

## Unraveling the Secrets to Startup Crowdfunding: Cognitive Legitimacy in Initial Coin Offerings

Hesam Modin Jaladati<sup>1</sup> | Ehsan Chitsaz<sup>2</sup>✉

1. Department of Business Creation, Faculty of Entrepreneurship, University of Tehran, Tehran, Iran. Email: Hesam.jaladati@ut.ac.ir
2. Corresponding Author, Department of Entrepreneurship Development, Faculty of Entrepreneurship, University of Tehran, Tehran, Iran. Email: Chitsaz@ut.ac.ir

### Article Info

**Article type:**  
Research Article

**Article history:**  
Received: 09. 07. 2023  
Revised: 23. 10. 2023  
Accepted: 23. 10. 2023

**Keywords:**  
Blockchain,  
Cryptocurrency,  
Entrepreneurial Financing,  
Organizational Legitimacy,  
Token Offerings.

### ABSTRACT

Securing adequate financial resources is the primary challenge of entrepreneurial ventures in their establishment and growth. Initial coin offering, an innovative entrepreneurial fundraising method, caters to this critical need, but its success depends on acceptance by the public, similar to crowdfunding. Trusting such a radical innovation faces resistance, making the initial coin offering's success, diffusion, and institutionalization contingent on legitimacy and widespread reputation. Although numerous studies have explored the success factors of Initial Coin Offering (ICO), only a few have utilized the potent legitimacy theory in cryptocurrency-based crowdfunding, which bridges societal values and financial technology. Consequently, this research aims to identify and prioritize the cognitive legitimacy sources contributing to the success of blockchain-based business token offerings, essentially examining how startups can gain legitimacy to secure capital successfully. The research is an applied study that adopted a practical and qualitative approach and was carried out through semi-structured interviews with 26 cryptocurrency investors and experts. Data was analyzed through thematic and content analysis methods by adopting the grounded theory coding approach, which led to the identification and prioritization of 13 cognitive legitimacy sources. The results reveal that "extensive information disclosure by the business" and "adequate investor knowledge of the initial coin offerings" are the most legitimizing cognitive legitimacy sources. This study's findings and recommendations offer valuable insights for academic researchers, entrepreneurs, regulators, and digital currency investors.

**Cite this article:** Jaladati, H., & Chitsaz, E. (2023). Unraveling the Secrets to Startup Crowdfunding: Cognitive Legitimacy in Initial Coin Offerings. *Journal of Entrepreneurship Research*, 2 (3), 1-22.



**DOI:** <https://doi.org/10.22034/jer.2023.2006614.1047>

© The Author(s).

**Publisher:** Ilam University Press.

## رمزگشایی تأمین مالی جمعی کسب‌وکارهای نوپا: مشروعیت شناختی عرضه اولیه سکه

حسام‌الدین جلاذتی<sup>۱</sup> | احسان چیت‌ساز<sup>۲</sup>

۱. گروه کسب‌وکار جدید، دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: Hesam.jaladati@ut.ac.ir

۲. نویسنده مسئول، گروه توسعه کارآفرینی، دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: Chitsaz@ut.ac.ir

### چکیده

### اطلاعات مقاله

چالش اصلی راه‌اندازی و توسعه کسب‌وکارهای نوپای خطرپذیر، تأمین منابع مالی مناسب است. عرضه اولیه سکه (بهامهر یا توکن) به‌عنوان یکی از بدیع‌ترین شیوه‌های تأمین مالی کارآفرینانه، پاسخگو این نیاز حیاتی نوآفرینان است، اما موفقیت آن، همچون تأمین مالی جمعی وابسته به پذیرش آحاد مردم است. به‌دلیل مقاومتی که در اعتمادکردن به این نوآوری بنیادین وجود دارد، نه‌تنها موفقیت عرضه اولیه توکن، بلکه گسترش و مردمی‌سازی آن نیز در گرو مشروعیت و کسب اعتبار از مردم است. پژوهشگران متعددی به بررسی علل موفقیت عرضه اولیه بهامهر پرداخته‌اند، اما پژوهش‌های محدودی با رویکرد قدرتمند نظریه مشروعیت در تأمین مالی جمعی مبتنی بر رمزارز صورت‌گرفته که در واقع، به‌عنوان واسطی میان ارزش‌های جامعه و این فناوری مالی است. از این‌رو، هدف این پژوهش شناسایی و اولویت‌بندی منابع مشروعیت‌بخش شناختی است که منجر به موفقیت عرضه اولیه بهامهر کسب‌وکارهای مبتنی بر بلاک‌چین می‌شود. به‌عبارت‌دیگر، استارت‌آپ‌ها چگونه می‌توانند جهت موفقیت در تأمین سرمایه، مشروعیت کسب کنند. پژوهش حاضر از لحاظ هدف، کاربردی با رویکردی کیفی است و از طریق مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با ۲۶ نفر از فعالان و متخصصان حوزه رمزارزها انجام شده است. تجزیه‌وتحلیل داده‌ها با شیوه تحلیل محتوا و مضامین و با رویکرد کدگذاری نظریه‌پردازی داده‌بنیاد انجام شد و ۱۳ منبع مشروعیت شناختی شناسایی و اولویت‌بندی شد. یافته‌های این پژوهش نشان داد که «منتشرکردن اطلاعات زیاد توسط کسب‌وکار درباره خود» و «داشتن دانش کافی سرمایه‌گذار از عرضه اولیه سکه» مشروع‌سازترین منابع مشروعیت شناختی هستند. نتایج و پیشنهادات این پژوهش بینش عمیق و ارزشمندی برای پژوهشگران دانشگاهی، کارآفرینان، قانون‌گذاران و سرمایه‌گذاران ارز دیجیتال ایجاد می‌کند.

### نوع مقاله:

مقاله علمی - پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۱۸

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۲/۰۸/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۸/۰۱

### کلیدواژه‌ها:

عرضه توکن،

مشروعیت سازمانی،

تأمین مالی کارآفرینانه،

فناوری‌های مالی،

رمزارز،

بلاک‌چین.

**استناد:** جلاذتی، حسام‌الدین. و چیت‌ساز، احسان. (۱۴۰۲). رمزگشایی تأمین مالی جمعی کسب‌وکارهای نوپا: مشروعیت شناختی عرضه اولیه سکه. *مجله پژوهش‌های*

*کارآفرینی*، ۲ (۳)، ۱-۲۲.

DOI: <https://doi.org/10.22034/jer.2023.2006614.1047>



© نویسندگان.

ناشر: انتشارات دانشگاه ایلام.

## مقدمه

کسب‌وکارهای نوپای خطرپذیر جدید و نوآورانه نیازمند منابع مالی برای موفقیت هستند (Chitsaz & Bigdeli, 2021) و برای این کار روش‌های متعددی را پیش‌روی خود دارند. از طریق روش تأمین مالی جمعی، کسب‌وکارها می‌توانند با استفاده از سرمایه‌گذاران خرد سرمایه جذب کنند. یکی از مشکلات این نوع تأمین مالی آن است که اغلب امکان مبادله سهام خریداری شده وجود ندارد؛ بنابراین، در سال ۲۰۱۳ روشی نوین برای تأمین مالی استارت‌آپ‌ها به کار گرفته شد که به عرضه اولیه سکه (بهامهر یا توکن) معروف است. این روش شباهت بسیاری با تأمین مالی جمعی به شیوه عرضه سهام دارد، با این تفاوت که امکان مبادله سهام خریداری شده تسهیل شده است. میزان افزایش سرمایه از این روش برای کل سال ۲۰۱۷ حدود ۲/۵ میلیارد دلار بود و فرصت مناسبی را برای نوآفرینان محیا کرده است (Chitsaz et al., 2020). تأمین سرمایه نوآفرینان یکی از موضوعات مهم در تأمین مالی کارآفرینی است. عرضه اولیه بهامهر<sup>۱</sup> (ICO) به‌عنوان یک مکانیزم جدید برای تأمین سرمایه نوپاهای خطرپذیر، توسط پژوهشگران متعددی مورد مطالعه قرار گرفته است. این شیوه بدیع از فناوری دفترکل توزیع‌شده<sup>۲</sup> (DLT) مبتنی بر فناوری بلاک‌چین بهره می‌گیرد. در این شیوه نوپاهای خطرپذیر با فروش توکن به گروهی از سرمایه‌گذاران خرد، سرمایه جذب می‌کنند (Swan, 2015; Zeinali et al., 2022). علی‌رغم شباهت زیاد عرضه اولیه بهامهر با تأمین مالی جمعی، یکی از ویژگی‌های متمایزکننده آن، استفاده از فناوری دفترکل توزیع‌شده است که برای صدور توکن‌ها مورد نیاز است و هسته مرکزی این نوآوری است. فناوری دفترکل توزیع‌شده و به‌طورخاص فناوری بلاک‌چین، یک نوآوری فناورانه انقلابی است (Fisch, 2019). پژوهش‌های بسیاری به شناسایی علل موفقیت عرضه اولیه بهامهر پرداخته‌اند (Adhami et al., 2018; Lyandres et al., 2022; Myalo & Glukhov, 2019; Roosenboom et al., 2020). تمرکز برخی از پژوهش‌های این حوزه بر روی مشخصات و ویژگی‌های اعضای تیم و مؤسسان نوپاهای خطرپذیری است که از این طریق به تأمین مالی پرداخته‌اند (An et al., 2019; Momtaz, 2021) یا بر روی عوامل مرتبط با عرضه اولیه بهامهر همچون سپیدنامه<sup>۳</sup> (Bourveau et al., 2022; Chitsaz et al., 2020; Fisch, 2019) یا بر روی عوامل مرتبط با کسب‌وکار بوده است (Cerchiello et al., 2019; Chitsazan et al., 2022; Giudici & Adhami, 2019; Perez et al., 2020).

از سویی تمرکز نظری اغلب پژوهش‌های پیشین مرتبط با عرضه اولیه بهامهر بر روی بهره‌گیری از نظریه سیگنالینگ یا علامت‌دهی است. علی‌رغم این‌که نظریه علامت‌دهی نقش مهمی در حوزه‌های مختلف ادبیات مدیریت، از جمله مدیریت استراتژیک، کارآفرینی و مدیریت منابع انسانی دارد؛ اما پاسخ‌گوی نیاز فعلی این حوزه نیست؛ چرا که عرضه اولیه بهامهر از زمان پیدایش تا به حال، دچار تحولات و دگرگونی‌های قابل‌توجهی شده است. پژوهشگران از نظریه علامت‌دهی در توضیح تأثیر عدم‌تقارن اطلاعاتی در طیف گسترده‌ای از زمینه‌های پژوهشی مانند سرمایه‌گذاران خطرپذیر (Busenitz et al., 2005)، سرمایه‌گذاران فرشته (Elitzur & Gavius, 2003) و تأمین مالی جمعی (Ahlers et al., 2015) استفاده کرده‌اند. همچنین، با استفاده از این نظریه پیشبردهای قابل‌توجهی در زمینه عوامل موفقیت و شکست تأمین مالی به شیوه عرضه اولیه بهامهر رخ داده است، اما ایراد کلیدی وارد به این نظریه، امکان دست‌کاری سیگنال‌ها یا علامت‌ها توسط کارآفرین است؛ چرا که کارآفرین می‌تواند علامت‌ها را به‌نحوی تنظیم نماید که نشان از موفقیت عرضه اولیه بهامهر و باب میل سرمایه‌گذار باشد. به‌واسطه همین موضوع تعداد کلاهبرداری‌هایی که از طریق عرضه اولیه بهامهر انجام شده، رو به فزونی است. در نتیجه برای منتفع کردن تمام ذی‌نفعان، نیاز به نظریه‌ای وجود دارد که کمتر قابل دست‌کاری باشد، تا هیچ‌یک از طرفین دچار خسران نگردند.

<sup>1</sup> Initial Coin Offering (ICO)

<sup>2</sup> Distributed Ledger Technology (DLT)

<sup>3</sup> Whitepaper

از سوی دیگر تأمین مالی جمعی و عرضه اولیه بهامهر نمایانگر یک نوآوری در امور مالی کارآفرینی هستند. هر دو این شیوه‌ها شباهت زیادی به یکدیگر دارند و با آحاد مردم ارتباط نزدیک دارند، لذا انتشار و توسعه چنین نوآوری‌هایی در ارتباط تنگاتنگ با عموم مردم است. علی‌رغم سودمندی قابل‌ملاحظه تأمین مالی جمعی، چه به شیوه سنتی چه مبتنی بر بلاک‌چین، چالش‌هایی در پذیرش آن توسط جامعه وجود دارد. در واقع، به‌واسطه نوآوری بنیادینی<sup>۱</sup> که این شیوه‌های تأمین مالی دارند، مقاومت و بدبینی گسترده‌تری نسبت به آن از سوی جامعه وجود دارد؛ بنابراین، عرضه اولیه بهامهر با ادبیات تغییرات نهادی سازگاری قابل‌توجهی دارد؛ چرا که موفقیت آن در گرو مردمی‌سازی و پذیرش آن توسط مشارکت‌کنندگان است (Battilana et al., 2002; Greenwood et al., 2009). لذا جهت درک علت گسترش یا عدم‌گسترش این نوآوری، می‌توان آن را از منظر نهادی مورد بررسی قرار داد؛ منظر نهادی تکیه بر دو رکن کارآفرینی نهادی و مشروعیت نهادی دارد (Lewis et al., 2021).

علی‌رغم افزایش محبوبیت عرضه اولیه بهامهر، این نوآوری به‌صورت کامل نهادینه نشده است. با وجود این که کارآفرینی نهادی به‌طور مستقیم در تأمین مالی با این شیوه مشارکت ندارد، اما چون کارآفرین به‌عنوان عامل مشروعیت در نظر گرفته می‌شود، بررسی مشروعیت، پیامدهایی بر کارآفرینی نهادی دارد (Tina Dacin et al., 2002). کارآفرینی نهادی با زمینه‌های اجتماعی در ارتباط تنگاتنگ است و در دل آن قرار دارد (Battilana et al., 2009; Kostova et al., 2008)، به‌همین دلیل، بررسی کارآفرینی نهادی در برخی زمینه‌های اجتماعی، فرای حوزه، صنعت و موقعیت، دشوارتر است. نظریه نهادی رویکردی قدرتمند جهت بررسی تغییرات، نوآوری و انتشار نوآوری و تغییرات است (DiMaggio & Powell, 1983). به‌دلیل این که نوآوری‌های بنیادین با مقاومت بیشتری نسبت به نوآوری‌های ناشی از تخریب خلاق مواجه هستند (به‌ویژه زمانی که ساختار پیشین را دچار تغییر و تحول می‌کند) (Micelotta et al., 2017)، جهت کسب مشروعیت و نهادینه‌سازی آن، نیاز به استفاده از نظریات کارآفرینی نهادی می‌باشد (Battilana et al., 2009). ساختار مشروعیت - یعنی مناسب بودن آن نهاد در آن زمینه اجتماعی - هسته کارآفرینی نهادی است (Tost, 2011)؛ همچنین، اعتبار در مطالعات نهادی به‌منزله مشروعیت نهاد است که خود منجر به پذیرش اجتماعی می‌شود (Bitektine & Haack, 2015; Haack & Sieweke, 2018, 2020; Tost, 2011). عرضه اولیه بهامهر به‌عنوان یک شیوه نوظهور، کمتر درک‌پذیر است و از سویی مشروعیت - یعنی عملی که به‌عنوان یک واقعیت اجتماعی مسلم و بدون تردید در نظر گرفته می‌شود (Suchman, 1995) - کمتری نیز دارد. به‌دلیل این که تغییرات نهادی بنیادین، در تضاد با این اصل است، لذا این نوآوری بنیادین، فاقد مشروعیت است.

پژوهش‌های پیشین به‌کرات علل موفقیت عرضه اولیه بهامهر را بررسی کرده‌اند (Chitsazan et al., 2022). اما پژوهش‌های چندانی درباره مشروعیت آن‌ها که در واقع به‌عنوان رابطی میان جامعه و عرضه اولیه بهامهر عمل می‌کند، انجام نشده است. این موضوع یکی از خلأهای پژوهشی است؛ چرا که این شیوه تأمین مالی با جمعیت زیادی از مردم ارتباط مستقیم دارد و رکن اصلی موفقیت آن، توجه به ارزش‌های مخاطبان و مردمی‌سازی آن است. مک‌کنی و همکاران (McKenny et al., 2017) خلأهای موجود در پژوهش‌های تأمین مالی جمعی را بررسی کردند؛ به اعتقاد آنان نظریات میان‌رشته‌ای در این حوزه به شکل محدودی به‌کار گرفته شده است و پرسشی را به‌عنوان خلأ در این زمینه مطرح کرده‌اند که تاکنون پاسخ قابل‌توجهی به آن داده نشده است: «سنت‌های فرهنگی چگونه بر ادراک مشروعیت تأمین مالی جمعی تأثیر می‌گذارد؟»

از این‌رو بررسی عرضه اولیه بهامهر با لنز مشروعیت می‌تواند موجب پخش، انتشار و یا مردمی‌سازی آن شود؛ برای مثال، در پژوهش‌های مشابهی که در زمینه تأمین مالی جمعی صورت گرفته، تراکم بالای تأمین مالی جمعی انجام‌شده، به‌عنوان یک عامل محیطی مشروعیت‌زا نقش ایفا کرده است (Tost, 2011)، در واقع، تراکم کارزارهای موفق تأمین مالی جمعی انجام‌شده

<sup>1</sup> Radical Innovation

<sup>2</sup> Campaign

در گذشته، می‌تواند منجر به افزایش انطباق‌پذیری جمعیت آن منطقه با کارزارهای جدید شود (Lewis et al., 2021). در نهایت، می‌توان گفت موفقیت و مردمی‌سازی عرضه اولیه به‌مأمهر متکی به مشروعیت سازمان است و مادامی که این نوآوری از منظر مخاطبان ساده و قابل‌فهم نباشد، گسترش آن نیز دچار چالش‌های فراوانی است. در نتیجه این پژوهش به شناسایی و اولویت‌بندی منابع مشروعیت‌بخش شناختی که در موفقیت عرضه اولیه به‌مأمهر کسب‌وکارهای مبتنی بر بلاک‌چین مؤثر است، می‌پردازد. به‌عبارت دیگر، نوپاهای خطرپذیر چگونه می‌توانند جهت موفقیت در تأمین مالی مشروعیت شناختی کسب کنند.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تأمین مالی مناسب نقش مهمی در راه‌اندازی و توسعه نوآفرین‌ها دارد، اما نوپاهای خطرپذیر به‌دلیل نداشتن سوابق مالی و عملیاتی قابل‌توجه از اعتبار کافی برخوردار نیستند و نسبت به بنگاه‌های بزرگ با مشکلات متعددی در تأمین مالی وجوه مورد نیازشان مواجه هستند (Cassar, 2004; Chitsazan et al., 2017). این کسب‌وکارهای نوپا برای فائق آمدن بر این مسئله رو به تأمین مالی از طریق شیوه‌های کارآفرینانه، همچون تأمین مالی خودراه‌انداز<sup>۱</sup>، سرمایه‌گذاران خطرپذیر، سرمایه‌گذاران فرشته، دریافت وام بانکی و یا استفاده از خرده سرمایه‌گذاران می‌آورند. هرچند بیش‌تر مطالعات مالی کارآفرینی بر تأمین مالی خارجی متمرکز شده است، اما نوآفرین‌ها به‌دلیل ریسک بالای ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی، دسترسی محدودی به این منابع تأمین مالی دارند (Parkin, 2010)؛ همچنین، در صورت جذب سرمایه از این طرق یا سهام زیادی را از دست می‌دهند (کاهش استقلال کارآفرینان) (Chitsazan et al., 2017)، یا درگیر نرخ‌های بالای بازگشت سرمایه می‌شوند (Denis, 2004)؛ بنابراین، استفاده از روش‌های تأمین مالی مدرن، به‌ویژه برای نوآفرین‌ها می‌تواند بسیار مفید و کارا باشد.

تأمین مالی جمعی ریشه در مفهومی جامع‌تر با عنوان «جمع‌سپاری منابع» دارد (Howe, 2009). جمع‌سپاری مالی به‌علت هزینه پایین و بالا بودن سرعت تأمین سرمایه یکی از مهم‌ترین منابع است. تأمین مالی جمعی روشی است که بنیان‌گذاران نوپاهای خطرپذیر می‌توانند با استفاده از سرمایه‌گذاران خرد و مشارکت کوچک و یا بزرگ آن‌ها برای ایده‌های نوآورانه خود سرمایه جذب کنند (Chitsazan et al., 2019; Moezzi et al., 2023).

در دنیای هوشمند امروز، فناوری بلاک‌چین یکی از ابزارهای اساسی برای تعریف اقتصاد دیجیتال به‌شمار می‌آید. بلاک‌چین شبکه همتابه‌همتایی از دفاترکل است که کاملاً توزیع شده، مشترک و تغییرناپذیر است (Etemadi & Yadollahi Farsi, 2023). این فناوری فرآیند ثبت تراکنش‌ها و ردگیری دارایی‌ها را از طریق یک واحد نرم‌افزاری تسهیل می‌کند. بلاک‌چین خلاصه به بیت‌کوین نمی‌شود و دامنه گسترده‌ای را در برمی‌گیرد. در واقع، بنیاد زیرساختی نرم‌افزارهای کاربردی، مانند بیت‌کوین است (Jaladati & Chitsaz, 2021). برای مثال، با استفاده از اتریوم و استاندارد ERC-20 آن، هرکسی می‌تواند بدون ساخت بلاک‌چین جدید، برای خود توکن ایجاد کند (Luu et al., 2016)؛ بنابراین، ممکن است به‌وسیله عملیات تولید به‌مأمهر روی بستر بلاک‌چین، رویکرد کارآفرینی که وابستگی زیادی به منابع مالی دارد، متحول شود (Y. Chen, 2018).

توکن یا به‌مأمهر رمزازی است که روی شبکه بلاک‌چین رمزازر دیگری ساخته و اجرا می‌شود و خود به‌صورت منحصربه‌فرد بلاک‌چین مستقلی ندارد (Tschorsch & Scheuermann, 2016). معمولاً توکن‌ها از طریق عرضه‌های اولیه که نوعی مکانیسم جذب سرمایه است ایجاد و توزیع می‌شوند (Y. Chen, 2018). یک کارزار تأمین سرمایه به روش عرضه اولیه سکه عملکردی مشابه با روش تأمین مالی جمعی دارد و هر دو به جذب سرمایه خرد یا بزرگ از همه افراد می‌پردازند و قابلیت خریداری از تمام نقاط دنیا را دارند و به مرزهای جغرافیایی محدود نمی‌شوند، اما یک تفاوت تعیین‌کننده بین به‌مأمهرهای خریداری

<sup>۱</sup> Bootstrapping

شده در عرضه اولیه بهامهر با روش تأمین مالی جمعی سنتی وجود دارد و آن هم قابلیت نقدشوندگی آن است (K. Chen, 2019)، زیرا بهامهرها یا سکه‌های مجازی که در عرضه اولیه سکه خریداری می‌شوند به راحتی با سایر بهامهرها و رمزارزها در تمامی نقاط دنیا تعویض پذیر هستند (Y. Chen, 2018). در جدول ۱، مقایسه‌ای میان عرضه اولیه بهامهر و سایر شیوه‌های تأمین مالی آورده شده است.

جدول ۱. مقایسه عرضه اولیه بهامهر و سایر شیوه‌های تأمین مالی (Momtaz, 2020)

نوع تأمین مالی	عرضه اولیه بهامهر	تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش	تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام	سرمایه‌گذاران خطرپذیر	عرضه اولیه سهام
مرحله کسب‌وکار	در تمام مراحل کسب‌وکار	مرحله محصول اولیه	مراحل ابتدایی	مراحل میانی	مرحله بلوغ
شیوه عرضه سرمایه‌گذاران	به صورت توکن همه افراد	به صورت محصول سرمایه‌گذاران اولیه و پیش‌گام	به صورت سهام همه افراد	به صورت سهام سرمایه‌گذاران صندوق	به صورت سهام همه افراد
انگیزه سرمایه‌گذاران	مالی و غیرمالی	مالی و غیرمالی	مالی و غیرمالی	مالی	مالی
مقادیر سرمایه‌گذاری	> \$100K	\$1K - \$150K	\$100K - \$2M	\$500K - \$10M	> \$10M
هزینه‌های دادوستد	کم	کم	کم	متوسط	زیاد
نحوه ارائه اطلاعات	سپیدنامه	توضیحات پروژه	طرح کسب‌وکار	طرح کسب‌وکار	اسناد قانونی
میزان مقررات	کم	کم	کم	متوسط	زیاد
میزان نقدشوندگی	زیاد	کم	کم	کم	زیاد
حق رأی	خیر	خیر	خیر	بله	بله
مکانیسم خروج سرمایه	امکان نقدشوندگی توکن‌ها	ادغام و تملیک یا IPO	ادغام و تملیک یا IPO	ادغام و تملیک یا IPO	دادوستد سهام

عرضه اولیه بهامهر فرآیندی است که با بهره‌گیری از ظرفیت‌های فناوری بلاک‌چین و رمزارزها، سرمایه مورد نیاز پروژه‌ها را تأمین می‌کند. در واقع، عرضه اولیه سکه یک عرضه عمومی و بین‌المللی است که به منظور جذب سرمایه عمومی و تأمین مالی یک پروژه از آن استفاده می‌شود (Jaladati & Chitsaz, 2022a). عرضه‌های توکن با عرضه رمزارزها در ازای پول‌های کاغذی<sup>۱</sup> مثل دلار یا یورو یا ارزهای رمزنگاری شده دیگر، مثل بیت‌کوین یا اتری، به نوافرین‌ها کمک می‌کنند تا برای پروژه‌های خود سرمایه جمع کنند (Adhami et al., 2018; Fisch, 2019). عرضه اولیه بهامهر به طور معمول در فضای وب و رسانه‌های اجتماعی از طریق ارائه «سپیدنامه» به سرمایه‌گذاران معرفی می‌شود (Chitsaz et al., 2020).

این نوع تأمین سرمایه به دلیل نوآوری بالایی که دارد، چالش‌هایی را از بُعد ناشناختگی کامل فرآیندها توسط سرمایه‌گذاران، برای سرمایه‌گذاری روی سکه یا بهامهر عرضه شده ایجاد می‌کند. در واقع، دو بُعد تازگی و پیچیدگی روی نحوه تکامل فناوری بنیادی بلاک‌چین و کاربرد آن در کسب‌وکار تأثیر می‌گذارد (Jaladati & Chitsaz, 2022b). در نهایت، می‌توان نتیجه گرفت که برای شروع باید روی این مسئله تمرکز کرد که چگونه این فناوری بدیع و پیچیده را می‌توان از طریق مشروع‌سازی آن برای تمامی ذی‌نفعان قابل فهم و استفاده کرد.

<sup>۱</sup> Fiat currency

## مشروعیت سازمانی

مشروعیت، ادراک یا فرضی تعمیم‌یافته مبنی بر این است که کنش‌های یک موجودیت در سیستمی از هنجارها، ارزش‌ها، اعتقادات و تعریف‌هایی که به‌طور اجتماعی ساخته شده، مطلوب و مناسب هستند یا خیر. هنگامی که مشروعیت تعمیم یا گسترش می‌یابد، در مقابل رویدادهای خاص تاب‌آور می‌شود؛ با این وجود بستگی به تاریخچه یا موضوع آن رویداد نیز دارد. بدین معنا که یک سازمان ممکن است بعضی اوقات از هنجارهای اجتماعی فاصله بگیرد، اما با این وجود مشروع باقی بماند؛ چرا که این انحراف‌ها موردی تلقی می‌شوند. نکته دوم در این تعریف این است که مشروعیت، ادراک یا فرض مخاطبان سازمان است. در واقع، مشروعیت نشان‌دهنده واکنش مخاطبان سازمان است، یعنی آن‌گونه که مخاطبان سازمان را می‌بینند. مشروعیت برساخته جامعه است، بدین معنا که منعکس‌کننده یک هم‌گرایی بین رفتارهای یک موجودیت مشروع (سازمان) و عقاید مشترک (یا مشترک فرض شده) برخی گروه‌های اجتماعی است؛ بنابراین، مشروعیت وابسته به مخاطب جمعی است و مستقل از مخاطبان خاص است (Díez-de-Castro et al., 2018). مشروعیت نهفته در نگاه مخاطب بوده، لذا بر اساس قضاوت مخاطبان سازمان، اعطا یا انکار می‌شود (Zimmerman & Zeitz, 2002). مخاطبان دارای قدرت یا گروه‌های ذی‌نفع (ذی‌نفعان) کسانی هستند که قدرت یا توانایی اعطای مشروعیت را دارند. مشروعیت یک مفهوم متکثر است، بدین معنا که ممکن است سازمان برای یک گروه مشروعیت داشته باشد و برای گروهی دیگر مشروعیت نداشته باشد. اساس این قضاوت‌ها، نظام ارزش‌های مخاطبان بوده که در اجتماع شکل گرفته است (Díez-de-Castro et al., 2018)؛ بنابراین، سازمان‌ها باید به دنبال یافتن گروه‌های مرتبط با کسب‌وکارشان بوده و معیارهای آن گروه‌ها را برای قضاوت از مشروعیت شناسایی کنند (Deephouse, 1996).

موضوع اصلی در مورد مفهوم مشروعیت این است که مشخص شود: «مشروعیت یک سازمان ناشی از چیست؟» سوچمن (Suchman, 1995) معتقد است که منابع مشروعیت فقط محدود به گروه خاصی از افراد نیست. برخی پژوهشگران منبع اصلی مشروعیت را جامعه در نظر گرفته‌اند (Hannan et al., 1995) و برخی دیگر از داده رسانه‌ها برای سنجش مشروعیت سازمان استفاده کرده‌اند (Bansal & Clelland, 2004; Pollock & Rindova, 2003)؛ بنابراین، پاسخ این پرسش، بستگی به تمرکز یا رویکرد پژوهش دارد. شاید جهان‌شمول‌ترین رویکردی که می‌توان برای تشخیص منابع مشروعیت یک سازمان در نظر گرفت، این باشد: «مشروعیت یک سازمان توسط مشاهده‌گران آن تعیین می‌شود. در واقع، مخاطبان به ارزیابی میزان مطابقت سازمان با استانداردها و الگوهای مشخصی می‌پردازند و مشروعیت سازمان را قضاوت می‌کنند» (Díez-de-Castro et al., 2018).

مشروع بودن سازمان یک شرط ضروری برای دسترسی آسان به منابع، بازارهای انحصاری و بقای طولانی مدت است (Brown, 1998). برخی دیگر از پژوهشگران نیز، مشروعیت را عامل کلیدی بقای موفقیت‌آمیز می‌دانند (He & Baruch, 2010; Zimmerman & Zeitz, 2002)؛ بنابراین میان پژوهشگران مختلف روی این فرآیند که زیرممن و زیتز (Zimmerman & Zeitz, 2002) ارائه داده‌اند و در شکل ۱، نشان داده شده است، اتفاق نظر وجود دارد.



شکل ۱. فرآیند کسب مشروعیت تا موفقیت کسب‌وکار

مجموعه‌ای از اقدامات (استراتژی‌ها) منجر به کسب مشروعیت سازمان می‌شود، مشروعیت منجر به دسترسی به منابع استراتژیک و دسترسی به این منابع ضروری، امکان بقا و رشد کسب‌وکار را محیا می‌سازد (Figuroa et al., 2018).

(Zimmerman & Zeitz, 2002). علاوه بر این، مشروعیت ممکن است بر سایر شاخص‌های عملکرد کسب‌وکار، مانند ارزش عرضه عمومی اوراق بهادار (Pollock & Rindova, 2003)، قیمت سهام (Zuckerman, 2000)، ریسک بازار سهام (Bansal & Clelland, 2004)، یا حمایت ذی‌نفعان (Choi & Shepherd, 2005) تأثیر بگذارد. اهمیت مطابقت سازمان با انتظارات اجتماعی برای به‌دست آوردن و حفظ مشروعیت رو به فزونی است و بر همگان روشن شده است (Brønn & Vidaver-Cohen, 2009). در واقع، وقتی اهدافی که سازمان دنبال می‌کند با ارزش‌های جامعه همخوانی داشته باشد، مشروعیتی کسب می‌کند که به آن امکان دسترسی به منابع کمیاب را می‌دهد. در نهایت، به‌طور خلاصه می‌توان گفت، عمر و بقای طولانی کسب‌وکار در گرو مشروعیت حاصل از تطبیق با فشارها و شرایط محیطی و اقداماتی در چارچوب هنجارها و ارزش‌های اجتماعی است و کسب‌وکارهایی که چنین رفتاری نداشته‌باشند، محکوم به انحلال هستند (Zaheer, 2017) و برای سازمان‌هایی با مشروعیت کمتر، جذب کارکنان، عرضه‌کنندگان، توزیع‌کنندگان و سرمایه‌گذاران دشوارتر خواهد بود (He & Baruch, 2010).

### مشروعیت شناختی

وقتی به مفهوم مشروعیت شناختی سازمان پرداخته می‌شود، مشروعیت سازمان در گرو درک و ارزیابی گروه‌ها یا مخاطبان آن سازمان است (Aldrich & Fiol, 1994). هر چه اطلاعات مخاطبان از سازمان بیشتر باشد، سازمان قابل درک‌تر خواهد بود و مخاطبان معیارهای بهتری برای قضاوت در مورد مشروعیت سازمان و تعریف آن سازمان به‌عنوان مناسب و قابل درک خواهند داشت (Suchman, 1995).

در صورت کم‌بودن اطلاعات در مورد سازمان، ذی‌نفعان اطلاعات قابل اعتماد و غیرمستقیم را جایگزین نمادها و علامت‌هایی می‌کنند که نشانه‌های مستقیم مشروعیت سازمان است. مشروعیت شناختی بستگی به تفسیری که مخاطبان از نمادها<sup>۱</sup>، کلمات، نشانه‌ها<sup>۲</sup> و حرکاتی<sup>۳</sup> که سازمان از خود به نمایش می‌گذارد، دارد (Scott, 2013). این نمادها بسیار متنوع هستند، از قبیل وجود رهبران برجسته و شناخته‌شده اجتماعی، توجه مطلوب دولت‌ها، روابط نزدیک با نهادهای مالی مهم، رشد معنادار سازمان یا داشتن ساختار شرکتی مناسب و موارد بسیار دیگری؛ وقتی این نمادها نمایان شوند، ذی‌نفعان برای آن سازمان مشروعیت قائل خواهند شد (Díez-de-Castro et al., 2018).

تفسیر مخاطبان از مناسب بودن پدیده‌ها، ناشی از مفاهیم مشترک میان آن‌ها یعنی چارچوب‌های اجتماعی، نظام اعتقادات و پیش‌فرض‌ها است (Scott, 2013)؛ بنابراین، مشروعیت شناختی، معمولاً از الگوهای فرهنگی موجود نشأت می‌گیرد؛ زیرا این الگوهای فرهنگی هستند که تعریفی از فعالیت و تلاش‌های قابل قبول که یک سازمان می‌تواند انجام دهد، ارائه می‌دهند. در واقع، فعالیت‌های یک سازمان در بستر الگوهای فرهنگی باید قابل پیش‌بینی، معنادار و جذاب باشد. دقیقاً به همین دلیل، اهلستروم (Ahlstrom, 2001) این نوع مشروعیت را «مشروعیت فرهنگی» نامیده است. منابع مشروعیت شناختی که اغلب در ادبیات به آن‌ها اشاره می‌شود «قابل درک بودن» و «مسلم بودن» است. تشریح این دو مفهوم در ادامه ارائه شده است.

**قابل درک بودن سازمان:** مخاطبان باید همه ابعاد سازمان، مانند ساختار، روش انجام کار، فرآیندها، شیوه رشد و محل استقرار را درک کنند. در واقع، مخاطبان تنها زمانی به یک سازمان مشروعیت شناختی اهدا می‌کنند که با آن سازمان آشنا باشند، دانشی که آن سازمان استفاده می‌کند را درک و از محصولات و خدمات آن استفاده کنند؛ بنابراین، سازمان‌ها برای بهبود ادراک مخاطبان، سیاست‌های ارتباطی و اطلاعاتی را توسعه می‌دهند.

<sup>1</sup> Symbols

<sup>2</sup> Signs

<sup>3</sup> Gestures

**مسلم بودن سازمان:** در صورت سازگاری و قرارگیری سازمان در الگوهای فرهنگی مخاطبان، سازمان از نظر آن‌ها ارزشمند، پیش‌بینی‌پذیر و جذاب خواهد بود. به عبارت دیگر، اگر سازمان به گونه‌ای رفتار کند که به طور کامل در چارچوب‌های فرهنگی مخاطبان قرار گیرد و مخاطبان نتوانند رفتار مناسب‌تری را شناسایی کنند، بهانه‌ای برای اعطای مشروعیت وجود نخواهد داشت و اهدای مشروعیت شناختی به سازمان اجتناب‌ناپذیر می‌شود (Suchman, 1995). مشروعیت شناختی ارتباط تنگاتنگی با هویت و تصویری دارد که مخاطبان از ظرفیت، ثبات و انسجام سازمان دارند و با این چارچوب به سنجش مشروعیت سازمان می‌پردازند.

در نهایت، می‌توان به نقش و اهمیت مشروعیت در این شیوه تأمین مالی تأکید کرد و اذعان داشت، همراه کردن بخش کوچکی از مردم می‌تواند منجر به همراهی بخش بزرگی از افراد شود و کلید دستیابی به این مهم کسب مشروعیت است. علی‌رغم اهمیت مشروعیت برای سازمان‌هایی که به دنبال جذب منابع مالی از طریق عرضه اولیه بهامهر هستند، پژوهش‌های اندکی در این زمینه انجام شده است. لذا مبنای نظری این پژوهش، نظریه مشروعیت سازمانی است و به این پرسش می‌پردازد که منابع مشروعیت بخش شناختی مؤثر بر موفقیت عرضه اولیه بهامهر چیست؟ لازم به ذکر است، نظریه مشروعیت لنز یا رویکرد مناسبی برای بررسی موضوعاتی است که از تازگی و پیچیدگی بالایی برخوردار هستند؛ زیرا از طریق ابعاد این نظریه می‌توان نوآوری‌های بنیادینی مثل عرضه اولیه بهامهر را برای عموم مردم جامعه، قابل‌پذیرش و مشروع ساخت.

### پیشینه پژوهش

مشروعیت هنگامی به دست می‌آید که ذی‌نفعان (مخاطبان خارجی و داخلی سازمان که تحت تأثیر خروجی‌های سازمان هستند) از هدف‌ها و فعالیت‌های سازمان پشتیبانی نموده و آن‌ها را تأیید کنند؛ این امر متضمن اثربخشی و بقای سازمان است. از سوی دیگر اگر ذی‌نفعان از کنش‌های سازمان ناراضی باشند، ممکن است دست از حمایت و پشتیبانی از فعالیت‌های آن بردارند (Elsbach & Sutton, 1992).

جدول ۲. خلاصه مطالعات درباره تأثیر نقش مشروعیت بر کسب‌وکار

پژوهشگر	نقش مشروعیت
(Singh et al., 1986)	بقا سازمان‌های غیردولتی
(Hannan & Carroll, 1992)	بقای سازمان‌ها
(Deephouse, 1996)	بازده دارایی (ROA) بانک‌ها از منظر مشروعیت نظارتی
(Zuckerman, 1999, 2000)	کاهش احتمال تنزل قیمت سهام ناشی از عدم مشروعیت
(Pollock & Rindova, 2003)	
(Higgins & Gulati, 2003, 2006)	جذب منابع بیشتر در عرضه اولیه سهام
(Deeds et al., 2004)	
(Deephouse & Carter, 2005)	بهبود بازده دارایی شرکت‌ها
(Barreto & Baden-Fuller, 2006)	کاهش سود شرکت به واسطه مشروعیت جعلی
	تسهیل جذب منابع مالی خارجی
(Toimikoski & Newbert, 2007)	تسهیل بقای شرکت‌های نوظهور
	تسهیل اولین فروش
(Pollack et al., 2012)	افزایش احتمال تأمین مالی نوباهای خطرپذیر

معیارهای مختلفی برای ارزیابی مشروعیت وجود دارد، همچون دولتی (Cashore, 2002) یا خصوصی (Kuilman & Li, 2009) بودن سازمان بر قضاوت مشروعیت توسط مخاطبان تأثیرگذار است. همچنین، رویکرد نظری مورد استفاده برای سنجش وضعیت مشروعیت سازمان می‌تواند بر اساس شهود (Ortiz & Behm-Morawitz, 2015)، اطلاعات (Deephouse &

(Carter, 2005) یا بر اساس ترکیب هر دو باشد (Ashforth et al., 2007). داخلی یا خارجی بودن ذی‌نفعانی که به سازمان‌ها مشروعیت می‌بخشند نیز بر ارزیابی مشروعیت اثرگذار است. ذی‌نفعان خارجی می‌توانند آژانس‌های صدور مجوز، آژانس‌های تأمین مالی، نهادهای حرفه‌ای و تخصصی، اتحادیه‌های صنفی یا کارگری، گروه‌های تجاری، افکار عمومی (Bansal & Clelland, 2004; Bitektine, 2011; Deephouse, 1996; Díez Martín et al., 2010; Pollock & Rindova, 2003)، مصرف‌کنندگان، تأمین‌کنندگان و سرمایه‌گذاران (Certo, 2003; H. Rao et al., 2001; R. S. Rao et al., 2008) باشند. اگرچه مشروعیت ناشی از ذی‌نفعان داخلی، مانند کارگران، مدیران، متخصصان، کارکنان و... کمتر بررسی شده است، اما گاهی اوقات مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است (Díez-Martín et al., 2013). در جدول ۲، خلاصه‌ای از نتایج پژوهش‌های پژوهشگران درباره نقش مشروعیت در کسب‌وکار ارائه شده است.

وقتی یک موجودیت<sup>۱</sup> دارای مشروعیت باشد، به‌عنوان یک واقعیت اجتماعی پذیرفته می‌شود. به‌عبارت‌دیگر، مورد تجزیه و تحلیل افراد قرار نمی‌گیرد و به‌عنوان بخشی از پیشینه مشروع اجتماعی در نظر گرفته می‌شود. در مقابل، زمانی که فاقد مشروعیت باشد، بنابر اقتضای شرایط، مورد ارزیابی فعال مخاطبان قرار می‌گیرد؛ در واقع، موافقان مشروع بودن به توجیه و مناسب بودن آن موجودیت می‌پردازند و مخالفان مشروعیت، آن موجودیت را به منصفه نقد می‌گذارند؛ بدین ترتیب، مشروعیت آن موجودیت به شکلی پویا به مناقشه گذاشته می‌شود (Bitektine & Haack, 2015). برای حل این مناقشه، افراد وارد صحنه می‌شوند و شروع به انجام فعالیت‌هایی برای مشروعیت‌بخشی یا رد مشروعیت می‌کنند. این پشتیبانان می‌توانند به آموزش و پشتیبانی بپردازند که آن واقعه را قابل فهم‌تر نمایند تا توسط مخاطبان به آن موجودیت مشروعیت اهدا شود. از دیگر منابع مشروعیت، کنفرانس‌ها هستند که با به بحث‌گذاری آن نوآوری، به اشاعه ساختار جدید (نوآوری) می‌پردازند؛ در مقابل تحریم‌هایی که آن مسئله (نوآوری) را در معرض اتهام قرار می‌دهند، موجب سلب مشروعیت می‌شوند. گاهی اوقات نیز انجمن‌ها شروع به رایزنی جهت قانون‌گذاری آن مسئله (نوآوری) می‌کنند تا از این طریق سد راه تحریم‌ها شوند (Lawrence & Suddaby, 2006). از دیگر بازیگران اثرگذار می‌توان به دولت‌ها (از طریق وضع قوانین) (Bitektine & Haack, 2015)، دانشگاه‌ها (از طریق پژوهش و فعالیت‌های علمی) (Nicholls, 2010) و رسانه‌ها (از طریق قراردادن مخاطب در معرض آن موضوع) (Pollock & Rindova, 2003) اشاره کرد. همان‌طور که گفته شد، مشروعیت مدام در جریان است و حل و فصل نشدنی است، زیرا همواره تمام ذی‌نفعان با آن موضوع همراهی نمی‌کنند و از نظر برخی از آن‌ها مورد تأیید قرار نمی‌گیرد و در جهت رد مشروعیت آن به فعالیت‌هایی می‌پردازند (DiMaggio & Powell, 1983). در واقع، مشروعیت از نگاه هر یک از ذی‌نفعان معیارهای ناهمگونی دارد (Lounsbury, 2007)؛ لذا مشروعیت یک موضوع واحد، می‌تواند در سطوح مختلف (سازمان، زمینه اجتماعی یا منطقه) با معیارهای متفاوتی مورد ارزیابی قرار گیرد (Johnson et al., 2006).

رابطه میان نوآوری و پذیرش، منحنی S شکلی است که در آن تراکم (تعداد افراد) شاخص اندازه‌گیری است. در واقع، پذیرش تعداد کمی از افراد می‌تواند منجر به کسب مشروعیت شده و بدین ترتیب آن نوآوری به شکل فزاینده‌ای مورد تأیید قرار گیرد. همچنین، آن نوآوری بر اثر مرور زمان ساده می‌شود (Rossman, 2014)، لذا مزیت نوآوری باید به‌اندازه‌ای باشد که تطبیق‌پذیری را تحریک کند؛ زیرا در صورتی که آن نوآوری کارایی خودش را اثبات کند، میزان پذیرش افراد افزایش پیدا می‌کند (Kennedy & Fiss, 2009). ارائه راهکارهای نوآورانه می‌تواند فشاری را جهت پذیرش و انطباق ایجاد کند. همچنین، ملاحظات فنی نیز در مراحل اولیه انتشار منجر به پذیرش می‌شود؛ اما باید توجه داشت راهکارهایی که خارج از این طیف قرار می‌گیرند دارای مشروعیت نبوده و کمتر ارزشمند تلقی می‌شوند (Jonsson, 2009)، در نتیجه، سازمان هزینه اتخاذ شیوه فاقد

<sup>۱</sup> Entity

مشروعیت را پرداخت می‌کند. از سوی دیگر، تراکم منجر به ایجاد مشروعیت می‌شود؛ چرا که کارزارهای موفق قبلی نشانه‌ی مزیت قابل توجه این شیوه تأمین مالی است، در نتیجه حد مشخصی از تراکم مقدم بر مزایای فنی بوده و منجر به پذیرش بیشتر می‌شود (Lewis et al., 2021). همچنین، از جمله عوامل مشروعیت‌بخش به پروژه‌های تأمین مالی جمعی، غلبه بر سطوح پایین اعتماد و عدم تقارن اطلاعاتی، انتقال واضح هویت، تعیین هدف قابل حصول، کسب پشتیبانی اولیه، اثبات آمادگی، مدت کوتاه کارزار، معنابخشی از طریق بروزرسانی منظم، هم‌آفرینی<sup>۱</sup>، شواهد موفقیت محصول شامل آزمایش محصول، نمونه اولیه و حضور بنیان‌گذار در رسانه‌ها است (Gott, 2020).

از محدود پژوهش‌هایی که در زمینه مشروعیت و عرضه اولیه به‌مهر انجام شده است، پژوهش شانسون و همکاران (Chanson et al., 2018) است که تأثیر انواع مختلف رسانه‌های اجتماعی، به‌ویژه خرده سایت‌ها<sup>۲</sup> و انجمن‌های گفتگو بر مشروعیت سازمانی را در ۹۵ عرضه اولیه به‌مهر مورد بررسی قرار داده‌اند و چون مشروعیت را نمی‌توان به‌طور مستقیم اندازه‌گیری کرد از قیمت‌گذاری کمتر از واقع<sup>۳</sup> به‌عنوان متغیر وابسته برای مشروعیت استفاده کرده‌اند. نتایج حاکی از این است که فعالیت اعضا در تالارهای گفتگو، مشروعیت سازمانی اعطا می‌کند.

در نهایت، می‌توان گفت موفقیت و مردمی‌سازی عرضه اولیه به‌مهر متکی به مشروعیت سازمان است و مادامی که این نوآوری از منظر مخاطبان ساده و قابل فهم نباشد، گسترش آن نیز دچار چالش‌های فراوانی است. از این‌رو، این پژوهش به شناسایی و اولویت‌بندی منابع مشروعیت‌بخش شناختی که در موفقیت عرضه اولیه به‌مهر کسب‌وکارهای مبتنی بر بلاک‌چین مؤثر است، می‌پردازد. به عبارت دیگر، کسب‌وکارهای نوپای خطرپذیر چگونه می‌توانند جهت موفقیت در تأمین مالی، مشروعیت شناختی کسب کنند.

## روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است؛ چرا که به دنبال ارائه نتایج عملی و کاربردی به کارآفرینان و سرمایه‌گذاران عرضه اولیه به‌مهر است. از یک‌سو تاکنون در این زمینه پژوهشی، پژوهش‌های بسیار کمی انجام شده است و عوامل مشروعیت‌زایی که منجر به موفقیت این شیوه بدیع تأمین مالی می‌شود، شناسایی نشده است. از سوی دیگر، روش کیفی عبارت‌اند از مجموعه فعالیت‌هایی همچون مشاهده، مصاحبه و غیره که هرکدام به نحوی پژوهشگر را در کسب اطلاعات دست‌اول، درباره‌ی موضوع مورد پژوهش یاری می‌دهند و خروجی این اطلاعات جمع‌آوری شده، توصیف‌های تحلیلی، ادراکی و طبقه‌بندی شده است (Merriam & Tisdell, 2015). در نتیجه، انجام پژوهش کیفی - پیمایشی برای استخراج عوامل مشروعیت‌بخش و مؤثر در موفقیت تأمین مالی با این شیوه، رویکرد مناسبی است؛ لذا این پژوهش بر حسب ماهیت، کیفی و از منظر گردآوری داده‌ها توصیفی - پیمایشی و در مقطع زمانی سال ۱۴۰۱ انجام شده است. این پژوهش با روش تحلیل محتوا و مضامین انجام شده است و روش گردآوری داده‌ها میدانی و با ابزار مصاحبه نیمه‌ساختاریافته انجام شده است.

از آنجایی که سرمایه‌گذاران حوزه ارز دیجیتال هستند که مشروعیت را به کسب‌وکارهای مبتنی بر بلاک‌چین اهدا می‌کنند، جامعه مورد مطالعه این پژوهش سرمایه‌گذاران ارز دیجیتال بودند. راهبرد نمونه‌گیری این پژوهش بر اساس دیدگاه مایلز و هابرم (Miles & Huberman, 1994) است و معیار انتخاب نمونه‌ها تجربه سرمایه‌گذاری در عرضه‌های اولیه به‌مهر یا

<sup>۱</sup> Co-creation

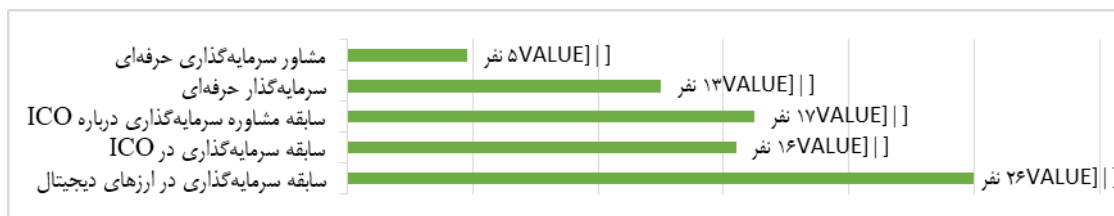
<sup>۲</sup> Microblog

<sup>۳</sup> Underpricing

بازار رمزارزها بود؛ لذا نمونه‌گیری این پژوهش غیرتصادفی و هدفمند بود و تا زمان رسیدن به اشباع نظری یعنی ۲۶ خبره ادامه داشت. در جدول ۳، به‌طور خلاصه اطلاعات جمعیت‌شناختی مشارکت‌کنندگان در پژوهش آورده شده است. همچنین، پیشینه افراد مورد مطالعه در نمودار ۱، گزارش شده است.

جدول ۳- اطلاعات جمعیت‌شناختی مشارکت‌کنندگان

جنسیت	میانگین سنی	تحصیلات	صنعت فعالیت
مرد	۲۸	کارشناسی	سایر
زن	۱۹	کارشناسی ارشد	فناوری‌های مالی
	۷	دکتری	فناوری‌های مالی
	۲۸	۱۰	۵
	۱۰	۱۵	۶
	۱۰	۱	۵



نمودار ۱- سوابق نمونه‌های پژوهش

در این پژوهش برای تحلیل داده‌هایی که به‌منظور تکوین مدل گردآوری شدند از «کدگذاری نظریه‌پردازی داده‌بنیاد» استفاده شد و تجزیه‌وتحلیل محتوا در نرم‌افزار اکسل و در سه فاز اصلی و هفت گام انجام شد. فازهای اصلی تجزیه‌وتحلیل داده‌ها شامل، کدگذاری و استخراج مقولات (کدگذاری باز و استخراج مفاهیم، کدگذاری محوری و استخراج مقولات فرعی، کدگذاری انتخابی و استخراج مقولات اصلی)، تخصیص نقش مقولات (علی: اقدامی توسط کسب‌وکار که منجر به کسب مشروعیت می‌شود؛ زمینه‌ای: اقدامی غیرمستقیم و توسط عاملی جز کسب‌وکار که منجر به اهدا یا سلب مشروعیت می‌شود و جهت تأثیر آن مشخص است (اثر افزایشده یا کاهشده بر مشروعیت)؛ و مداخله‌گر: اقدامی غیرمستقیم و توسط عاملی جز کسب‌وکار که منجر به اهدا یا سلب مشروعیت می‌شود و جهت تأثیر آن مشخص نیست (گاهی افزایشده و گاهی کاهشده مشروعیت) و اولویت‌بندی مقولات (تعیین تعداد نفرات اشاره‌کننده به هر مقوله فرعی، میانگین‌گیری از تعداد نفرات اشاره‌کننده به مقولات فرعی سازنده یک مقوله اصلی و اولویت‌بندی) است. همچنین، در این پژوهش جهت حفظ روایی و پایایی از حسابرسی یا ممیزی<sup>۱</sup> پژوهش، یعنی بررسی دقیق مراحل، فرآیندها و داده‌ها توسط ناظران خارجی- اساتید دانشگاهی و بازیینی مشارکت‌کنندگان- استفاده شد تا روایی و پایایی پژوهش به‌خوبی تضمین شود.

## یافته‌ها

همان‌طور که اشاره شد کلیه مصاحبه‌ها در مرحله اول به‌صورت جمله به جمله کدگذاری شد. در پایان فرآیند کدگذاری باز مرحله اول ۵۴ مفهوم یا کد معنایی شناسایی شد، سپس فرآیند ادامه پیدا کرد و این کدها از لحاظ تکرار و مفهوم مورد بررسی، بازیینی و پالایش قرار گرفتند. در مرحله کدگذاری محوری کدهای باز یا مفاهیم اولیه مورد بررسی، تحلیل و دسته‌بندی قرار گرفتند تا مقولات فرعی شناسایی شوند، درنهایت، ۲۶ مقوله فرعی یا زیرمقوله برجسب‌گذاری شد.

<sup>۱</sup> Audit trails

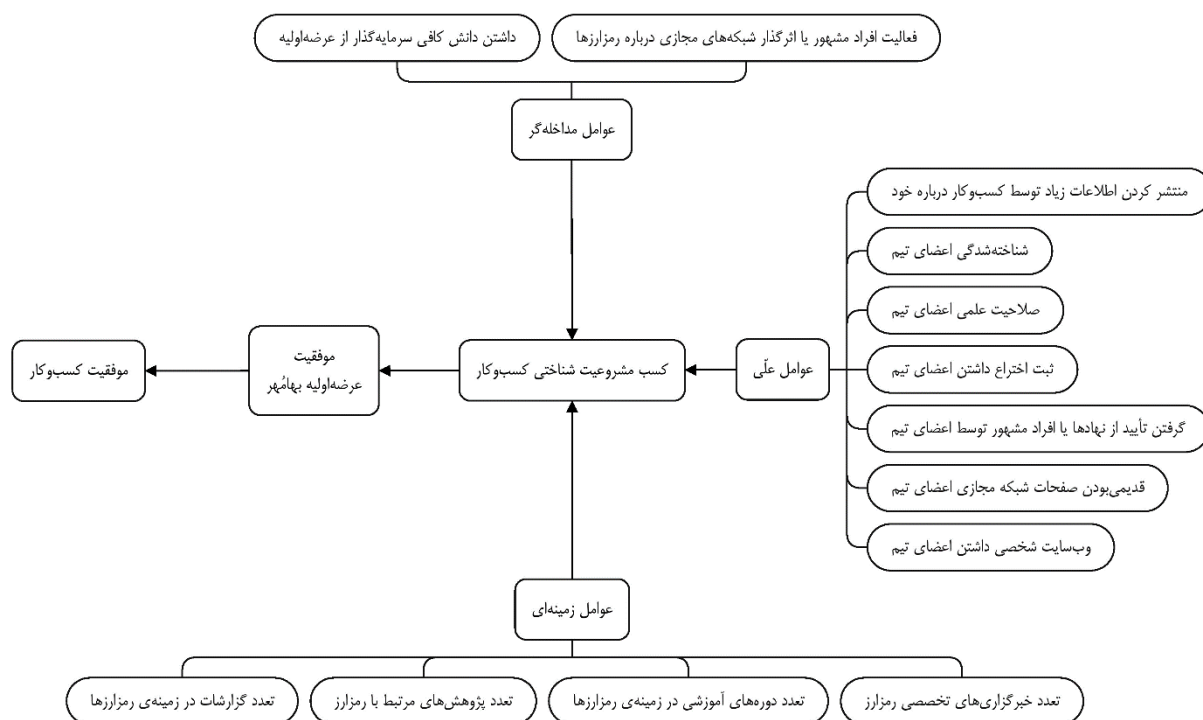
در ادامه جهت استخراج مقولات اصلی، فرآیند کدگذاری انتخابی مورد استفاده قرار گرفت. مقولات اصلی با استفاده از مقایسه، استقرا و مراجعه به ادبیات پژوهش انتخاب گردید و تعداد نفراتی که به یک مقوله فرعی اشاره کرده‌اند، مشخص شد و از آنجایی که اغلب، هر مقوله اصلی متشکل از چند مقوله فرعی است، میانگین تعداد نفرات اشاره‌کننده به آن مقولات فرعی که سازنده آن مقوله اصلی بوده‌اند، گرفته شد و براساس میانگین‌های به‌دست آمده، مقولات اصلی اولویت‌بندی شدند. در پایان مرحله کدگذاری انتخابی، ۱۳ مقوله اصلی شناسایی و در سه زمینه جای گرفتند (جدول ۴).

جدول ۴. یافته‌های پژوهش

منابع مشروعیت شناختی				
زمینه	مقوله‌های اصلی	میانگین	تعداد ارجاع	مقوله‌های فرعی
عوامل علی	منتشر کردن اطلاعات زیاد توسط کسب‌وکار درباره خود	۲۳	۲۳	نشر اطلاعات زیاد
	شناخته‌شدگی اعضای تیم	۱۱	۱۱	داشتن تیم معروف
	صلاحیت علمی اعضای تیم	۱۰٫۲۵	۱۱	عضو هیئت‌علمی دانشگاه بودن تیم داشتن مدرک دانشگاهی تیم از دانشگاه‌های برتر جهان
	ثبت اختراع داشتن اعضای تیم	۹	۹	چاپ مقالات علمی توسط تیم مدرک دانشگاهی تیم ثبت اختراع تیم
	گرفتن تأیید از نهادها یا افراد مشهور توسط اعضای تیم	۸٫۵	۹	دریافت جایزه یا تقدیرنامه توسط تیم سابقه فعالیت تیم با افراد مشهور
	قدیمی بودن صفحات شبکه مجازی اعضای تیم	۸	۸	قدمت صفحات شبکه مجازی تیم
	وب‌سایت شخصی داشتن اعضای تیم	۸	۸	وب‌سایت داشتن تیم
	تعدد گزارشات در زمینه رمازها	۱۰٫۵	۱۱	انتشار متعدد گزارش درباره رماز
	تعدد پژوهش‌های مرتبط با رماز	۱۰	۱۰	انتشار متعدد گزارش درباره عرضه اولیه پژوهش‌های علمی متعدد درباره رماز
	تعدد دوره‌های آموزشی در زمینه رمازها	۹٫۵	۱۱	دوره‌های آموزشی متعدد در زمینه رماز دوره‌های متعدد آموزشی در زمینه رماز توسط نهادهای دولتی و غیرانتفاعی
عوامل مداخله‌گر	تعدد خبرگزاری‌های تخصصی رماز	۹	۹	دوره‌های متعدد آموزشی در زمینه رماز توسط انجمن‌های تخصصی دوره‌های آموزشی متعدد دانشگاهی در زمینه رماز
	داشتن دانش کافی سرمایه‌گذار از عرضه اولیه	۲۲	۲۲	خبرگزاری‌های متعدد مختص رماز داشتن آشنایی کامل با عرضه اولیه
	دیدگاه افراد مشهور یا اثرگذار شبکه‌های مجازی درباره رمازها	۹٫۵	۱۱	بیان نظر مثبت افراد مشهور درباره رمازها کمتر به اشتراک گذاشته‌شدن نظر منفی افراد مشهور درباره رمازها
			۱۰	به‌اشتراک‌گذاری نظر مثبت افراد مشهور درباره رمازها کم‌بودن نظر منفی افراد مشهور درباره رمازها
			۸	به‌اشتراک‌گذاری نظر افراد مشهور درباره رماز
			۸	تعداد کامنت‌های دیدگاه افراد مشهور درباره رماز

مدل پارادایمی مشروعیت شناختی در شکل ۲، ارائه شده است، در این مدل که بر اساس مدل (Zimmerman & Zeitz, 2002) تکوین شده، راهبرد یا استراتژی کسب مشروعیت شناختی و پیامد آن موفقیت تأمین مالی و کسب‌وکار است. همچنین، این مدل بر اساس اولویت اثرگذاری در نوع خود (علی، زمینه‌ای و مداخله‌گر) گزارش شده است؛ به‌طور مثال، در بالاترین سطر

عوامل علی، منبع مشروعیتی است که بیش‌ترین اثرگذاری را در عوامل علی بر کسب مشروعیت شناختی دارد. به‌همین ترتیب در بالاترین سطر عوامل زمینه‌ای، منبع مشروعیتی قرارگرفته که بیش‌ترین اثرگذاری را در عوامل زمینه‌ای بر کسب مشروعیت شناختی دارد.



شکل ۲. مدل مستخرج از پژوهش

## بحث

هدف پژوهش حاضر شناسایی و اولویت‌بندی منابع مشروعیت‌بخش شناختی است که منجر به موفقیت عرضه اولیه به‌امهر کسب‌وکارهای مبتنی بر بلاک‌چین می‌شود. به‌عبارت دیگر، نوپاهای خطرپذیر چگونه می‌توانند جهت موفقیت در تأمین مالی به شیوه عرضه اولیه به‌امهر، مشروعیت شناختی کسب کنند. برخی از پژوهشگران معتقدند استارت‌آپ‌های بلاک‌چینی تلاش می‌کنند تا مشروعیت فناوری و مدل کسب‌وکار خود را با انتشار سپیدنامه‌ای که فرآیندهای توسعه و جزئیات فناوری را شرح می‌دهند، به‌دست آورند (Hor et al., 2021). پژوهشگران اذعان داشتند که مشروعیت را می‌توان با نوشتن گزارش‌ها، بیانیه‌های مطبوعاتی یا به‌روزرسانی وضعیت رسانه‌های اجتماعی کسب نمود (Albrecht et al., 2019; Loughran & McDonald, 2014). همچنین، عرضه‌های به‌امهر با کیفیت برای اطمینان سرمایه‌گذاران، اطلاعات را در زمان مناسب و به‌طور کامل منتشر می‌کنند (Bellavitis et al., 2020). فیش (Fisch, 2019) نیز در دسترس بودن سپیدنامه فنی را با مبلغ جمع‌آوری‌شده به‌طور مثبت مرتبط دانسته است؛ زیرا نشان‌دهنده کیفیت فنی پروژه است. کیفیت توصیف پروژه نیز توسط پژوهشگران متعددی مورد توجه قرار گرفته است (Cassar, 2004; Sokolova & Perez, 2018; Tran et al., 2016). اهلر (Ahlers et al., 2015) ارائه اطلاعات دقیق را یکی از عوامل موفقیت تأمین مالی می‌داند. چوهان (Chohan, 2019) بیان کرده‌است که عرضه‌های به‌امهر موفق معمولاً دارای سپیدنامه‌های ساده، قابل‌درک و با اهدافی واضح و مختصر هستند و یکی از تمایزهای پروژه‌های

کلاهدرداری با دیگر پروژه‌ها ارائه اطلاعاتی از قبیل افراد مشارکت‌کننده در پروژه، طرح کسب‌وکار، محل استقرار کسب‌وکار، برنامه زمانی پروژه و... است. در مقابل، برخی در دسترس بودن سپیدنامه را بی‌تأثیر دانستند (Adhami et al., 2018). همچنین، اطلاعات فقط باید تا حدی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار بگیرد که آن‌ها علاقه‌مند بمانند، نه به اندازه‌ای که بتوانند بر اساس آن تصمیم‌گیری کنند (Hor et al., 2021). یافته‌های این پژوهش نیز با نظریه کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی مطابقت داشته و نشان داد که «منتشرکردن اطلاعات زیاد توسط کسب‌وکار درباره خود» بر کسب مشروعیت شناختی کسب‌وکار تأثیرگذار بوده و این مشروعیت می‌تواند منجر به موفقیت عرضه اولیه به‌مأمهر شود و نتیجه آن، بقا و رشد سازمان و موفقیت کسب‌وکار باشد.

ابزارهای ارتباطات جمعی (رسانه‌ها) نه‌تنها می‌توانند به‌عنوان ابزاری برای سنجش مشروعیت سازمان باشند، بلکه خود نیز عامل مشروعیت‌زا هستند (Deephouse, 1996). به‌طور کلی، سرمایه اجتماعی بنیان‌گذاران در شبکه‌های اجتماعی، منبع ارزشمندی برای کسب‌وکارها بوده و می‌تواند ارزش آن‌ها را در بازار بهبود دهد (Certo, 2003). این منبع ارزشمند برای تأمین مالی به شیوه‌های جمعی، ارزشی دوچندان دارد؛ چرا که مشارکت‌کنندگانی که اولین سرمایه‌گذاری‌شان است، به‌واسطه رابطه‌شان با بنیان‌گذاران، در آن پروژه سرمایه‌گذاری می‌کنند (De et al., 2015; Horvát et al., 2015; Kuppusswamy & Bayus, 2018). پژوهشگران بسیاری نیز ادعان به رابطه مثبت میان اندازه شبکه بنیان‌گذاران و موفقیت تأمین مالی داشته‌اند (Allison et al., 2014; Zheng et al., 2014; Tran et al., 2016; Giudici et al., 2013; et al., 2017). در مقابل، ناتوانی در ساخت شبکه منجر به شکست تأمین مالی جمعی می‌شود (Hui et al., 2014). یافته‌های این پژوهش نیز نشان داد که «شناخته‌شدگی اعضای تیم» به‌واسطه شبکه‌های اجتماعی، «قدیمی بودن صفحات شبکه مجازی اعضای تیم» و «وب‌سایت شخصی داشتن اعضای تیم» بر کسب مشروعیت شناختی تأثیرگذار است.

بلاویتز و همکاران (Bellavitis et al., 2020) معتقدند که یک عرضه اولیه به‌مأمهر با کیفیت توسط تیمی از کارآفرینان باتجربه و بانگیزه راه‌اندازی می‌شود، چنین تیمی نشانه‌ای بر تضمین ثبات مالی و موفقیت‌شان برای سرمایه‌گذاران است. همچنین، پژوهشگران متعددی معتقدند که منابع انسانی با کیفیت بالا و با تخصص مرتبط که دارای شبکه‌های اجتماعی غنی هستند، منابع اصلی نوآفرین‌های دانش‌بنیان هستند. وجود چنین منابعی نشان‌دهنده قابلیت اطمینان استارت‌آپ برای سرمایه‌گذاران بالقوه است و در نتیجه سرمایه بیشتری را از سوی سرمایه‌گذاران جذب می‌کند (Bottazzi et al., 2016; Collins & Smith, 2017; Friedlmaier et al., 2006). همچنین، در زمینه پژوهش‌های عرضه اولیه سهام نیز تجربه تیم در توسعه محصولات دیگر نشانه‌ای قوی بر موفقیت آتی کسب‌وکار است (Deeds et al., 1997). در مقابل، یک عرضه اولیه به‌مأمهر بی‌کیفیت از تیمی ضعیف و کارآفرینان کم‌تجربه و با مهارت‌های فنی محدود برخوردار است (Bellavitis et al., 2020). یافته‌های این پژوهش نیز نشان داد که «صلاحیت علمی اعضای تیم» به‌واسطه داشتن مدرک دانشگاهی، تحصیل در دانشگاه‌های تراز اول، چاپ مقالات علمی و هیئت‌علمی دانشگاه بودن، «ثبت اختراع داشتن اعضای تیم» و «گرفتن تأیید از نهادها یا افراد مشهور توسط اعضای تیم» به‌واسطه داشتن سابقه فعالیت با افراد مشهور یا دریافت جایزه یا تقدیرنامه بر کسب مشروعیت شناختی کسب‌وکار تأثیرگذار است.

برخی پژوهشگران پوشش رسانه‌ای فناوری‌ها (فناوری‌های مالی) و انتشار اطلاعات در این زمینه را منبع مشروعیت دانسته‌اند (Campbell-Verduyn & Hütten, 2019). همچنین، برنارد (Autant-Bernard et al., 2013) فعالیت‌هایی را که منجر به افزایش دانش دیگران و آشنایی آن‌ها با فناوری‌های سطح بالا می‌شود را تسهیلگر ترویج آن‌ها می‌داند. برخی پژوهشگران دیگر معتقدند که در وهله اول آشنایی قانون‌گذاران و در وهله دوم توجه رسانه‌ها منجر به افزایش توجه نهادهای نظارتی شده و قانون‌گذاری این حوزه تسهیل می‌شود (Bellavitis et al., 2021; Lotfi et al., 2023). در مقابل، کلاهدرداری خواندن عرضه اولیه به‌مأمهر توسط افراد مشهور موجب بدنامی آن می‌شود، لذا فعالیت افراد مشهور نیز اثرگذار است. یافته‌های این پژوهش نیز

نشان داد که «تعدد گزارشات در زمینه رمزرها»، «تعدد پژوهش‌های مرتبط با رمزرز»، «تعدد دوره‌های آموزشی در زمینه رمزرها»، «تعدد خبرگزاری‌های تخصصی رمزرز»، «داشتن دانش کافی سرمایه‌گذار از عرضه اولیه» و «فعالیت افراد مشهور یا اثرگذار شبکه‌های مجازی درباره رمزرها» بر کسب مشروعیت شناختی کسب‌وکار تأثیرگذار است.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

زمانی یک نوآوری می‌تواند مشروعیت شناختی کسب کند که در آن زمینه فرهنگی با پیش‌فرض‌های مخاطبان مطابقت داشته باشد. به عبارت دیگر، از منظر ذی‌نفعان قابل فهم‌تر و ساده‌تر باشد، لذا کارآفرینان نه‌تنها باید به ارزش محصول خود توجه داشته باشند، بلکه باید توجه ویژه‌ای به ارزش‌های مخاطبان خود نیز داشته باشند تا آن را مطابق باورهای آن‌ها به نمایش بگذارند. گام نخست برای افزایش انطباق کسب‌وکار با ارزش‌های مخاطبان، افزایش آگاهی آن‌ها است؛ از این رو، کارآفرینان باید اطلاعات زیادی را درباره کسب‌وکارشان منتشر نمایند. در این شیوه نوآورانه تأمین مالی، اطلاعات کسب‌وکار از طریق سپیدنامه منتشر می‌شود، پس کارآفرینان باید جزئیات قابل توجهی را از فرآیندها، اقدامات و... در سپیدنامه درج نمایند. بدیهی است که هر چه این اطلاعات مطابقت بیشتری با باورهای ذی‌نفعان داشته باشد، مشروعیت شناختی بیشتری به بار می‌آورد، اما اگر این‌گونه نباشد نیز، به‌واسطه قابل فهم‌تر کردن محصول / خدمت کسب‌وکار، می‌تواند منجر به افزایش مشروعیت شناختی کسب‌وکار شود. به‌طور خلاصه می‌توان گفت، کسب‌وکار باید به‌کرات نمایشی شفاف و ساده از محصول / خدمت خود داشته باشد و تلاش نماید میان باورهای مخاطبان و محصول / خدمت خود همبستگی (آشناپنداری) ایجاد نماید. از سوی دیگر، هنگامی که مخاطبان اطلاعات محدودی داشته باشند، دنبال نشانه‌های جایگزین برای قضاوت مشروعیت می‌روند، در نتیجه تمام اطلاعات مرتبط با کارآفرینان و تیم آن کسب‌وکار نیز از اهمیت قابل توجهی برخوردار است. بنابراین، به‌واسطه این که فعالیت‌های رسانه‌ای تیم می‌تواند منجر به شناخته‌شدگی آن‌ها توسط ذی‌نفعان شود، اهمیت شایان توجهی دارد. لذا تیم باید درصدد شهرت بیشتر و فعالیت بیشتر در شبکه‌های اجتماعی و مجازی باشد.

در بسیاری از زمینه‌های فرهنگی، تحصیلات عالی یا تحصیل در دانشگاه‌های تراز اول، سابقه فعالیت‌های علمی - پژوهشی همچون عضویت هیئت علمی و مقالات علمی یا داشتن ثبت اختراع نشانه‌ای از صلاحیت افراد است؛ بنابراین، داشتن تیمی که از صلاحیت علمی برخوردار است، می‌تواند منجر به کسب مشروعیت شناختی آن کسب‌وکار شود. از این رو، در صورتی که کارآفرینان چنین تیمی دارند، باید مدارکی که تصدیق‌کننده این صلاحیت علمی است را در معرض عموم مخاطبان نمایش دهند. معمولاً نهادها یا افراد مشهور از منظر مخاطبان مشروعیت دارند؛ از این رو، دریافت تقدیرنامه یا جوایز از این نهادها می‌تواند نشانه‌ای از مشروعیت باشد؛ بنابراین، شرکت در جشنواره‌ها، مسابقات و... و دریافت گواهی از این نهادها می‌تواند مفید فایده واقع شود. همچنین، سابقه فعالیت و کارکردن با افراد شناخته‌شده نیز می‌تواند مشروعیت افراد را تسهیل نماید؛ بنابراین، جذب این‌گونه افراد نیز می‌تواند منجر به مشروعیت کسب‌وکار شود.

از آنجایی که در این شیوه نوآورانه تأمین مالی کلاهبرداری‌های بسیاری انجام شده است، هویت حقیقی داشتن اعضای تیم و کارآفرینان برای مخاطبان نشانه‌ای بر عدم فریب‌کارانه بودن آن کسب‌وکار است، در نتیجه داشتن وب‌سایت شخصی یا صفحات شبکه‌های مجازی‌ای که به‌تازگی ایجاد نشده‌اند، می‌تواند مبنای قضاوت مناسبی برای ذی‌نفعان باشد. در نتیجه قراردادادن لینک صفحات شبکه مجازی قدیمی تیم و آدرس وب‌سایت آن‌ها می‌تواند منجر به مشروعیت شناختی کسب‌وکار شود.

همان‌طور که پیش‌تر گفته شد، هر آنچه منجر به افزایش درک مخاطبان از این نوآوری شود، می‌تواند نویدبخش مشروعیت بیشتر آن باشد. در نتیجه پژوهشگران، نهادهای دولتی و غیردولتی، انجمن‌ها و حتی کسب‌وکارها با انتشار گزارشات، پژوهش‌ها و برگزاری دوره‌های آموزشی در این زمینه می‌توانند بستر مهیاتری برای قضاوت مخاطبان فراهم آورند. همچنین، هر چه پوشش

خبری گسترده‌تری از این حوزه وجود داشته باشد، یعنی اهمیت این حوزه افزایش یافته و به همان میزان سطح درک مخاطبان از این نوآوری نیز افزایش می‌یابد؛ بنابراین، نه تنها توجه بیشتر نهادهایی که خود مشروعیت دارند می‌تواند منجر به مشروعیت شناختی این حوزه شود، بلکه بانی افزایش درک و فهم ذی‌نفعان نیز شده و پذیرش آن‌ها را نیز افزایش می‌دهند.

در دنیای امروز، شبکه‌های مجازی نقش کلیدی و حیاتی در افزایش آگاهی افراد دارند، این آگاهی بخشی هنگامی که توسط افراد شناخته شده و مشهور رخ می‌دهد، ضریب نفوذ بیشتری دارد، در نتیجه همراه کردن این گونه افراد در صورتی که آن نوآوری (عرضه اولیه بهامهر) واقعاً ارزشمند و مفید باشد، می‌تواند تسهیلگر مسیر باشد؛ بنابراین، کسب‌وکارها باید بخشی از بودجه بازاریابی خود را به این افراد اختصاص دهند تا در شبکه‌های مجازی درباره آن‌ها اظهارنظر نمایند.

تمامی مواردی که به آن پرداخته شد به گونه‌ای منجر به افزایش درک ذی‌نفعان از این حوزه، از کسب‌وکار، از تیم و محصول / خدمت کسب‌وکار می‌شود، اما مادامی که مخاطبان آشنایی و دانش کافی در زمینه عرضه اولیه بهامهر نداشته باشند، نرخ پذیرش و ورود کمتری دارند؛ بنابراین، تمامی ارکان اکوسیستم از جمله کسب‌وکارها، نهادهای دولتی و غیردولتی، دانشگاه‌ها، پژوهشگران و... باید در خدمت سرمایه‌گذاران باشند تا با افزایش دانش آن‌ها، نه تنها تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری پیدا کنند، بلکه احتمال شکست سرمایه‌گذاری آن‌ها را نیز کاهش دهند.

در نهایت، می‌توان گفت تمرکز اصلی این پژوهش بر روی شناسایی منابع مشروعیت بخش شناختی مؤثر بر موفقیت عرضه اولیه بهامهر کسب‌وکارهای مبتنی بر بلاکچین بود، اما یکی از محدودیت‌های آن، تعداد محدود شرکت‌کنندگان بود؛ لذا اولاً پژوهشگران آتی می‌توانند به سنجش اثر هر یک از این منابع بر موفقیت کسب‌وکار به صورت کمی و در جوامع آماری بزرگ‌تر و متنوع‌تر بپردازند، ثانیاً گونه‌های دیگری از مشروعیت همچون فنی، مدیریتی، اخلاقی، نظارتی و... را مورد بررسی قرار دهند؛ چرا که از این طریق، کسب‌وکارها می‌توانند جذب و تخصیص منابع بهینه‌تری برای کسب مشروعیت و موفقیت داشته باشند.

## منابع

- Adhami, S., Giudici, G., & Martinazzi, S. (2018). Why do businesses go crypto? An empirical analysis of initial coin offerings. *Journal of Economics and Business*, 100, 64–75. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2018.04.001>
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955–980. <https://doi.org/10.1111/etap.12157>
- Ahlstrom, D. (2001). Learning from successful local private firms in China: Establishing legitimacy. *Academy of Management Executive*, 15(4), 72–83. <https://doi.org/10.5465/AME.2001.5897661>
- Albrecht, S., Lutz, B., & Neumann, D. (2019). How Sentiment Impacts the Success of Blockchain Startups - An Analysis of Social Media Data and Initial Coin Offerings. *Proceedings of the 52nd Hawaii International Conference on System Sciences*.
- Aldrich, H. E., & Fiol, C. M. (1994). Fools Rush in? The Institutional Context of Industry Creation. *Academy of Management Review*, 19(4), 645–670. <https://doi.org/10.5465/amr.1994.9412190214>
- Allison, T. H., Davis, B. C., Webb, J. W., & Short, J. C. (2017). Persuasion in crowdfunding: An elaboration likelihood model of crowdfunding performance. *Journal of Business Venturing*, 32(6), 707–725. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2017.09.002>
- An, J., Duan, T., Hou, W., & Xu, X. (2019). Initial Coin Offerings and Entrepreneurial Finance: The Role of Founders' Characteristics. *The Journal of Alternative Investments*, 21(4), 26–40. <https://doi.org/10.3905/jai.2019.1.068>
- Ashforth, B. E., Kreiner, G. E., Clark, M. A., & Fugate, M. (2007). Normalizing dirty work: Managerial tactics for countering occupational taint. *Academy of Management Journal*, 50(1), 149–174. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2007.24162092>
- Autant-Bernard, C., Fadaïro, M., & Massard, N. (2013). Knowledge diffusion and innovation policies within the European regions: Challenges based on recent empirical evidence. *Research Policy*, 42(1), 196–210. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2012.07.009>
- Bansal, P., & Clelland, I. (2004). Talking Trash: Legitimacy, Impression Management, and Unsystematic Risk in the Context of the Natural Environment. *Academy of Management Journal*, 47(1), 93–103. <https://doi.org/10.5465/20159562>
- Barreto, I., & Baden-Fuller, C. (2006). To conform or to perform? Mimetic behaviour, legitimacy-based groups and performance consequences. *Journal of Management Studies*, 43(7), 1559–1581.

- 6486.2006.00620.x
- Battilana, J., Leca, B., & Boxenbaum, E. (2009). How Actors Change Institutions: Towards a Theory of Institutional Entrepreneurship. *Academy of Management Annals*, 3(1), 65–107. <https://doi.org/10.5465/19416520903053598>
- Bellavitis, C., Cumming, D., & Vanacker, T. (2020). Ban, Boom, and Echo! Entrepreneurship and Initial Coin Offerings. *Entrepreneurship Theory and Practice*. <https://doi.org/10.1177/1042258720940114>
- Bellavitis, C., Fisch, C., & Wiklund, J. (2021). A comprehensive review of the global development of initial coin offerings (ICOs) and their regulation. *Journal of Business Venturing Insights*, 15, e00213. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2020.e00213>
- Bitektine, A. (2011). Toward a theory of social judgments of organizations: The case of legitimacy, reputation, and status. *Academy of Management Review*, 36(1), 151–179. <https://doi.org/10.5465/amr.2009.0382>
- Bitektine, A., & Haack, P. (2015). The “macro” and the “micro” of legitimacy: Toward a multilevel theory of the legitimacy process. *Academy of Management Review*, 40(1), 49–75. <https://doi.org/10.5465/amr.2013.0318>
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2016). The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital. *Review of Financial Studies*, 29(9), 2283–2318. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw023>
- Bourveau, T., De George, E. T., Ellahie, A., & Macciocchi, D. (2022). The Role of Disclosure and Information Intermediaries in an Unregulated Capital Market: Evidence from Initial Coin Offerings. *Journal of Accounting Research*, 60(1), 129–167. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12404>
- Brønn, P. S., & Vidaver-Cohen, D. (2009). Corporate motives for social initiative: Legitimacy, sustainability, or the bottom line? *Journal of Business Ethics*, 87, 91–109. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9795-z>
- Brown, A. D. (1998). Narrative, politics and legitimacy in an it implementation. *Journal of Management Studies*, 35(1), 35–58. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00083>
- Busenitz, L. W., Fiet, J. O., & Moesel, D. D. (2005). Signaling in Venture Capitalist—New Venture Team Funding Decisions: Does it Indicate Long-Term Venture Outcomes? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(1), 1–12. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00066.x>
- Campbell-Verduyn, M., & Hütten, M. (2019). Beyond scandal? Blockchain technologies and the legitimacy of post-2008 finance. *Finance and Society*, 5(2), 126–144. <https://doi.org/10.2218/finsoc.v5i2.4137>
- Cashore, B. (2002). Legitimacy and the privatization of environmental governance: How non-state market-driven (NSMD) governance systems gain rule-making authority. *Governance*, 15(4), 503–529. <https://doi.org/10.1111/1468-0491.00199>
- Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19(2), 261–283. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00029-6](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00029-6)
- Cerchiello, P., Tasca, P., & Toma, A. M. (2019). ICO Success Drivers: A Textual and Statistical Analysis. *The Journal of Alternative Investments*, 21(4), 13–25. <https://doi.org/10.3905/jai.2019.21.4.013>
- Certo, S. T. (2003). Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures. *Academy of Management Review*, 28(3), 432–446. <https://doi.org/10.5465/AMR.2003.10196754>
- Chanson, M., Gjoen, J., Risius, M., & Wortmann, F. (2018). Initial coin offerings (ICOs): The role of social media for organizational legitimacy and underpricing. *International Conference on Information Systems (ICIS)*. <https://www.alexandria.unisg.ch/255399/>
- Chen, K. (2019). Information asymmetry in initial coin offerings (ICOs): Investigating the effects of multiple channel signals. *Electronic Commerce Research and Applications*, 36, 100858. <https://doi.org/10.1016/j.elerap.2019.100858>
- Chen, Y. (2018). Blockchain tokens and the potential democratization of entrepreneurship and innovation. *Business Horizons*, 61(4), 567–575. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2018.03.006>
- Chitsaz, E., & Bigdeli, M. (2021). Identifying the Success Factors Affecting Entrepreneurial Finance using Initial Dex Offering. *Journal of Entrepreneurship Development*, 14(2), 221–240. <https://doi.org/10.22059/JED.2021.312183.653490>. (In Persian).
- 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. <https://doi.org/10.22059/JED.2020.297121.653257>. (In Persian).
- Chitsazan, H., Bagheri, A., & Tajeddin, M. (2022). Initial coin offerings (ICOs) success: Conceptualization, theories and systematic analysis of empirical studies. *Technological Forecasting and Social Change*, 180, 121729. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2022.121729>
- Chitsazan, H., Koolaji, S., & Bagheri, A. (2019). Identifying drivers of Using Crowdfunding by Entrepreneurs (The Case of Tourism Industry). *Journal of Entrepreneurship Development*, 12(1), 21–40. <https://doi.org/10.22059/jed.2018.261899.652659>. (In Persian).
- Chitsazan, H., Talebi, K., & Mohebali, A. (2017). Identifying and Prioritizing the Most Common Methods of Bootstrap Financing in IT-based Start-ups. *Journal of Entrepreneurship Development*, 10(1), 61–79. <https://doi.org/10.22059/jed.2017.62291>. (In Persian).
- Chohan, U. W. (2019). Initial coin offerings (ICOs): Risks, regulation, and accountability. In S. Goutte, K. Guesmi, & S. Saadi (Eds.), *Contributions to Management Science* (pp. 165–177). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-30738-7\\_10](https://doi.org/10.1007/978-3-030-30738-7_10)
- 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>

- Collins, C. J., & Smith, K. G. (2006). Knowledge exchange and combination: The role of human resource practices in the performance of high-technology firms. *Academy of Management Journal*, 49(3), 544–560. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2006.21794671>
- De, L., Brass, D. J., Lu, Y., & Chen, D. (2015). Friendships in online peer-to-peer lending: Pipes, prisms, and relational herding. *MIS Quarterly: Management Information Systems*, 39(3), 729–742. <https://doi.org/10.25300/misq/2015/39.3.11>
- Deeds, D. L., Decarolis, D., & Coombs, J. E. (1997). The impact of firm-specific capabilities on the amount of capital raised in an initial public offering: Evidence from the biotechnology industry. *Journal of Business Venturing*, 12(1), 31–46. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(97\)84970-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(97)84970-1)
- 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>
- Deephouse, D. L. (1996). Does Isomorphism Legitimate? *Academy of Management Journal*, 39(4), 1024–1039. <https://doi.org/10.5465/256722>
- Deephouse, D. L., & Carter, S. M. (2005). An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation. *Journal of Management Studies*, 42(2), 329–360. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2005.00499.x>
- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance: An overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301–326. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00059-2](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00059-2)
- Díez-de-Castro, E., Peris-Ortiz, M., & Díez-Martín, F. (2018). Criteria for evaluating the organizational legitimacy: A typology for legitimacy jungle. In E. Díez-De-Castro & M. Peris-Ortiz (Eds.), *Organizational Legitimacy: Challenges and Opportunities for Businesses and Institutions* (pp. 1–21). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-75990-6\\_1](https://doi.org/10.1007/978-3-319-75990-6_1)
- Díez-Martín, F., Prado-Roman, C., & Blanco-González, A. (2013). Beyond legitimacy: Legitimacy types and organizational success. *Management Decision*, 51(10), 1954–1969. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2012-0561>
- Díez Martín, F., Blanco González, A., & Prado Román, C. (2010). Legitimidad como factor clave del éxito organizativo. *Investigaciones Europeas de Direccion y Economia de La Empresa*, 16(3), 127–143. [https://doi.org/10.1016/S1135-2523\(12\)60038-0](https://doi.org/10.1016/S1135-2523(12)60038-0)
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147. <https://doi.org/10.2307/2095101>
- Elitzur, R., & Gavius, A. (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)
- Elsbach, K. D., & Sutton, R. I. (1992). Acquiring Organizational Legitimacy Through Illegitimate Actions: A Marriage of Institutional and Impression Management Theories. *Academy of Management Journal*, 35(4), 699–738. <https://doi.org/10.5465/256313>
- Etemadi, M., & Yadollahi Farsi, J. (2023). The Potential of Blockchain Technology in Building the Decentralized World of Metaverse: a Scientometric Study and Study Clusters in the Metaverse Field. *7th International Conference on Interdisciplinary Studies in Management & Engineering, Tehran, Iran, SSRN Electronic Journal*. <http://doi.org/10.2139/ssrn.4547579>
- Figueroa, E. G., Solano, S. E., Montoya, D. A., & Casado, P. P. (2018). The business legitimacy and its relationship with the corporate social responsibility: Analysis of Mexico and Spain through the case method. In E. Díez-De-Castro & M. Peris-Ortiz (Eds.), *Organizational Legitimacy: Challenges and Opportunities for Businesses and Institutions* (pp. 197–215). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-75990-6\\_12](https://doi.org/10.1007/978-3-319-75990-6_12)
- 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>
- Friedlmaier, M., Tumasjan, A., & Welp, I. M. (2017). Disrupting Industries With Blockchain: The Industry, Venture Capital Funding, and Regional Distribution of Blockchain Ventures. *Proceedings of the 51st Annual Hawaii International Conference on System Sciences (HICSS)*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2854756>
- Giudici, G., & Adhami, S. (2019). The impact of governance signals on ICO fundraising success. *Journal of Industrial and Business Economics*, 46(2), 283–312. <https://doi.org/10.1007/s40812-019-00118-w>
- Giudici, G., Guerini, M., & Rossi Lamastra, C. (2013). Why Crowdfunding Projects Can Succeed: The Role of Proponents' Individual and Territorial Social Capital. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2255944>
- Gott, R. (2020). *A process analysis of how the founders of innovative new ventures use sensemaking to develop and manage a crowdfunding campaign in pursuit of campaign legitimacy* [University of Nottingham]. <http://eprints.nottingham.ac.uk/id/eprint/59647>
- Greenwood, R., Suddaby, R., & Hinings, C. R. (2002). Theorizing Change: The Role of Professional Associations in the Transformation of Institutionalized Fields. *Academy of Management Journal*, 45(1), 58–80. <https://doi.org/10.5465/3069285>
- Haack, P., & Sieweke, J. (2018). The Legitimacy of Inequality: Integrating the Perspectives of System Justification and Social Judgment. *Journal of Management Studies*, 55(3), 486–516. <https://doi.org/10.1111/joms.12323>
- Haack, P., & Sieweke, J. (2020). Advancing the Measurement of Organizational Legitimacy, Reputation, and Status: First-

- order Judgments vs Second-order Judgments—Commentary on “Organizational legitimacy, reputation and status: Insights from micro-level management.” *Academy of Management Discoveries*, 6(1), 153–158. <https://doi.org/10.5465/amd.2019.0103>
- Hannan, M. T., & Carroll, G. R. (1992). *Dynamics of organizational populations: Density, legitimation, and competition*. Oxford University Press. [https://books.google.com/books/about/Dynamics\\_of\\_Organizational\\_Populations.html?id=XrXnCwAAQBAJ&source=kp\\_book\\_description](https://books.google.com/books/about/Dynamics_of_Organizational_Populations.html?id=XrXnCwAAQBAJ&source=kp_book_description)
- Hannan, M. T., Dundon, E. A., Carroll, G. R., & Torres, J. C. (1995). Organizational evolution in a multinational context: entries of automobile manufacturers in Belgium, Britain, France, Germany, and Italy. *American Sociological Review*, 60(4), 509–528. <https://doi.org/10.2307/2096291>
- He, H., & Baruch, Y. (2010). Organizational identity and legitimacy under major environmental changes: Tales of two UK building societies. *British Journal of Management*, 21(1), 44–62. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2009.00666.x>
- Higgins, M. C., & Gulati, R. (2003). Getting off to a good start: The effects of upper Echelon affiliations on underwriter prestige. *Organization Science*, 14(3), 244–263. <https://doi.org/10.1287/orsc.14.2.244.15160>
- Higgins, M. C., & Gulati, R. (2006). Stacking the deck: The effects of top management backgrounds on investor decisions. *Strategic Management Journal*, 27(1), 1–25. <https://doi.org/10.1002/smj.495>
- Hor, S. C. (Timothy), Chang, A., Torres de Oliveira, R., & Davidsson, P. (2021). From the theories of financial resource acquisition to a theory for acquiring financial resources - how should digital ventures raise equity capital beyond seed funding. *Journal of Business Venturing Insights*, 16, e00278. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2021.e00278>
- Horvát, E. Á., Uparna, J., & Uzzi, B. (2015). Network vs market relations: The effect of friends in crowdfunding. *Proceedings of the 2015 IEEE/ACM International Conference on Advances in Social Networks Analysis and Mining, ASONAM 2015*, 226–233. <https://doi.org/10.1145/2808797.2808904>
- Howe, J. (2009). *Crowdsourcing: How the Power of the Crowd is Driving the Future of Business*. Three Rivers Press. [https://books.google.com/books/about/Crowdsourcing.html?id=ge\\_0LBOcwWsC](https://books.google.com/books/about/Crowdsourcing.html?id=ge_0LBOcwWsC)
- Hui, J. S., Greenberg, M. D., & Gerber, E. M. (2014). Understanding the role of community in crowdfunding work. *Proceedings of the 17th ACM Conference on Computer Supported Cooperative Work & Social Computing*, 62–74. <https://doi.org/10.1145/2531602.2531715>
- Jaladati, H. M., & Chitsaz, E. (2021). Value economy: A meta-analysis of the challenges and opportunities of blockchain technology for businesses. *2nd International Conference on Knowledge Management, Blockchain and Economy, Tehran, Iran, SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4083163>
- Jaladati, H. M., & Chitsaz, E. (2022a). An Overview of Cryptocurrency-based Crowdfunding for Startups. *The Second Conference for Iran Business Watch, Tehran, Iran, SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4099802>
- Jaladati, H. M., & Chitsaz, E. (2022b). The Role of the Organizational Legitimacy For Institutionalization of the Crowdfunding and ICO. *International Conference on Entrepreneurship, Tehran, Iran, SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4149475>
- Johnson, C., Dowd, T. J., & Ridgeway, C. L. (2006). Legitimacy as a social process. *Annual Review of Sociology*, 32(1), 53–78. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.32.061604.123101>
- Jonsson, S. (2009). Refraining from imitation: Professional resistance and limited diffusion in a financial market. *Organization Science*, 20(1), 172–186. <https://doi.org/10.1287/orsc.1080.0370>
- Kennedy, M., & Fiss, P. (2009). Institutionalization, framing, and diffusion: The logic of TQM adoption and implementation decisions among U.S. Hospitals. *Academy of Management Journal*, 52(5), 897–918. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2009.44633062>
- Kostova, T., Roth, K., & Dacin, M. T. (2008). Institutional theory in the study of multinational corporations: A critique and new directions. *Academy of Management Review*, 33(4), 994–1006. <https://doi.org/10.5465/AMR.2008.34422026>
- Kuilman, J., & Li, J. (2009). Grades of membership and legitimacy spillovers: Foreign banks in Shanghai, 1847–1935. *Academy of Management Journal*, 52(2), 229–245. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2009.37308018>
- Kuppusswamy, V., & Bayus, B. L. (2018). Crowdfunding Creative Ideas: The dynamics of project backers. In D. Cumming & L. Hornuf (Eds.), *The Economics of Crowdfunding: Startups, Portals and Investor Behavior* (pp. 151–182). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3\\_8](https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_8)
- Lawrence, T. B., & Suddaby, R. (2006). Institutions and institutional work. In S. R. Clegg, C. Hardy, T. Lawrence, & W. R. Nord (Eds.), *The Sage handbook of organization studies* (pp. 215–254). Sage Thousand Oaks, CA, USA. <https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=TuE0NRH2U7UC&oi=fnd&pg=PA215&dq=Institutions+and+institutional+work&ots=bYOQemnl4I&sig=NUSJ5bWIZCUHddzwwz2M2SQ1Rpiw#v=onepage&q=Institutions+and+institutional+work&f=false>
- Lewis, A. C., Cordero, A. M., & Xiong, R. (2021). Too Red for Crowdfunding: The Legitimation and Adoption of Crowdfunding Across Political Cultures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 45(3), 471–504. <https://doi.org/10.1177/1042258720915574>
- Lotfi, M., Chitsaz, E., & Rostami-Asrabadi, S. (2023). Investigating the Factors Affecting the Occurrence of Law Breaking in E-business Entrepreneurs. *Education and Management of Entrepreneurship*, 1(1), 71–86. <https://doi.org/10.22126/EME.2023.2506>. (In Persian).

- Loughran, T., & McDonald, B. (2014). Regulation and financial disclosure: The impact of plain English. *Journal of Regulatory Economics*, 45(1), 94–113. <https://doi.org/10.1007/s11149-013-9236-5>
- Lounsbury, M. (2007). A tale of two cities: Competing logics and practice variation in the professionalizing of mutual funds. *Academy of Management Journal*, 50(2), 289–307. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2007.24634436>
- Luu, L., Chu, D.-H., Olickel, H., Saxena, P., & Hobor, A. (2016). Making Smart Contracts Smarter. *Proceedings of the 2016 ACM SIGSAC Conference on Computer and Communications Security*, 254–269. <https://doi.org/10.1145/2976749.2978309>
- Lyandres, E., Palazzo, B., & Rabetti, D. (2022). Initial Coin Offering (ICO) Success and Post-ICO Performance. *Management Science*, 1–22. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2022.4312>
- McKenny, A. F., Allison, T. H., Ketchen, D. J., Short, J. C., & Ireland, R. D. (2017). How Should Crowdfunding Research Evolve? A Survey of the Entrepreneurship Theory and Practice Editorial Board. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 291–304. <https://doi.org/10.1111/etap.12269>
- Merriam, S. B., & Tisdell, E. J. (2015). *Qualitative research: A guide to design and implementation*. John Wiley & Sons. <https://www.wiley.com/en-ae/Qualitative+Research:+A+Guide+to+Design+and+Implementation,+4th+Edition-p-9781119003618>
- Micelotta, E., Lounsbury, M., & Greenwood, R. (2017). Pathways of Institutional Change: An Integrative Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 43(6), 1885–1910. <https://doi.org/10.1177/0149206317699522>
- Miles, M. B., & Huberman, A. M. (1994). *Qualitative data analysis: An expanded sourcebook*. sage. [https://books.google.com/books/about/Qualitative\\_Data\\_Analysis.html?id=U4IU\\_-wJ5QEC](https://books.google.com/books/about/Qualitative_Data_Analysis.html?id=U4IU_-wJ5QEC)
- Moezzi, A., Chitsaz, E., & Sadeghi, H. (2023). Equity Crowdfunding: Solutions and Structures. *Entrepreneurship and Innovation Research*, 2(1), 91–109. [https://journal.iransaei.ir/article\\_173046.html?lang=en](https://journal.iransaei.ir/article_173046.html?lang=en). (In Persian).
- Momtaz, P. P. (2020). Initial coin offerings. *PLoS ONE*, 15(5), e0233018. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0233018>
- Momtaz, P. P. (2021). Initial coin offerings, asymmetric information, and loyal CEOs. *Small Business Economics*, 57(2), 975–997. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00335-x>
- Myalo, A. S., & Glukhov, N. Y. (2019). Factors of success of initial coin offering. empirical evidence from 2016-2019. *Finance: Theory and Practice*, 23(5), 30–49. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2019-23-5-30-49>
- Nicholls, A. (2010). The legitimacy of social entrepreneurship: Reflexive isomorphism in a pre-paradigmatic field. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(4), 611–633. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00397.x>
- Ortiz, M., & Behm-Morawitz, E. (2015). Latinos' perceptions of intergroup relations in the United States: The cultivation of group-based attitudes and beliefs from English- and Spanish-language television. *Journal of Social Issues*, 71(1), 90–105. <https://doi.org/10.1111/josi.12098>
- Parkin, M. (2010). *Microeconomics* (9th ed.). Pearson Education Inc. <https://lib.hpu.edu.vn/handle/123456789/22181>
- Perez, C., Sokolova, K., & Konate, M. (2020). Digital social capital and performance of initial coin offerings. *Technological Forecasting and Social Change*, 152, 119888. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2019.119888>
- 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>
- Pollock, T. G., & Rindova, V. P. (2003). Media Legitimation Effects in the Market for Initial Public Offerings. *Academy of Management Journal*, 46(5), 631–642. <https://doi.org/10.5465/30040654>
- Rao, H., Greve, H. R., & Davis, G. F. (2001). Fool's gold: Social proof in the initiation and abandonment of coverage by Wall street analysts. *Administrative Science Quarterly*, 46(3), 502–526. <https://doi.org/10.2307/3094873>
- 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. <https://doi.org/10.1509/jmkg.72.4.58>
- Roosenboom, P., van der Kolk, T., & de Jong, A. (2020). What determines success in initial coin offerings? *Venture Capital*, 22(2), 161–183. <https://doi.org/10.1080/13691066.2020.1741127>
- Rossman, G. (2014). The Diffusion of the Legitimate and the Diffusion of Legitimacy. *Sociological Science*, 1(5), 49–69. <https://doi.org/10.15195/v1.a5>
- Scott, W. R. (2013). *Institutions and organizations: ideas, interests, and identities*. SAGE Publications. [https://books.google.com/books?id=NbQgAQAQBAJ&lr=&source=gbs\\_navlinks\\_s](https://books.google.com/books?id=NbQgAQAQBAJ&lr=&source=gbs_navlinks_s)
- Singh, J. V., Tucker, D. J., & House, R. J. (1986). Organizational Legitimacy and the Liability of Newness. *Administrative Science Quarterly*, 31(2), 171. <https://doi.org/10.2307/2392787>
- Sokolova, K., & Perez, C. (2018). The digital ingredients of donation-based crowdfunding. A data-driven study of Leetchi projects and social campaigns. *Journal of Decision Systems*, 27(3), 146–186. <https://doi.org/10.1080/12460125.2019.1587133>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
- Swan, M. (2015). Blockchain: Blueprint for a new economy. In *O'Reilly Media, Inc.* “O'Reilly Media, Inc.” <https://books.google.com/books/about/Blockchain.html?id=RHJmBgAAQBAJ&pgis=1>
- Tina Dacin, M., Goodstein, J., & Richard Scott, W. (2002). Institutional Theory and Institutional Change: Introduction to the

- Special Research Forum. *Academy of Management Journal*, 45(1), 45–56. <https://doi.org/10.5465/amj.2002.6283388>
- Tornikoski, E. T., & Newbert, S. L. (2007). Exploring the determinants of organizational emergence: A legitimacy perspective. *Journal of Business Venturing*, 22(2), 311–335. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.12.003>
- Tost, L. P. (2011). An integrative model of legitimacy judgments. *Academy of Management Review*, 36(4), 686–710. <https://doi.org/10.5465/amr.2010.0227>
- Tran, T., Dontham, M. R., Chung, J., & Lee, K. (2016). How to Succeed in Crowdfunding: a Long-Term Study in Kickstarter. *ArXiv Preprint ArXiv:1607.06839*. <http://arxiv.org/abs/1607.06839>
- Tschorsch, F., & Scheuermann, B. (2016). Bitcoin and beyond: A technical survey on decentralized digital currencies. *IEEE Communications Surveys and Tutorials*, 18(3), 2084–2123. <https://doi.org/10.1109/COMST.2016.2535718>
- Zaheer, S. (2017). Overcoming the liability of foreignness. *Academy of Management Journal*, 38(2), 362–380. <https://doi.org/10.5465/256683>
- Zeinali, M.-M., Chitsaz, E., & Mohammadi-Elyasi, G. (2022). A Framework for Developing Entrepreneurial Learning: A Study in Blockchain-based Businesses. *Journal of Entrepreneurship Research*, 1(1), 17–30. <https://doi.org/10.22034/JER.2022.696665>. (In Persian).
- Zheng, H., Li, D., Wu, J., & Xu, Y. (2014). The role of multidimensional social capital in crowdfunding: A comparative study in China and US. *Information and Management*, 51(4), 488–496. <https://doi.org/10.1016/j.im.2014.03.003>
- Zimmerman, M. A., & Zeitz, G. J. (2002). Beyond survival: Achieving new venture growth by building legitimacy. *Academy of Management Review*, 27(3), 414–431. <https://doi.org/10.5465/AMR.2002.7389921>
- Zuckerman, E. W. (1999). The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount. *American Journal of Sociology*, 104(5), 1398–1438. <https://doi.org/10.1086/210178>
- Zuckerman, E. W. (2000). Focusing the corporate product: Securities analysts and de-diversification. *Administrative Science Quarterly*, 45(3), 591–619. <https://doi.org/10.2307/2667110>