>.
- Liu, Y., Ott, M., Goyal, N., Du, J., Joshi, M., Chen, D., Levy, O., Lewis, M., Zettlemoyer, L., & Stoyanov, V. (2019). RoBERTa: A Robustly Optimized BERT Pretraining Approach. ArXiv, abs/1907.11692.
- McCrae, R. R., & Costa, P. T., Jr. (2008). The five-factor theory of personality. In O. P. John, R. W. Robins, & L. A. Pervin (Eds.), *Handbook of personality: Theory and research* (3rd ed., pp. 159–181). The Guilford Press.
- McCrae, R. R., & Costa, P. T. (1987). Validation of the five-factor model of personality across instruments and observers. *Journal of Personality and Social Psychology*, 52(1), 81–90. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.52.1.81>
- Melnikovas, A. (2018). "Towards an Explicit Research Methodology: Adapting Research Onion Model for Futures Studies." *Journal of futures Studies*, December 2018, 23(2): 29–44, [https://doi.org/10.6531/JFS.201812_23\(2\).0003](https://doi.org/10.6531/JFS.201812_23(2).0003)
- Moezzi, A., Chitsaz, E., Ahmadi, M. (2024). Navigating the Future: Understanding Key Success Factors and Challenges in Web 3 Entrepreneurship. *Management Research in Iran*,
- Moissejev, A. (2013). "Effect of social media on crowdfunding project results".
- M. Swan, Blockchain Thinking : The Brain as a Decentralized Autonomous Corporation, in IEEE Technology and Society Magazine, vol. 34, no. 4, pp. 41-52, Dec. 2015, doi: 10.1109/MTS.2015.2494358.
- Ozlati, F., noori fard, Y., Emam verdi, G., Darabi, R., & Hajiha, Z. (2021). Voluntary Disclosure of Non-financial Information, Audit Quality and Their Effects; With Emphasis on Matching Signaling Theory and Legitimacy Theory. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 10(38), 67-86.
- Pollack, J. M., Rutherford, M. W., & Nagy, B. G. (2012). Preparedness and cognitive legitimacy as antecedents of new venture funding in televised business pitches. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(5), 915-939. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00531.x>
- Rao, R. S., Chandy, R. K., & Prabhu, J. C. (2008). The fruits of legitimacy: Why some new ventures gain more from innovation than others. *Journal of Marketing*, 72(4), 58-75.
- Riley, John, G. 2001. "Silver Signals: Twenty-Five Years of Screening and Signaling." *Journal of Economic Literature*, 39 (2): <https://doi.org/432-478>. DOI: 10.1257/jel.39.2.432
- Scott, W. R. (2013). *Institutions and organizations: Ideas, interests, and identities*, Sage publications.
- Song, L. Z., Song, M., & Di Benedetto, C. A. (2011). Resources, supplier investment, product launch advantages, and first product performance. *Journal of Operations Management*, 29(1-2), 86-104. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2010.07.003>
- Spence, M. (1978), *JOB MARKET SIGNALING*, Academic Press, 281-306, <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>.
- Stanko, M. A. and D. H. Henard (2017). Toward a better understanding of crowdfunding, openness and the consequences for innovation. *Research Policy* 46(4): 784-798, <https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.02.003>

- Suchman, Mark C. Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, vol. 20, no. 3, 1995, pp. 571–610. JSTOR, <https://doi.org/10.2307/258788>. Accessed 7 Sept. 2024.
- Suls, J., Green, P., & Hillis, S. (1998). Emotional reactivity to everyday problems, affective inertia, and neuroticism. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 24(2), 127–136. <https://doi.org/10.1177/0146167298242002>.
- Treviño, L. K., den Nieuwenboer, N. A., Kreiner, G. E., & Bishop, D. G. (2014). Legitimizing the legitimate: A grounded theory study of legitimacy work among Ethics and Compliance Officers. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 123(2), 186–205. <https://doi.org/10.1016/j.obhdp.2013.10.009>
- Wang, T., Song, M., & Zhao, Y. L. (2014). Legitimacy and the Value of Early Customers. *Journal of product innovation management*, 31(5), 1057-1075. <https://doi.org/10.1111/jpim.12144>
- Wang, W., Zhu, K., Wang, H., & Wu, Y. C. J. (2017). The impact of sentiment orientations on successful crowdfunding campaigns through text analytics. *IET Software*, 11(5), 229-238.
- Zhang, Yan, and Margarethe F. Wiersema. Stock Market Reaction to CEO Certification: The Signaling Role of CEO Background. *Strategic Management Journal*, vol. 30, no. 7, 2009, pp. 693–710. JSTOR, <http://www.jstor.org/stable/20536072>. Accessed 7 Sept. 2024.
- Zhao, H., & Seibert, S. E. (2006). The Big Five personality dimensions and entrepreneurial status: A meta-analytical review. *Journal of Applied Psychology*, 91(2), 259–271. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.91.2.259>.
- Zimmerman, M.A. and Zeitz, G.J. (2002) Beyond Survival: Achieving New Venture Growth by Building Legitimacy. *Academy of Management Review*, 27, 414-431. <https://doi.org/10.2307/4134387>