

# 基于最优区分视角的互联网 创业叙事与投资者决策\*



梁 晗 黄苏萍

(首都经济贸易大学工商管理学院,北京 100070)

**内容提要:**面对互联网众筹创业情境下多重逻辑共存的大众投资者,创业者如何在“动之以情”与“晓之以理”的创业叙事中寻求平衡以获得投资者青睐,是决定能否成功获取创业资源的重要环节。基于最优区分理论视角,本文通过实证检验得出结论:动之以情的创业叙事有利于提升大众投资者的投资意愿,这一积极作用主要来源于叙事内容(身份相似性)而非叙事方式(情感型语言风格);晓之以理的创业叙事有利于提升投资者的投资规模,这一积极作用主要来源于叙事方式(逻辑型语言风格)而非叙事内容(项目独特性);投资者经验弱化了晓之以理的创业叙事对投资意愿的负面影响,同时强化了晓之以理的创业叙事对投资规模的提升作用。本文据此提炼出基于受众经验的创业叙事系统性协奏模式,弥补了创业叙事平衡策略的研究不足,也揭示了大众投资者向专业投资者转变的群体演化现象,为打破互联网创业资源瓶颈提供模式借鉴和理论启示。

**关键词:**创业叙事 语言风格 投资者决策 投资者经验 最优区分理论

**中图分类号:**C939; F830.59 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)11—0188—21

## 一、引言

在金融科技创新背景下,互联网众筹应运而生,为创业者提供了直面海量大众投资者以获得融资的在线平台,形成了数字经济时代新兴的融资模式。在这一情境下,创业叙事作为一种资源获取战略备受创业者和研究者的关注。正所谓“成功的创业者都是擅长讲故事的人”(Martens等,2007<sup>[1]</sup>;Garud等,2014<sup>[2]</sup>),尤其是在面向海量创业者和大众投资者的众筹情境下,创业叙事作为一种有效沟通的“公共语言”,被视为一个说服的过程,影响着大众投资者对创业项目的认知和评估(Parhankangas和Renko,2017<sup>[3]</sup>;Majumdar和Bose,2018<sup>[4]</sup>;Moss等,2018<sup>[5]</sup>),而这一说服效果取决于是否迎合了大众投资者的评估逻辑。然而,关于大众投资者是否为理性的投资者群体一直备受争议。有研究认为大众投资者并非以理性的商业导向来评估创业项目(Frydrych等,2014)<sup>[6]</sup>,倾向于以社区逻辑进行决策(Fisher等,2017)<sup>[7]</sup>,而这一逻辑以情感联系为认同感来源(Thornton等,2012)<sup>[8]</sup>。此外,大众投资者也由于其新兴属性而存在着千差万别的群体内异质性(Parhankangas和Renko,2017)<sup>[3]</sup>,尤其是在投资经验和能力方面(Davis等,2017)<sup>[9]</sup>。随着互联网

收稿日期:2022-04-13

\* 基金项目:国家自然科学基金青年项目“国际化众筹创业的最优区分创新模式及其动态演化研究”(72202144);首都经济贸易大学北京市属高校基本科研业务费专项资金“互联网众筹情境下的创业叙事平衡行为与融资绩效关系研究”(XRZ2021003);首都经济贸易大学科研项目-青年学术创新团队(QNTD202203)。

作者简介:梁晗,女,讲师,管理学博士,研究方向是创新创业,电子邮箱:lianghan@cueb.edu.cn;黄苏萍,女,教授,管理学博士,研究方向为企业社会责任与企业家领导力,电子邮箱:hsp@cueb.edu.cn。通讯作者:黄苏萍。

众筹的日益成熟,重复投资行为也日益普遍。在本文样本中,大众投资者重复投资行为比例从2012年的17.1%上升到2018年的59.6%。这意味着大众投资者群体在众筹行业的成熟发展下逐渐出现分化,衍生出一部分具有专业知识储备和投资经验的核心投资群体。因此,面临着多重逻辑共存的大众投资者,互联网众筹创业者应采取“动之以情”还是“晓之以理”的创业叙事策略,亦或是在感性与理性、合法性与竞争性的权衡中寻求一种平衡策略,以获得大众投资者的青睐,成为创业实践中亟待解决的关键议题。

然而,这一互联网众筹创业叙事的平衡挑战和受众挑战尚未引起研究者的充分重视。第一,已有互联网众筹的创业叙事相关研究往往聚焦于所传达的某一信号或某种语言风格,忽略了创业叙事作为一个囊括了叙事内容和叙事方式的集合体,缺乏对其内容和方式等不同维度的探究,难以深刻揭示“动之以情”和“晓之以理”两种不同创业叙事风格发挥作用的具体机理及其效果,难以为应对创业叙事平衡挑战提供模式借鉴。第二,已有互联网众筹的相关研究大多将大众投资者视为以项目为单位的群体集合,将“一对多”关系转变为创业者与以项目为单位的大众投资者群体的“一对一”关系,忽略了大众投资者评估和决策的微观过程(张卫国等,2020)<sup>[10]</sup>,尚未能清晰地揭示大众投资者对互联网众筹创业叙事的评估逻辑和过程。

综上所述,究竟是动之以情还是晓之以理的创业叙事更有利于触动大众投资者提供资源支持?投资经验不一的大众投资者的评估逻辑又如何引发创业叙事成效的差异?已有研究尚未给予解答。基于此,本文致力于回应互联网众筹情境下创业叙事的平衡挑战和受众挑战,通过Python数据挖掘技术获取Indiegogo众筹平台的创业项目和大众投资者投资数据,探究大众投资者评估动之以情和晓之以理的创业叙事的微观过程,揭示其评估过程的阶段差异性和评估逻辑异质性,厘清这一新模式下的创业范式,为创业行为和投资决策提供借鉴。

## 二、文献综述与理论分析

### 1. 互联网众筹创业叙事与投资者决策

创业往往伴随着高度的信息不对称和合法性缺失困境,创业叙事成为创业者向广泛受众传达其创业项目细节与愿景、表明主张与企业身份的一种有效沟通方式。这一意义建构过程也被视为“向外推介”和“向内引入”的互动过程,前者是指创业者通过创业叙事说服利益相关者的过程,后者是指利益相关者对创业叙事的信息反馈、交流互动、提供支持(或反对、摇摆不定)的过程(张慧玉和程乐,2017)<sup>[11]</sup>。创业叙事应用于资源获取的研究经历了从广泛的行业背景(Aldrich和Fiol,1994)<sup>[12]</sup>、具体的企业情境(Lounsbury和Glynn,2001)<sup>[13]</sup>、利益相关者(Zimmerman和Zeitl,2002)<sup>[14]</sup>到具体类别的利益相关者(如投资者)(Martens等,2007)<sup>[1]</sup>逐渐聚焦,近年来被进一步拓展至互联网众筹情境,成为互联网众筹创业者普遍采取的策略之一(Parhankangas和Renko,2017)<sup>[3]</sup>。众筹创业项目大多处于初期或萌芽阶段,一些产品或服务甚至处于概念阶段,因此,潜在投资者对项目的评估往往依赖于创业者主动在众筹平台或社交平台开展的创业叙事行为,尤其是其中传达的项目信息和个人信息(刘刚等,2021)<sup>[15]</sup>。

创业叙事是创业者“叙述”创业过程中的“故事”,因此其研究也主要围绕两方面展开:“故事”内容和“叙述”方式(Garud等,2014)<sup>[16]</sup>。叙事内容方面,在创业的萌芽和早期阶段,“故事”内容往往是关于“我们将成为谁”以及“我们将要做什么”的叙事(Lounsbury和Glynn,2001)<sup>[13]</sup>。例如,Allison等(2015)<sup>[17]</sup>将对创业机会的描述区分为商业机会或帮助他人的机会两种类型,并发现前者更能引起大众投资者的积极回应。也有研究区分了叙事中的经济信号和规范信号(Jancenelle等,2018)<sup>[18]</sup>、议题相关线索和边缘性线索,发现两者的作用差异取决于大众投资者的评估能力和动机(Allison等,2017)<sup>[19]</sup>。叙事方式方面,越来越多的研究回归到叙事中的语言属性产生的重要

影响(Kim等,2016<sup>[20]</sup>;Parhankangas和Renko,2017<sup>[3]</sup>;王伟等,2016<sup>[21]</sup>)。例如,采用积极心理资本语言、亲社会语言、情感型语言风格有利于获得大众投资者的支持(Anglin等,2018<sup>[22]</sup>;Wuillaume等,2019<sup>[23]</sup>)。然而,Majumdar和Bose(2018)<sup>[4]</sup>研究发现,在创业叙事中传达理性和可信的呼吁更有可能增加接受投资的可能性。另外,也有研究将互联网众筹视为介于社会导向和经济导向之间的混合模式,区分了以社会价值或经济价值为单一语言导向和以混合社会与经济价值的多元语言导向。总之,由于互联网众筹中社会导向与商业导向共存、合法性压力与竞争性压力双重加剧的现状(Moss等,2018)<sup>[5]</sup>,创业叙事的相关研究日益关注到在感性与理性、合法性与竞争性等双重制度逻辑下,不同信号的比较与权衡。

然而,尽管互联网众筹领域展开了创业叙事如何促进融资绩效的相关研究,但已有研究一方面尚未形成动之以情和晓之以理的创业叙事平衡策略框架,也未形成囊括叙事内容和叙事方式的多维度系统模型;另一方面,大多数研究以众筹项目的融资绩效来衡量创业叙事的成效,缺乏对大众投资者个体层面的关注。由于互联网众筹模式下,数量众多的大众投资者以非正式的群体投资方式组合在一起(Mckenny等,2017)<sup>[24]</sup>,也被称为大量的小投资者共同为创业项目投资(Ahlers等,2015)<sup>[25]</sup>。因此,已有研究大多将投资于同一创业项目的大众投资者群体视为基本单位,采用某一项目所吸引到的融资金额(Frydrych等,2014<sup>[6]</sup>;Kromidha和Robson,2016<sup>[26]</sup>)、融资人数(Colombo等,2015<sup>[27]</sup>;Da Cruz,2018<sup>[28]</sup>)、融资比例(Zheng等,2014)<sup>[29]</sup>、融资速度(Kim等,2016)<sup>[20]</sup>等来衡量大众投资者这一群体的投资决策结果,也由于部分平台数据不可得等客观原因而忽略了对投资者个体决策过程的剖析,例如Da Cruz(2018)<sup>[28]</sup>的研究指出,每个大众投资者个体的投资金额反映了该投资者对项目的评估,但由于缺乏这一信息,所以采用平均值的方式进行替代。然而,这种以群体层面的变量进行替代的方式存在的主要问题在于丢失了个体层面的差异信息,难以反映每一位大众投资者个体对项目的真实评估,也难以比较不同评估逻辑下产生的差异化评估结果。因此,有必要对大众投资者群体进行解构,回归到每一位参与其中的投资者个体层面,关注其评估创业叙事的投资决策微观过程。

## 2. 最优区分视角:合法性逻辑与竞争性逻辑的平衡

创业叙事在动之以情和晓之以理两种不同风格之间的权衡,本质上反映的是合法性逻辑和竞争性逻辑的权衡。新创企业的创新属性和新生弱性使其同时面临严峻的竞争态势和制度约束。为了应对这一双重压力,新创企业既要遵循竞争性逻辑,通过彰显独特性来谋求竞争优势,同时也要遵循合法性逻辑,通过彰显相似性以遵从现有的制度范式,弥补合法性缺失。最优区分理论提出战略平衡视角,强调适度差异化有助于平衡双重逻辑(Deephouse,1999)<sup>[30]</sup>,使企业在获得竞争性优势时也保持合法性优势,这一适度差异化被称为最优区分度。然而,已有最优区分理论主流观点局限于在同一维度上实现趋同和差异化的零和博弈。有研究则主张,实现最优区分的路径是考虑多个维度的结构平衡,形成多维协奏观点(Zhao等,2017<sup>[31]</sup>;Mcknight和Zietsma,2018<sup>[32]</sup>)。这一观点为本文平衡动之以情和晓之以理的创业叙事模式提供了理论方向。基于此,本文将创业叙事沿着“叙”(叙事方式)和“事”(叙事内容)两个维度进行解构,延续合法性和竞争性双重逻辑,区分了“叙”方面的情感型和逻辑型语言风格,在“事”方面区分了创业者身份的相似性特征和创业项目的独特性特征,基于多维度解构探索创业叙事的创新协奏模式。

此外,有研究也强调应重点关注受众视角,对不同受众评估逻辑的差异性、动态性及过程性的揭示,将成为解释最优区分行为结果的重要中介机制(Zhao等,2017<sup>[31]</sup>;郭海和李永慧,2019<sup>[33]</sup>)。深入受众的评估过程,已有研究提出了“两阶段评估”观点(Zuckerman,1999<sup>[34]</sup>;Zuckerman,2016<sup>[35]</sup>),该观点认为,受众的评估将经历两个阶段,首先是聚焦于合法性的范畴化阶段,在这一阶段企业往往需要通过受众的合法性评估以进入被考虑范围,随后进入聚焦于竞争性的选择性阶段,

进入考虑范畴的企业需要进一步凸显竞争优势使其脱颖而出并最终获得受众青睐。这一观点也为剖析大众投资者对创业项目的评估过程提供了借鉴,大众投资者做出最终的投资决策并非是一蹴而就的,而是经历了上述范畴化和选择性阶段:一是通过范畴化进入投资意愿决策阶段,在众筹平台的海量项目中,被评估为具有合法性的创业项目将进入大众投资者的考虑范围,触发其产生投资意愿;二是通过选择性进入投资规模决策阶段,大众投资者通过对上一阶段具有投资意愿的项目加以比较,根据竞争优势的高低决定其支持程度,做出投资规模决策。经历这一微观的决策过程,最终呈现为大众投资者的投资行为,即是否进行了投资以及投资了多少金额。然而,在不同的决策阶段,投资者的评估逻辑有所侧重,可能引发对动之以情还是晓之以理的创业叙事的差异化期望和评估,进而影响创业叙事的成效。

综上,本文借鉴最优区分理论的新视角,提出以下研究框架(如图1所示):一是延续多维协奏观点,从叙事内容和叙事方式两方面对动之以情和晓之以理的创业叙事加以具象化;二是延续两阶段评估观点,深入剖析投资者投资决策的微观过程,探究在不同评估逻辑主导下的投资意愿决策阶段和投资规模决策阶段中,动之以情和晓之以理的创业叙事发挥的差异化成效,探索创业叙事的创新协奏模式。

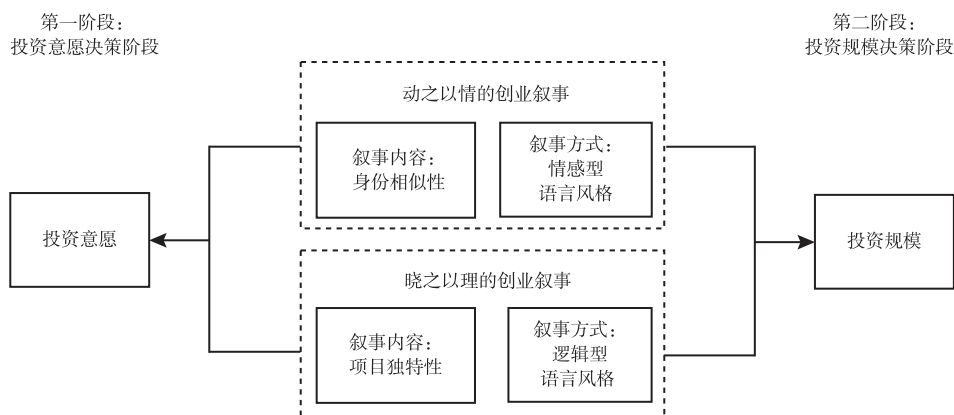


图1 研究框架

资料来源:作者整理

### 三、研究假设

#### 1. 投资意愿决策阶段:动之以情与晓之以理的创业叙事

(1)动之以情的创业叙事与大众投资者的投资意愿。在投资意愿决策阶段,大众投资者通过浏览海量的创业项目,选择相对具备合法性的项目并成为其中的参与者。一些研究也指出,有别于传统的投资情境,主导互联网众筹大众投资者的是社区逻辑(Thornton等,2012)<sup>[8]</sup>,从这一逻辑出发,大众投资者的参与初衷并非仅仅是一种投资行为,更是一种希望融入这一社区集体的倾向。在这一阶段,符合这一社区导向的合法性逻辑成为关键,合法性程度备受关注。因此,创业者采用动之以情的创业叙事更具成效,有利于触发投资者融入集体的投资意愿。

从叙事内容来看,强调身份相似性充当了一种合法性信号,有利于提升投资者的投资意愿。创业者身份是创业者个人内在需求和心理状态的反映(Shepherd和Haynie,2009)<sup>[36]</sup>,同时也是一种声明活动和意义建构方式,传达了创业者及其创业企业的信号、属性、特征和意义等。当创业者强调了高相似性程度的身份时,表明了对现有互联网众筹情境下主流创业者角色的认可和趋同,这一制度同构行为既传递了合法性信号,响应了大众投资者的合法性期望,也与投资意愿决策阶段的合

法性逻辑相吻合,因此有助于提升大众投资者的投资意愿。从叙事方式来看,情感型语言风格有助于产生情感共鸣,吸引投资者加入。情感型语言风格是一种采用情绪相关词汇的情绪化叙事方式,包含积极情绪和消极情绪表达(Wolfe 和 Shepherd,2015)<sup>[37]</sup>,与之相对的是采用中性词汇并基于信息进行客观表达的叙事方式。心理学研究表明,通过一种唤起情感共鸣而非客观的方式更有可能获得支持(Dickert 等,2011)<sup>[38]</sup>。在互联网众筹情境中,情感型语言风格发挥的情感共鸣作用得到研究者的关注。由于与传统的专业投资者相比,大众投资者缺乏经验,因此较为依赖创业叙事中的情感表达,情感因素与投资决策息息相关(Davis 等,2017<sup>[9]</sup>;Wuillaume 等,2019<sup>[23]</sup>)。Parhankangas 和 Renko(2017)<sup>[3]</sup>的研究发现,在情感层面上与大众投资者建立联系,降低心理距离对融资绩效产生了积极影响。Anglin 等(2018)<sup>[22]</sup>也发现,传达积极心理资本的创业者获得了更优秀的融资结果。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>:动之以情的创业叙事有利于提升大众投资者的投资意愿。

H<sub>1a</sub>:动之以情的创业叙事内容有利于提升大众投资者的投资意愿。

H<sub>1b</sub>:动之以情的创业叙事方式有利于提升大众投资者的投资意愿。

(2)晓之以理的创业叙事与大众投资者的投资意愿。在触发投资者的投资意愿阶段,相比于竞争性逻辑,合法性逻辑发挥了更强的作用。与此同时,竞争性逻辑的发挥还有赖于投资者的知识经验积累。大众投资者作为一种非专业型投资者的新兴投资者群体,专业投资知识和技术能力评估等方面普遍较为薄弱。因此,晓之以理的创业叙事可能由于难以理解而引发高风险感知,反而削弱了大众投资者加入项目的意愿。

从叙事内容而言,过于强调项目独特性反而可能加剧创业的合法性缺失困境,对触发投资者的投资意愿带来不利影响。根据战略范畴化的原型观点,原型企业被视为该类别中处于平均位置的成员(Haans,2019)<sup>[39]</sup>,而独特性则意味着该创业项目与其同范畴原型成员的差异化程度(Barlow 等,2019)<sup>[40]</sup>。基于制度视角的同构观点,趋同于某一范畴内的中心位置越有可能被外部利益相关者视为合法,这一合法性认知有利于促进资源持有者提供资源支持(Deephouse,1999)<sup>[30]</sup>。当项目独特性越高时,越偏离该范畴的中心平均位置,进一步加剧大众投资者对项目的风险感知,进而降低其投资意愿。从叙事方式而言,逻辑型语言风格叠加难以理解的项目独特性可能会引发逻辑过度,降低投资者的投资意愿。创业叙事的一个关键目标是简化复杂性(Aldrich 和 Fiol,1994)<sup>[12]</sup>,尤其是互联网众筹项目处于非常初期的阶段,缺乏较为客观的绩效证据支持其独特性创新和竞争优势。当创业叙事传达了难以理解的独特性叠加逻辑型语言风格,可能会引发理性逻辑过度,提高理解难度并导致复杂化,例如,Falbe 和 Yukl(1992)<sup>[41]</sup>研究发现,提供逻辑论证的理性说服既有可能促进承诺,也可能产生抵制效应。Elsbach 和 Eloffson(2000)<sup>[42]</sup>研究指出,难以理解的理性可能会降低对信息来源者可信度的评估。因此,在大众投资者缺乏解读信息的专业化知识背景的情况下,逻辑型语言风格发挥的作用有限,甚至可能造成理性逻辑过度,引发困惑、质疑和信息不对称,从而降低创业项目对投资者的吸引。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>:晓之以理的创业叙事不利于提升大众投资者的投资意愿。

H<sub>2a</sub>:晓之以理的创业叙事内容不利于提升大众投资者的投资意愿。

H<sub>2b</sub>:晓之以理的创业叙事方式不利于提升大众投资者的投资意愿。

## 2. 投资规模决策阶段:动之以情与晓之以理的创业叙事

(1)动之以情的创业叙事与大众投资者的投资规模。值得关注的是,投资意愿决策阶段和投资规模决策阶段之间存在传统创业融资情境选择假说所强调的序贯抽样问题,即评估结果较差的项目不会通过投资意愿阶段,只有通过了投资意愿阶段的项目才会进入到考察多少投资额的投资规模阶段。这也意味着,在投资规模这一环节,项目普遍得到了认可,合法性困境有所缓解,取而代

之的是愈发明显的竞争性逻辑。随着创业过程的推进和大众投资者以投资者角色纳入创业者的社会网络,基于情感信任的信息作用逐渐弱化,甚至可能引发项目真实信息和竞争性信号的模糊而产生负作用(刘刚等,2021)<sup>[15]</sup>。因此,在这一阶段,动之以情的创业叙事可能掩盖创业项目的竞争性优势,从而降低投资者的投资规模。

从叙事内容而言,身份相似性传达了与竞争性逻辑相违背的同质化信号,降低了项目吸引力。投资规模决策阶段竞争性逻辑愈发占据主导地位,此时强调身份相似性传达了趋于同质化的信号,与竞争性信号相抵消,降低大众投资者对创业项目取得成功的预期,不利于调动投资者的积极性。从叙事方式而言,情感型语言风格弱化并模糊了项目竞争性优势信号的传达,对大众投资者的投资规模产生削弱作用。第一,随着基于情感信任的逻辑与合法性逻辑的逐渐弱化,情感型语言风格的共鸣作用大打折扣,甚至这类情绪性的表达风格可能被视为一种有意的诱导行为,容易引起大众投资者质疑创业叙事信息的真实性以及创业者的能力和动机。第二,情感的影响除了引起共鸣,还有必要结合其他认知性因素(Jennings等,2015)<sup>[43]</sup>,即在包含认知性的叙事内容和情绪性的表达方式的创业叙事整体框架下进行考虑。采用情感型语言风格更多地是反映创业者的主观态度和情感,分散了大众投资者对创业叙事认知性信息的关注度和解读信号的清晰度。对于大众投资者而言,更期望获得超出创业者个人主观评估的事实信息作为投资依据,并倾向于做出自己的客观判断而非依赖创业者的主观认知。Kim等(2016)<sup>[20]</sup>基于众筹情境的实证研究也验证了创业者大量的自我评估适得其反,降低了所传达信号的清晰度,对大众投资者清晰地观察信号造成阻碍,进而降低融资绩效。因此,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>:动之以情的创业叙事不利于提升大众投资者的投资规模。

H<sub>3a</sub>:动之以情的创业叙事内容不利于提升大众投资者的投资规模。

H<sub>3b</sub>:动之以情的创业叙事方式不利于提升大众投资者的投资规模。

(2)晓之以理的创业叙事与大众投资者的投资规模。进入投资规模决策阶段,大众投资者的角色也由前述的参与者角色转变为投资者角色,角色认知的转变和针对提供多少资金支持的考量,将促使其主要采用竞争性逻辑对项目进行评估。此时,与竞争性逻辑相吻合的晓之以理的创业叙事能够提供更清晰的竞争性优势信号,从而有利于提升投资者的投资规模。

从叙事内容而言,项目独特性充当着一种竞争性优势信号,提高了对大众投资者的吸引力,有利于提升投资者的投资规模。延续战略视角的差异化定位观点,项目独特性程度越高,意味着该创业项目越远离密集的资源争夺空间,竞争激烈程度降低(Deephouse,1999<sup>[30]</sup>;Haans,2019<sup>[39]</sup>)。同时,独特性信号为创业项目提供了竞争优势,更有利于吸引利益相关者关注,从而获得资源支持(Zuckerman,2016)<sup>[35]</sup>。尤其是创业情境下,强调项目独特性响应了Stinchcombe(1965)<sup>[44]</sup>所强调的创业逻辑,即证明新的想法与现有解决方案相比是必要的,并说服利益相关者通过这种不同的、更好的新方式能够获得利益。因此,基于这一机制,独特性有利于提升创业项目的竞争性优势,对大众投资者的投资规模产生正向影响。从叙事方式而言,逻辑型语言风格与竞争性评估逻辑相吻合,能够为投资者识别竞争性信号提供线索,提高项目吸引力。不同于侧重感性层面的情感型语言风格,逻辑型语言风格通常基于理性的分析性思维,依托逻辑性词汇进行叙事,实现意义建构。创业叙事研究指出,有效连接因果有利于人们理解模棱两可的情况,起到意义建构的作用,这一作用在创业情境下尤为显著(Martens等,2007)<sup>[1]</sup>。对于进入这一阶段的创业项目,其项目合法性已经得到了投资者的基本认可,此时创业者采用逻辑型语言风格进行创业叙事,有利于为大众投资者提供解读信息的线索词,促进其对创业项目信息形成有效的意义建构并转化为竞争性信号,从而提升投资规模。因此,本文提出如下假设:

H<sub>4</sub>:晓之以理的创业叙事有利于提升大众投资者的投资规模。

$H_{4a}$ : 晓之以理的创业叙事内容有利于提升大众投资者的投资规模。

$H_{4b}$ : 晓之以理的创业叙事方式有利于提升大众投资者的投资规模。

## 四、研究设计

### 1. 样本选择与处理

首先,关于样本选择,基于投资者层面数据可得性的考虑,选择众筹平台 Indiegogo 作为样本来源;考虑项目差异性,将范围进一步聚焦到最优区分压力更为明显的技术创新类项目。其次,关于样本处理,结合互联网众筹情境下创业项目与大众投资者的“一对多”关系,限定项目类别和投资时间因素对创业项目和投资者的相关数据进行交叉合并;为避免其他众筹平台产生的干扰效应,删除部分在其他众筹平台具有融资经历的项目;删除创业叙事的原始文本资料少于 16 个词汇(1%分位值)的项目样本;删除未披露具体投资金额的投资者及相关投资行为信息缺失的投资者样本。最终,本文收集了 2012—2018 年共计 516662 条投资规模观测值和 5731220 条投资意愿观测值。

### 2. 变量测量

(1)解释变量。创业叙事关注“故事”内容和“叙述”方式两方面(Garud 等,2014b)<sup>[16]</sup>,结合最优区分理论,本文关注动之以情的创业叙事,包含叙事内容(身份相似性)和叙事方式(情感型语言风格);以及晓之以理的创业叙事,包含叙事内容(项目独特性)和叙事方式(逻辑型语言风格)。

动之以情的创业叙事(*Emotional*)。在叙事内容方面,身份相似性(*Similarity*)指某一项目的创立者所强调的个人身份,与同年度同类项目创业者身份相比的相似性程度,参照 Martens 等(2007)<sup>[11]</sup>生成相似度的方法进行测量。具体而言:一是依托创业者在众筹项目界面的个人身份标签,借鉴 Cardon 等(2009)<sup>[45]</sup>、Mathias 和 Williams(2014)<sup>[46]</sup>的创业者身份分类及互联网众筹情境特征,编码形成管理者、创业者、发展者、众筹者和技能者五类身份;二是分别计算每一种创业者身份在同年度同类别项目的创业者身份中出现的频度,结合本文的数据特征以 40%的频度为界限,超过这一频度的身份划定为相似性身份(Martens 等,2007)<sup>[11]</sup>,身份相似性等于创业者所传达的每一个相似性身份的频度之和;三是进行 Z-score 标准化处理。在叙事方式方面,本文关注较为感性的情感型语言风格(*Affective*),借鉴 Parhankangas 和 Renko(2017)<sup>[3]</sup>的研究,采用语言分析工具 LIWC 的 *Affective processes*(情绪化过程)词汇作为基准字典,计算项目详情中的情绪性词汇占比(Pennebaker 等,2015)<sup>[47]</sup>,在此基础上进行 Z-score 标准化处理以排除量纲影响。通过叙事内容和方式的加总生成动之以情的创业叙事变量。

晓之以理的创业叙事(*Rational*)。在叙事内容方面,项目独特性(*Distinctiveness*)反映的是创业项目与众不同的程度,为进一步明确与“谁”不同,本文限定同年度同类别项目为参照点。借鉴 Haans(2019)<sup>[39]</sup>和 Barlow 等(2019)<sup>[40]</sup>的研究,首先,对叙事文本进行预处理转化为创业文本分析语料,按照项目类别和年份加以聚合。其次,以同年度同类别文本语料库为参照点,先采用 gensim 包中的 TF-IDF 模型计算与参照点相比的相似性程度,再通过 1 减去相似性数值得到独特性数值。在叙事方式方面,关注较为理性的逻辑型语言风格(*Analytical*),采用 LIWC 测算的 *Analytical thinking*(分析性思维)加以衡量(Pennebaker 等,2015)<sup>[47]</sup>。此外,对项目独特性和逻辑型语言风格进行 Z-score 标准化处理,两者加总生成晓之以理的创业叙事变量。

(2)被解释变量:投资意愿(*Willingness*)和投资规模(*Investment*)。投资者对创业叙事的评估最终反映为投资决策。首先表现为投资意愿决策,当潜在投资者对某项目做出投资的决策时,赋值为 1,不投资时赋值为 0。其次表现为投资规模决策,大众投资者所面临的下一个行为决策是投资金额的决定,为降低可能的异方差影响,本文进一步对投资金额采用对数化处理。

(3)控制变量。本文控制了大众投资者和创业者个体层面的行为,以及创业项目层面的影响

因素,具体包括投资经验 (*Binvest*)、众筹次数 (*Bfund*)、评论次数 (*Bcomment*)、创业团队规模 (*Eteam*)、创业者众筹次数 (*Eexp*)、项目时长 (*Period*)、目标额度 (*Goal*)、目标类型 (*GType*)、人均投资额 (*Avgfund*)、项目来源国 (*Country*)、项目类别 (*Category*)、项目年份 (*Year*)、项目更新 (*Updates*)、项目评论 (*Comments*)、项目图片 (*Images*)、项目文本 (*Words*)。

本文模型所涉变量的测量方式如表 1 所示。

表 1 变量测量方式

变量类型	变量符号	中文释义	测量方式
被解释变量	<i>Willingness</i>	投资意愿	当投资者对某一项目进行投资时,赋值为 1,不投资时,赋值为 0
	<i>Investment</i>	投资规模	以投资者对某一项目的投资金额的对数值衡量
解释变量	<i>Emotional</i>	动之以情的创业叙事	身份相似性的标准化数值与情感型语言风格的标准化数值之和
	<i>Similarity</i>	叙事内容:身份相似性	创业者所传达的每一个相似性身份的频度之和的标准化数值 (Martens 等,2007) <sup>[1]</sup>
	<i>Affective</i>	叙事方式:情感型语言风格	利用 LIWC(2015) 计算叙事文本中情绪性词汇占比 (Parhankangas 和 Renko,2017) <sup>[3]</sup> 的标准化数值
	<i>Rational</i>	晓之以理的创业叙事	项目独特性的标准化数值与逻辑型语言风格的标准化数值之和
	<i>Distinctiveness</i>	叙事内容:项目独特性	创业项目文本信息与其同年度同类项目相比的差异化程度的标准化数值 (Haans,2019 <sup>[39]</sup> ; Barlow 等,2019 <sup>[40]</sup> )
	<i>Analytical</i>	叙事方式:逻辑型语言风格	利用 LIWC(2015) 计算创业叙事文本中的分析性思维得分 (Pennebaker 等,2015) <sup>[47]</sup> 的标准化数值
控制变量	<i>Binvest</i>	投资经验	大众投资者在众筹平台的项目投资的次数
	<i>Bfund</i>	众筹次数	大众投资者在众筹平台的项目发起次数
	<i>Bcomment</i>	评论次数	大众投资者在众筹平台的项目评价次数
	<i>Eteam</i>	创业团队规模	创业团队的人数 (Frydrych 等,2014) <sup>[6]</sup>
	<i>Eexp</i>	创业者众筹次数	创业者在众筹平台的项目发起次数 (Skirnevskiy 等,2017) <sup>[48]</sup>
	<i>Period</i>	项目时长	项目开始日期减去项目结束日期 (Da Cruz, 2018) <sup>[28]</sup>
	<i>Goal</i>	目标额度	众筹项目预期达到的融资金额的对数值 (Kim 等, 2016) <sup>[20]</sup>
	<i>GType</i>	目标类型	目标设定为灵活目标时,赋值为 1;设定为固定目标时,赋值为 0 (Cumming 等,2020) <sup>[49]</sup>
	<i>Avgfund</i>	人均投资额	融资金额除以投资人数的对数值 (Mollick, 2014) <sup>[50]</sup>
	<i>Country</i>	项目来源国	项目来源于平台所在地时赋值为 1,否则为 0 (Skirnevskiy 等,2017) <sup>[48]</sup>



续表 1

变量类型	变量符号	中文释义	测量方式
控制 变量	<i>Category</i>	项目类别	按照众筹平台项目分类生成虚拟变量(Skirnevskiy等,2017) <sup>[48]</sup>
	<i>Year</i>	项目年份	以项目开始时间为准,按照年份生成虚拟变量(Skirnevskiy等,2017) <sup>[48]</sup>
	<i>Updates</i>	项目更新	项目更新信息的频率(Da Cruz,2018) <sup>[28]</sup>
	<i>Comments</i>	项目评论	项目获得的评论数,以每千条为单位(Da Cruz,2018) <sup>[28]</sup>
	<i>Images</i>	项目图片	项目详情页面的图片数(Kim等,2016) <sup>[20]</sup>
	<i>Words</i>	项目文本	项目详情页面的单词数,以每千字为单位(Kim等,2016) <sup>[20]</sup>

### 3. 计量模型

(1) 投资意愿决策阶段。由于被解释变量投资意愿是 0-1 变量,本文采用 Logit 回归模型。令  $Willingness_i$  代表被解释变量投资意愿,  $X_i$  代表所有的解释变量,  $\beta_i$  代表系数,  $\mu_i$  为误差项。当大众投资者进行投资时,  $Willingness_i$  为 1, 否则为 0。Logit 模型是基于累积 Logistic 概率函数,  $P(\cdot)$  表示概率公式, 由  $\pi_i$  表示。Logit 模型的主要公式如下:

$$P(Willingness_i = 1) = \pi_i = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_i X_i + \mu_i)}} \quad (1)$$

求解  $\beta_i X_i + \mu_i$ , 得到其线性转换形式:

$$\ln\left(\frac{\pi_i}{1 - \pi_i}\right) = \beta_i X_i + \mu_i \quad (2)$$

其中,  $\frac{\pi_i}{1 - \pi_i}$  是  $Willingness_i = 1$  对  $Willingness_i = 0$  的机会比, 即进行投资对不进行投资的比率。

(2) 投资规模决策阶段。由于被解释变量投资规模是连续变量, 本文采用最小二乘法模型。一是检验动之以情的创业叙事与投资规模的关系, 并根据叙事内容和方式展开检验; 二是检验晓之以理的创业叙事与投资规模的关系, 并根据叙事内容和方式展开检验。主要公式如下:

$$Investment_i = \beta_0 + \beta_1 Emotional_i + \beta_i C_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$Investment_i = \beta_0 + \beta_1 Similarity_i + \beta_2 Affective_i + \beta_i C_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

$$Investment_i = \beta_0 + \beta_1 Rational_i + \beta_i C_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

$$Investment_i = \beta_0 + \beta_1 Distinctiveness_i + \beta_2 Analytical_i + \beta_i C_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

其中,  $C_i$  是一系列控制变量,  $\beta_0$  为常数项,  $\beta_1, \beta_2, \beta_i$  为待估系数,  $\varepsilon_i$  为误差项。

## 五、数据分析

### 1. 描述性统计

通过描述性统计和相关系数分析<sup>①</sup>, 可以发现, 模型核心变量间的相关系数大多低于 0.3, 通过计算, 投资意愿阶段和投资规模阶段所涉模型的平均 VIF 分别为 1.36、1.31, VIF 最大值为 2.24、2.05, 均低于多重共线边界值, 可排除多重共线性问题。

① 由于篇幅限制, 完整的描述性统计和相关系数表未在正文中展示, 如需具体信息, 请与作者联系。

表 2 核心变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
1. <i>Willingness</i>	5731220	0.090	0.286	0	1
<i>Investment</i>	516662	4.671	1.068	0.558	9.904
<i>Emotional</i>	5731220	-0.011	1.299	-2.624	3.245
<i>Similarity</i>	5731220	-0.001	0.997	-0.798	1.736
<i>Affective</i>	5731220	-0.016	0.893	-2.079	2.664
<i>Rational</i>	5731220	0.018	1.218	-4.244	2.081
<i>Distinctiveness</i>	5731220	0.025	0.834	-3.535	1.063
<i>Analytical</i>	5731220	0.009	0.957	-3.284	1.295

注：*Investment* 进行了对数化处理，具体公式为  $\ln(1 + \text{原始数值})$ ；当 *Willingness* 取值为 0 时，*Investment* 为空值；为排除异常值，数据采用上下 1% 的缩尾处理

## 2. 回归分析

(1) 动之以情和晓之以理的创业叙事与大众投资者投资意愿的关系分析。鉴于投资意愿为 0~1 型变量，本文采用 Logit 模型进行回归检验（回归结果如表 3 所示）。在动之以情的创业叙事方面，表 3 第 (2) 列结果表明，这一创业叙事风格 (*Emotional*) 有利于触发投资者的投资意愿 (*Willingness*)，产生了显著的正向影响 ( $\beta = 0.038, p < 0.01$ )，假设  $H_1$  得到支持。从具体维度看，第 (3) 列表明，强调身份相似性 (*Similarity*) 这一动之以情的叙事内容与投资意愿 (*Willingness*) 显著正相关 ( $\beta = 0.096, p < 0.01$ )，支持了假设  $H_{1a}$ ；然而，采用情感型语言风格 (*Affective*) 这一动之以情的叙事方式并未触发投资者的投资意愿 (*Willingness*)，两者之间具有显著的负相关关系 ( $\beta = -0.044, p < 0.01$ )，假设  $H_{1b}$  未通过实证检验。这可能是由于互联网众筹与传统融资情境存在差异，线下相对封闭的投资网络中，依靠私交网络和情感纽带等有助于创业者获得资源支持，但互联网众筹平台是一个开放式且缺乏情感信任基础的情境，大众投资者与创业者仅依靠在线平台进行交流，缺乏面对面的互动，在尚未建立起信任关系的情况下，情感型语言风格的共鸣作用大打折扣，甚至这类情绪性的表达风格可能被视为一种有意的诱导行为，容易引起大众投资者质疑创业叙事信息的真实性。在晓之以理的创业叙事方面，第 (4) 列表明，这一创业叙事风格 (*Rational*) 与投资意愿 (*Willingness*) 具有显著的负相关关系 ( $\beta = -0.054, p < 0.01$ )，假设  $H_2$  得到支持。从具体维度看，第 (5) 列显示，晓之以理的创业叙事内容项目独特性 (*Distinctiveness*) 和叙事方式逻辑型语言风格 (*Analytical*) 均与投资意愿 (*Willingness*) 显著负相关 ( $\beta$  分别为  $-0.025$  和  $-0.058, p < 0.01$ )，假设  $H_{2a}$  和假设  $H_{2b}$  均得到实证支持。第 (6) 和 (7) 列也均稳健地支持上述结论。

表 3 动之以情和晓之以理的创业叙事与投资意愿的 Logit 模型回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Binvest</i>	0.003 *** (0.000)	0.003 *** (0.000)	0.003 *** (0.000)	0.003 *** (0.000)	0.003 *** (0.000)	0.003 *** (0.000)	0.003 *** (0.000)
<i>Bfund</i>	0.075 *** (0.013)	0.074 *** (0.013)	0.075 *** (0.013)	0.075 *** (0.013)	0.075 *** (0.013)	0.074 *** (0.013)	0.075 *** (0.013)
<i>Bcomment</i>	0.005 *** (0.000)	0.005 *** (0.000)	0.005 *** (0.000)	0.005 *** (0.000)	0.004 *** (0.000)	0.005 *** (0.000)	0.005 *** (0.000)
<i>Eteam</i>	0.082 *** (0.001)	0.083 *** (0.001)	0.085 *** (0.001)	0.081 *** (0.001)	0.081 *** (0.001)	0.081 *** (0.001)	0.084 *** (0.001)

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Eexp</i>	0.063 *** (0.001)	0.062 *** (0.001)	0.060 *** (0.001)	0.065 *** (0.001)	0.065 *** (0.001)	0.064 *** (0.001)	0.063 *** (0.001)
<i>Period</i>	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.002 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)
<i>Goal</i>	0.038 *** (0.002)	0.040 *** (0.002)	0.040 *** (0.002)	0.041 *** (0.002)	0.042 *** (0.002)	0.043 *** (0.002)	0.045 *** (0.002)
<i>GType</i>	-0.667 *** (0.004)	-0.672 *** (0.004)	-0.688 *** (0.004)	-0.668 *** (0.004)	-0.669 *** (0.004)	-0.674 *** (0.004)	-0.691 *** (0.004)
<i>Avgfund</i>	-0.173 *** (0.009)	-0.170 *** (0.009)	-0.176 *** (0.009)	-0.160 *** (0.009)	-0.157 *** (0.009)	-0.157 *** (0.009)	-0.160 *** (0.009)
<i>Country</i>	0.325 *** (0.004)	0.319 *** (0.004)	0.317 *** (0.004)	0.318 *** (0.004)	0.321 *** (0.004)	0.313 *** (0.004)	0.315 *** (0.004)
<i>Updates</i>	0.042 *** (0.000)	0.042 *** (0.000)	0.042 *** (0.000)	0.042 *** (0.000)	0.042 *** (0.000)	0.042 *** (0.000)	0.042 *** (0.000)
<i>Comments</i>	0.606 *** (0.002)	0.601 *** (0.002)	0.595 *** (0.002)	0.607 *** (0.002)	0.608 *** (0.002)	0.602 *** (0.002)	0.597 *** (0.002)
<i>Images</i>	0.019 *** (0.000)	0.019 *** (0.000)	0.019 *** (0.000)	0.019 *** (0.000)	0.020 *** (0.000)	0.019 *** (0.000)	0.019 *** (0.000)
<i>Words</i>	0.034 *** (0.002)	0.042 *** (0.002)	0.030 *** (0.002)	-0.004 (0.003)	0.018 *** (0.003)	0.005 * (0.003)	0.027 *** (0.003)
<i>Emotional</i>		0.038 *** (0.002)				0.036 *** (0.002)	
<i>Similarity</i>			0.096 *** (0.002)				0.099 *** (0.002)
<i>Affective</i>			-0.044 *** (0.002)				-0.050 *** (0.002)
<i>Rational</i>				-0.054 *** (0.002)		-0.053 *** (0.002)	
<i>Distinctiveness</i>					-0.025 *** (0.003)		-0.005 * (0.003)
<i>Analytical</i>					-0.058 *** (0.002)		-0.065 *** (0.002)
类别效应	是	是	是	是	是	是	是
年度效应	是	是	是	是	是	是	是
常数项	-3.889 *** (0.045)	-3.911 *** (0.045)	-3.866 *** (0.045)	-3.917 *** (0.045)	-3.972 *** (0.045)	-3.938 *** (0.045)	-3.970 *** (0.046)
Log likelihood	-1174652	-1174353	-1173313	-1174158	-1174286	-1173890	-1172876
LR chi2	1122458.8	1123056.9	1125137.5	1123448.1	1123191.5	1123983.3	1126012.1
Pseudo R <sup>2</sup>	0.323	0.324	0.324	0.324	0.324	0.324	0.324
观测值	5731220	5731220	5731220	5731220	5731220	5731220	5731220

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5% 和 10% 水平下显著;括号内为回归系数标准误,下同

(2) 动之以情和晓之以理的创业叙事与大众投资者投资规模的关系分析。鉴于投资规模为连续型变量,本文采用 OLS 模型进行回归检验(回归结果如表 4 所示)。在动之以情的创业叙事方面,表 4 第(2)列表明,这一创业叙事风格(*Emotional*)与投资者的投资规模(*Investment*)显著负相关( $\beta = -0.035, p < 0.01$ ),假设  $H_3$  得到支持。从具体维度看,第(3)列显示,动之以情的创业叙事内容身份相似性(*Similarity*)和叙事方式情感型语言风格(*Affective*)均与投资规模(*Investment*)显著负相关( $\beta$  分别为  $-0.056$  和  $-0.010, p < 0.01$ ),假设  $H_{3a}$  和  $H_{3b}$  均得到实证支持。在晓之以理的创业叙事方面,第(4)列表明,这一创业叙事风格(*Rational*)与投资规模(*Investment*)具有显著的正相关关系( $\beta = 0.028, p < 0.01$ ),假设  $H_4$  得到支持。从具体维度看,晓之以理的创业叙事的正向促进作用主要来源于其叙事方式,第(5)列表明,逻辑型语言风格(*Analytical*)与投资规模(*Investment*)显著正相关( $\beta = 0.095, p < 0.01$ ),假设  $H_{4a}$  得到数据支持;而强调项目独特性(*Distinctiveness*)并未能促进投资者的投资规模(*Investment*),反而产生了显著的负向影响( $\beta = -0.022, p < 0.01$ ),假设  $H_{4a}$  未通过实证检验。这是由于,尽管强调项目独特性反映了创业项目区别于其他项目的竞争性优势,但其能否有效转化为竞争性优势信号还有赖于受众的解读。由于大众投资者大多为非专业投资者,缺乏解读项目独特性的专业知识,因此,这一晓之以理的创业叙事内容难以发挥有效的作用,甚至由于难以理解和理性逻辑过度而引发负面影响。此外,第(6)和(7)列均稳健地支持上述结论。

表 4 动之以情和晓之以理的创业叙事与投资规模的 OLS 模型回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Binvest</i>	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)
<i>Bfund</i>	-0.330 *** (0.009)	-0.329 *** (0.009)	-0.331 *** (0.009)	-0.331 *** (0.009)	-0.331 *** (0.009)	-0.330 *** (0.009)	-0.332 *** (0.009)
<i>Bcomment</i>	-0.002 *** (0.000)	-0.002 *** (0.000)	-0.002 *** (0.000)	-0.001 *** (0.000)	-0.002 *** (0.000)	-0.001 *** (0.000)	-0.002 *** (0.000)
<i>Eteam</i>	0.047 *** (0.000)	0.046 *** (0.000)	0.045 *** (0.000)	0.048 *** (0.000)	0.047 *** (0.000)	0.047 *** (0.000)	0.044 *** (0.000)
<i>Eexp</i>	-0.013 *** (0.001)	-0.012 *** (0.001)	-0.012 *** (0.001)	-0.014 *** (0.001)	-0.015 *** (0.001)	-0.013 *** (0.001)	-0.014 *** (0.001)
<i>Period</i>	0.002 *** (0.000)	0.002 *** (0.000)	0.002 *** (0.000)	0.002 *** (0.000)	0.002 *** (0.000)	0.002 *** (0.000)	0.002 *** (0.000)
<i>Goal</i>	0.198 *** (0.001)	0.195 *** (0.001)	0.196 *** (0.001)	0.196 *** (0.001)	0.187 *** (0.001)	0.193 *** (0.001)	0.184 *** (0.001)
<i>GType</i>	0.002 (0.003)	0.010 *** (0.003)	0.013 *** (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.009 *** (0.003)	0.006 * (0.003)	0.003 (0.003)
<i>Avgfund</i>	0.349 *** (0.005)	0.338 *** (0.005)	0.335 *** (0.005)	0.348 *** (0.005)	0.329 *** (0.005)	0.338 *** (0.005)	0.314 *** (0.005)
<i>Country</i>	0.005 * (0.003)	0.005 * (0.003)	0.008 *** (0.003)	0.009 *** (0.003)	-0.000 (0.003)	0.008 *** (0.003)	0.002 (0.003)
<i>Updates</i>	0.007 *** (0.000)	0.007 *** (0.000)	0.007 *** (0.000)	0.007 *** (0.000)	0.007 *** (0.000)	0.007 *** (0.000)	0.007 *** (0.000)
<i>Comments</i>	0.022 *** (0.001)	0.024 *** (0.001)	0.024 *** (0.001)	0.022 *** (0.001)	0.020 *** (0.001)	0.024 *** (0.001)	0.023 *** (0.001)

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Images</i>	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.002 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.002 *** (0.000)
<i>Words</i>	0.088 *** (0.002)	0.081 *** (0.002)	0.082 *** (0.002)	0.109 *** (0.002)	0.077 *** (0.002)	0.100 *** (0.002)	0.061 *** (0.002)
<i>Emotional</i>		-0.035 *** (0.001)				-0.033 *** (0.001)	
<i>Similarity</i>			-0.056 *** (0.001)				-0.064 *** (0.001)
<i>Affective</i>			-0.010 *** (0.002)				-0.009 *** (0.002)
<i>Rational</i>				0.028 *** (0.001)		0.025 *** (0.001)	
<i>Distinctiveness</i>					-0.022 *** (0.002)		-0.035 *** (0.002)
<i>Analytical</i>					0.095 *** (0.002)		0.097 *** (0.002)
类别效应	是	是	是	是	是	是	是
年度效应	是	是	是	是	是	是	是
常数值	0.393 *** (0.032)	0.445 *** (0.032)	0.431 *** (0.032)	0.490 *** (0.033)	0.565 *** (0.033)	0.529 *** (0.033)	0.590 *** (0.033)
F	7517	7332	7141	7314	7215	7136	6895
R <sup>2</sup>	0.318	0.319	0.320	0.318	0.322	0.320	0.325
观测值	516662	516662	516662	516662	516662	516662	516662

### 3. 稳健性检验

(1)更改计量模型。对于投资意愿决策阶段,本文针对被解释变量投资意愿的属性,采用 Probit 模型对假设 H<sub>1</sub>、假设 H<sub>2</sub> 进行稳健性检验,回归结果如表 5 第(1)列所示,假设 H<sub>1</sub>、假设 H<sub>2</sub> 得到稳健支持。对于投资规模决策阶段,在前文中,本文以投资规模数值的对数值作为测量方式并采用 OLS 模型进行检验,在此保留投资规模的原始数值 (*Investment\_origin*),针对其取值为非负整数的计数特征,采用负二项回归模型进行稳健性检验,回归结果如表 5 第(2)列所示,假设 H<sub>3</sub>、假设 H<sub>4</sub> 得到稳健支持。子假设的回归结果如表 6 第(1)和(2)列所示,假设 H<sub>1a</sub>、假设 H<sub>2a</sub>、假设 H<sub>2b</sub>、假设 H<sub>3a</sub>、假设 H<sub>4b</sub> 仍得到稳健支持,假设 H<sub>1b</sub> 和假设 H<sub>4a</sub> 仍未通过实证检验,假设 H<sub>3b</sub> 未得到稳健支持。

表 5 主假设 H<sub>1</sub> ~ 假设 H<sub>4</sub> 的稳健性检验

变量	更改计量模型		更改解释变量的计算方式		更改被解释变量的计算方式	
	<i>Willingness</i>	<i>Investment_origin</i>	<i>Willingness</i>	<i>Investment</i>	<i>Rate of Fund</i>	<i>Rate of Goal</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Emotional</i>	0.020 *** (0.001)	-0.020 *** (0.001)	0.004 ** (0.002)	-0.024 *** (0.001)	-0.003 *** (0.000)	-0.024 *** (0.001)
<i>Rational</i>	-0.032 *** (0.001)	0.008 *** (0.001)	-0.061 *** (0.002)	0.009 *** (0.001)	0.001 *** (0.000)	0.009 *** (0.001)

续表 5

变量	更改计量模型		更改解释变量的计算方式		更改被解释变量的计算方式	
	<i>Willingness</i>	<i>Investment</i> <i>_origin</i>	<i>Willingness</i>	<i>Investment</i>	<i>Rate of Fund</i>	<i>Rate of Goal</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-2.194 *** (0.023)	1.921 *** (0.025)	-3.963 *** (0.045)	0.457 *** (0.032)	-0.348 *** (0.002)	0.457 *** (0.032)
Pseudo R <sup>2</sup> /R <sup>2</sup>	0.331	0.031	0.324	0.318	0.447	0.318
观测值	5731,220	516662	5731220	516662	516662	516662

(2)更改解释变量的计算方式。一是测算身份相似性时,前文采用 40% 的频度划分相似性与非相似性身份,并将相似性身份频度累计得到身份相似性数值,在稳健性检验中,本文不再区分相似性身份与非相似性身份,以创业者身份出现的频度加以累计,即身份相似性程度为  $\sum_{i=1}^n P_i$ ,  $P_i$  代表创业项目与同年度同类别的众筹项目所宣称的同一创业者身份的比例。在此基础上进行标准化处理,形成新的身份相似性数值,并据此计算新的动之以情的创业叙事数值。二是测算项目独特性时,本文借鉴 Tauscher 等 (2021) [51] 的方法,采用 LDA 算法对文本数据进行主题建模 (topic modeling),项目独特性的计算方式为  $\sum_{j=1}^{100} abs(\Theta_{T,i} - \Theta_{T,M})$ ,其中,  $\Theta_{T,i}$  代表  $i$  项目在  $T$  主题上的权重,  $\Theta_{T,M}$  代表与  $i$  项目所在年度和项目类别  $M$  在  $T$  主题上的平均权重,即项目独特性的数值为创业项目  $i$  在每个主题上与其所处同年度同类别项目的平均权重的绝对差值的累计。同样通过标准化处理形成新的项目独特性数值,并据此计算新的晓之以理的创业叙事数值。回归结果如表 5 和表 6 的第(3)、(4)列所示,前述通过的研究假设(假设 H<sub>1</sub>、假设 H<sub>1a</sub>、假设 H<sub>2</sub>、假设 H<sub>2a</sub>、假设 H<sub>2b</sub>、假设 H<sub>3</sub>、假设 H<sub>3a</sub>、假设 H<sub>3b</sub>、假设 H<sub>4</sub>、假设 H<sub>4b</sub>) 仍然得到稳健支持,假设 H<sub>1b</sub> 和假设 H<sub>4a</sub> 仍未通过实证检验。

表 6 子假设 H<sub>1a</sub> ~ H<sub>4b</sub> 的稳健性检验

变量	更改计量模型		更改解释变量的计算方式		更改被解释变量的计算方式	
	<i>Willingness</i>	<i>Investment</i> <i>_origin</i>	<i>Willingness</i>	<i>Investment</i>	<i>Rate of Fund</i>	<i>Rate of Goal</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Similarity</i>	0.053 *** (0.001)	-0.058 *** (0.001)	0.051 *** (0.002)	-0.036 *** (0.001)	-0.003 *** (0.000)	-0.036 *** (0.001)
<i>Affective</i>	-0.021 *** (0.001)	0.026 *** (0.001)	-0.068 *** (0.002)	-0.018 *** (0.002)	-0.003 *** (0.000)	-0.018 *** (0.002)
<i>Distinctiveness</i>	-0.012 *** (0.001)	-0.040 *** (0.001)	-0.079 *** (0.002)	-0.054 *** (0.002)	-0.001 *** (0.000)	-0.054 *** (0.002)
<i>Analytical</i>	-0.035 *** (0.001)	0.059 *** (0.001)	-0.070 *** (0.002)	0.093 *** (0.002)	0.004 *** (0.000)	0.093 *** (0.002)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-2.222 *** (0.024)	2.099 *** (0.026)	-3.920 *** (0.045)	0.699 *** (0.032)	0.351 *** (0.002)	0.699 *** (0.032)
Pseudo R <sup>2</sup> /R <sup>2</sup>	0.332	0.032	0.324	0.324	0.448	0.324
观测值	5731220	516662	5731220	516662	516662	516662

(3)更改被解释变量的计算方式。本文进一步采用更改被解释变量的测量方式进行稳健性检验,将融资规模的测量替换为融资绩效贡献率(*Rate of Fund*)和融资目标贡献率(*Rate of Goal*)。融资绩效贡献率是指大众投资者的投资规模与该项目所获得的融资总额的占比,反映了投资者对项目融资结果的贡献程度。融资目标贡献率则是投资者的投资规模与该项目所设定的融资目标的占比,反映了投资者对项目达成融资目标的贡献程度。如表5所示,第(5)和(6)列的回归结果支持了假设  $H_3$ 、假设  $H_4$ ,表6第(5)和(6)列的回归结果支持了假设  $H_{3a}$ 、假设  $H_{3b}$ 、假设  $H_{4b}$ ,假设  $H_{4a}$  仍然未通过实证检验。

## 六、进一步检验

随着互联网众筹的蓬勃发展,一部分大众投资者出现了多次投资的行为,在投资经验的学习效应下,识别有效信息和信号、甄别优质项目的投资能力和水平不断提高,其角色也由互联网众筹情境下普遍的社区参与者/贡献者转变为专业投资者,分化出一种趋同于专业投资者群体的专业投资逻辑,这一群体分化现象也引发了创业叙事触发投资行为的成效差异。因此,结合这一新兴群体的投资经验和能力的异质性(Davis等,2017)<sup>[9]</sup>,本文进一步探索投资者经验对上述创业叙事成效的影响。借鉴Allison等(2017)<sup>[19]</sup>和刘刚等(2018)<sup>[52]</sup>的研究,将投资者经验具体划分为:一是投资经验(*Binvest*),即大众投资者过去在互联网众筹平台进行投资的项目次数;二是同质性投资经验(*Bhomoinvest*),即大众投资者在互联网众筹平台曾经投资过同类别项目的次数;三是异质性投资经验(*Bheterinvest*),即大众投资者在互联网众筹平台曾经投资过非同类别项目的次数。以此为调节变量,分别检验对创业叙事与投资决策关系的调节效应。

从动之以情和晓之以理的创业叙事主假设(假设  $H_1$ 、假设  $H_2$ 、假设  $H_3$ 、假设  $H_4$ )来看,投资者经验的调节效应如表7所示,第(1)~(3)列表明投资经验(*Binvest*)、同质性投资经验(*Bhomoinvest*)、异质性投资经验(*Bheterinvest*)均显著弱化了晓之以理的创业叙事(*Rational*)对投资意愿(*Willingness*)的负向影响,同时,第(4)~(6)列表明其显著强化了晓之以理的创业叙事(*Rational*)对投资规模(*Investment*)的正向作用。其中,同质性投资经验(*Bhomoinvest*)的调节效应最为明显。而对于动之以情的创业叙事(*Emotional*)的调节效应,仅在投资规模(*Investment*)决策阶段具有显著作用,在投资意愿(*Willingness*)决策阶段并未起到显著作用。

表7 投资者经验对动之以情和晓之以理的创业叙事与投资决策的调节效应

变量	<i>Willingness</i>			<i>Investment</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Emotional</i>	0.036*** (0.002)	0.036*** (0.002)	0.036*** (0.002)	-0.037*** (0.001)	-0.035*** (0.001)	-0.036*** (0.001)
<i>Rational</i>	-0.055*** (0.002)	-0.053*** (0.002)	-0.054*** (0.002)	0.019*** (0.001)	0.018*** (0.001)	0.021*** (0.001)
<i>Binvest/Bhomoinvest/Bheterinvest</i>	0.004*** (0.000)	0.032*** (0.002)	0.002*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.019*** (0.001)	0.001*** (0.000)
<i>Emotional × Binvest/Bhomoinvest/Bheterinvest</i>	8.65e-05 (1.37e-04)	-0.001 (0.001)	5.92e-05 (1.12e-04)	0.001*** (0.000)	0.004*** (0.001)	0.001*** (0.000)
<i>Rational × Binvest/Bhomoinvest/Bheterinvest</i>	4.73e-04*** (1.36e-04)	0.003** (0.001)	2.61e-04** (1.11e-04)	0.001*** (0.000)	0.022*** (0.001)	0.001*** (0.000)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制

续表 7

变量	Willingness			Investment		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	-3.936 *** (0.045)	-3.931 *** (0.046)	-3.929 *** (0.045)	0.600 *** (0.028)	0.609 *** (0.028)	0.600 *** (0.028)
Log likelihood	-1173884	-1173859	-1173937			
LR chi <sup>2</sup>	1123996.2	1124045.5	1123890.2			
Pseudo R <sup>2</sup>	0.324	0.324	0.324			
F				6752	6770	6747
R2				0.320	0.321	0.320
观测值	5731220	5731220	5731220	516662	516662	516662

从叙事内容和叙事方式的具体维度来看,投资者经验的调节效应如表 8 所示,其调节效应主要作用于叙事内容而非叙事方式。在动之以情的创业叙事方面,投资经验 (*Binvest*)、同质性投资经验 (*Bhomoinvest*)、异质性投资经验 (*Bheterinvest*) 均显著强化了叙事内容身份相似性 (*Similarity*) 对投资意愿 (*Willingness*) 的正向促进作用,同时也弱化了叙事内容身份相似性 (*Similarity*) 对投资规模 (*Investment*) 的负面影响。同理,在晓之以理的创业叙事方面,投资经验 (*Binvest*)、同质性投资经验 (*Bhomoinvest*)、异质性投资经验 (*Bheterinvest*) 显著弱化了叙事内容项目独特性 (*Distinctiveness*) 对投资意愿 (*Willingness*) 的负向作用,同时也弱化了叙事内容项目独特性 (*Distinctiveness*) 对投资规模 (*Investment*) 的负面影响。其中,同质性投资经验 (*Bhomoinvest*) 的调节效应最为明显。

表 8 投资者经验对创业叙事内容及叙事方式与投资决策的调节效应

变量	Willingness			Investment		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Similarity</i>	0.092 *** (0.002)	0.094 *** (0.002)	0.094 *** (0.002)	-0.071 *** (0.002)	-0.066 *** (0.001)	-0.070 *** (0.002)
<i>Affective</i>	-0.037 *** (0.003)	-0.040 *** (0.003)	-0.042 *** (0.003)	-0.008 *** (0.002)	-0.011 *** (0.002)	-0.008 *** (0.002)
<i>Distinctiveness</i>	-0.017 *** (0.003)	-0.010 *** (0.003)	-0.012 *** (0.003)	-0.044 *** (0.002)	-0.040 *** (0.002)	-0.041 *** (0.002)
<i>Analytical</i>	-0.053 *** (0.002)	-0.062 *** (0.002)	-0.058 *** (0.002)	0.097 *** (0.002)	0.091 *** (0.002)	0.098 *** (0.002)
<i>Binvest/Bhomoinvest/Bheterinvest</i>	0.004 *** (0.000)	0.027 *** (0.002)	0.002 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.018 *** (0.001)	0.001 *** (0.000)
<i>Similarity × Binvest/Bhomoinvest/Bheterinvest</i>	0.001 *** (0.000)	0.010 *** (0.001)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.006 *** (0.001)	0.001 *** (0.000)
<i>Affective × Binvest/Bhomoinvest/Bheterinvest</i>	-0.003 *** (0.000)	-0.026 *** (0.002)	-0.002 *** (0.000)	-0.000 (0.000)	0.003 ** (0.002)	-0.000 (0.000)
<i>Distinctiveness × Binvest/Bhomoinvest/Bheterinvest</i>	0.003 *** (0.000)	0.015 *** (0.002)	0.001 *** (0.000)	0.002 *** (0.000)	0.022 *** (0.001)	0.001 *** (0.000)
<i>Analytical × Binvest/Bhomoinvest/Bheterinvest</i>	-0.002 *** (0.000)	-0.007 *** (0.002)	-0.001 *** (0.000)	-0.000 (0.000)	0.015 *** (0.001)	-0.000 ** (0.000)



续表 8

变量	Willingness			Investment		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-3.960*** (0.046)	-3.964*** (0.046)	-3.956*** (0.046)	0.843*** (0.028)	0.842*** (0.028)	0.845*** (0.028)
Log likelihood	-1172649	-1172716	-1172808			
LR chi <sup>2</sup>	1126471.9	1126332.0	1126148.5			
Pseudo R <sup>2</sup>	0.325	0.324	0.324			
F				6220	6226	6217
R2				0.325	0.325	0.325
观测值	5731220	5731220	5731220	516662	516662	516662

总体而言,创业叙事能否发挥有效的作用有赖于受众的认知和解读,尤其是针对互联网众筹技术创新项目,作为一种技术创业往往是利用独特的技术洞察力发掘科技驱动的创新机会,植根于技术知识丰富的环境,并依赖于具有技术专长的个体的支持(Fisher等,2016)<sup>[53]</sup>。因此,对于这类技术创业项目,理解创业叙事的信息内容尤其是晓之以理的创业叙事,需要大众投资者具有一定的技术专业背景,特别是聚焦某一行业的专用性知识,信息解读往往是在某一特定行业范围内积攒的,也因此同质性投资经验显现出最为明显的调节效应。

## 七、结论与启示

### 1. 研究结论

本文聚焦于互联网众筹的创业叙事挑战,探究创业者应采用动之以情还是晓之以理的创业叙事更有利于触动大众投资者提供资源支持,得出以下结论:

第一,创业叙事对大众投资者投资决策的影响并非一蹴而就的,具有阶段差异性。在投资意愿决策阶段,受合法性逻辑影响,采用动之以情的创业叙事有利于提升投资者的投资意愿,而采用晓之以理的创业叙事不利于触发投资者的投资意愿;而进入投资规模决策阶段,受竞争性逻辑影响,采用动之以情的创业叙事不利于提升投资者的投资规模,采用晓之以理的创业叙事能有效提升投资者的投资规模。

第二,从叙事内容和叙事方式的具体维度来看,动之以情的创业叙事对投资意愿的促进作用主要来源于身份相似性这一叙事内容,而非情感型语言风格的叙事方式;晓之以理的创业叙事对投资规模的促进作用主要来源于逻辑型语言风格的叙事方式,而非项目独特性这一叙事内容。

第三,投资者经验具有显著的调节效应,动之以情和晓之以理的创业叙事能否发挥有效的作用,取决于大众投资者的经验认知和信息解读。一方面,随着大众投资者经验的积累,晓之以理的创业叙事更能被解读为竞争性优势信号,从而弱化了对投资意愿的负面影响,强化了对投资规模的提升作用;另一方面,在具体维度上,投资者经验主要通过强化叙事内容的作用(身份相似性和项目独特性)而非叙事方式(情感型语言风格和逻辑型语言风格)产生显著的调节效应。

### 2. 理论贡献

本文的理论贡献主要在两个方面:在创业叙事研究方面,本文引入最优区分理论视角,回应了互联网众筹情境下应采取动之以情还是晓之以理的创业叙事挑战,探究在感性与理性、合法性与竞争性中权衡的创业叙事平衡问题,对创业叙事进行叙事内容和叙事方式的多维度解构,提炼出一种

基于受众经验的、跨决策阶段的、系统性协奏的创业叙事模式,弥补了已有研究对创业叙事平衡策略的关注不足。在互联网众筹研究方面,推动已有研究的绩效关注点由项目绩效进一步深入到大众投资者投资决策这一微观过程,弥补了以往“创业叙事——绩效结果”的关系研究中所忽视的重要一环,基于投资者决策微观过程的评估逻辑变化揭示创业叙事绩效结果的多元化。与此同时,也发现了一部分大众投资者群体在经验学习的作用下日益趋向专业投资者,形成专业投资逻辑并青睐于差异化行为和竞争性信号,进一步揭示了大众投资者升级为专业投资者的群体演化现象,形成对大众投资者群体的创新探索,回应了互联网众筹创业叙事的受众挑战。

### 3. 实践启示

本文对互联网众筹情境中的各参与主体均具有实践启示:

第一,创业者应深入解构创业叙事的各个要素,在涵盖叙事内容和叙事方式的不同维度上采用系统性协奏的平衡策略达到既动之以情又晓之以理的成效,同时针对具有不同经验的大众投资者及其所处的投资决策阶段,有的放矢、有所侧重地调整创业叙事,从而吸引大众投资者的支持以提升融资绩效。总体而言,创业者可先采用动之以情的叙事策略触发投资者的投资意愿,再通过晓之以理的叙事策略提高投资者的支持力度,通过阶段化的叙事策略以应对互联网情境中的合法性与竞争性双重压力。但是,在运用动之以情的叙事策略时,主要通过强调叙事内容来实现,应谨慎使用情感型语言风格,避免引发大众投资者对信息真实性的质疑,模糊有效信息。在运用晓之以理的叙事策略时,要重点关注受众的经验水平,对于具有投资经验尤其是同质性投资经验的投资者而言,这一策略效果显著;而对于缺乏经验的大众投资者而言,由于缺乏解读复杂信息的经验积累和专业化的评估逻辑,过于强调项目独特性这类晓之以理的创业叙事反而过犹不及,带来不利的作用效果。

第二,大众投资者应关注其所在群体的演化和双重逻辑共存现象,一部分积攒了投资经验的大众投资者逐渐从大众投资者这一群体中分化出来,形成更高的信息解读能力和专业化的投资逻辑。在缺乏信息中介提供第三方的创业项目评估信息的现状下,缺乏经验的大众投资者可借鉴有经验的大众投资者的投资决策。与此同时,缺乏经验的大众投资者也应提升自身的信息解读和评估能力,并有意识地培养专业化的投资逻辑,以便更为透彻地理解创业叙事信息,提高投资效率。

第三,众筹平台可进一步完善平台的功能设计,根据大众投资者的投资经验和投资聚焦领域等信息,提炼如经验型投资者、超级投资者、专业经验型投资者等多种标签,构建服务于创业者群体与大众投资者群体交流的在线社区空间,促进大众投资者群体内部及其与创业者群体的互动交流,推动大众投资者群体及创业者群体的演化,助力互联网众筹行业发展。

### 参考文献

- [1] Martens, M. L., J. E. Jennings, and P. D. Jennings. Do the Stories They Tell Get Them the Money They Need? The Role of Entrepreneurial Narratives in Resource Acquisition[J]. *Academy of Management Journal*, 2007, 50, (5): 1107 - 1132.
- [2] Garud, R., H. A. Schildt, and T. K. Lant. Entrepreneurial Storytelling, Future Expectations, and the Paradox of Legitimacy[J]. *Organization Science*, 2014, 25, (5): 1479 - 1492.
- [3] Parhankangas, A., and M. Renko. Linguistic Style and Crowdfunding Success among Social and Commercial Entrepreneurs[J]. *Journal of Business Venturing*, 2017, 32, (2): 215 - 236.
- [4] Majumdar, A., and I. Bose. My Words for Your Pizza: An Analysis of Persuasive Narratives in Online Crowdfunding[J]. *Information, and Management*, 2018, 55, (6): 781 - 794.
- [5] Moss, T. W., M. Renko, E. Block, and M. Meyskens. Funding the Story of Hybrid Ventures: Crowdfunder Lending Preferences and Linguistic Hybridity[J]. *Journal of Business Venturing*, 2018, 33, (5): 643 - 659.
- [6] Frydrych, D., A. J. Bock, T. Kinder, and B. Koeck. Exploring Entrepreneurial Legitimacy in Reward-Based Crowdfunding[J]. *Venture Capital*, 2014, 16, (3): 247 - 269.

- [7] Fisher, G. ,D. F. Kuratko, J. M. Bloodgood, and J. S. Hornsby. Legitimate to Whom? The Challenge of Audience Diversity and New Venture Legitimacy[J]. *Journal of Business Venturing*,2017,32, (1) :52 – 71.
- [8] Thornton, P. H. , W. Ocasio, and M. Lounsbury. The Institutional Logics Perspective: A New Approach to Culture, Structure and Process[M]. Oxford, UK: Oxford University Press,2012.
- [9] Davis, B. C. ,K. M. Hmieleski, J. W. Webb, and J. E. Coombs. Funders' Positive Affective Reactions to Entrepreneurs' Crowdfunding Pitches:The Influence of Perceived Product Creativity and Entrepreneurial Passion[J]. *Journal of Business Venturing*,2017, 32, (1) : 90 – 106.
- [10] 张卫国,黄思颖,王超. 奖励众筹融资绩效动态预测研究——来自“众筹网”数据的实证[J]. 北京:中国管理科学,2020, (12) :1 – 12.
- [11] 张慧玉,程乐. 创业叙事研究述评与展望[J]. 杭州:商业经济与管理,2017, (3) :42 – 52.
- [12] Aldrich, H. E. and C. M. Fiol. Fools Rush in? The Institutional Context of Industry Creation[J]. *Academy of Management Review*, 1994,19, (4) :645 – 670.
- [13] Lounsbury, M. , and M. A. Glynn. Cultural Entrepreneurship: Stories, Legitimacy, and the Acquisition of Resources[J]. *Strategic Management Journal*,2001,22, (6 – 7) :545 – 564.
- [14] Zimmerman, M. A. and G. J. Zeitz. Beyond Survival: Achieving New Venture Growth by Building Legitimacy[J]. *Academy of Management Review*,2002,27, (3) :414 – 431.
- [15] 刘刚,张冷然,梁晗,王泽宇. 互联网创业的信息分享机制研究——一个整合网络众筹与社交数据的双阶段模型[J]. 北京:管理世界,2021, (2) :107 – 125,9.
- [16] Garud, R. , J. Gehman, and A. P. Giuliani. Contextualizing Entrepreneurial Innovation: A Narrative Perspective[J]. *Research Policy*,2014,43, (7) :1177 – 1188.
- [17] Allison, T. H. , B. C. Davis, J. C. Short, and J. W. Webb. Crowdfunding in A Prosocial Microlending Environment: Examining the Role of Intrinsic Versus Extrinsic Cues[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*,2015,39, (1) :53 – 73.
- [18] Jancencelle, V. E. , R. G. Javalgi, and E. Cavusgil. The Role of Economic and Normative Signals in International Prosocial Crowdfunding: An Illustration Using Market Orientation and Psychological Capital[J]. *International Business Review*, 2018, 27, (1) : 208 – 217.
- [19] Allison, T. H. , B. C. Davis, J. W. Webb, and J. C. Short. Persuasion in Crowdfunding: An Elaboration Likelihood Model of Crowdfunding Performance[J]. *Journal of Business Venturing*,2017,32, (6) :707 – 725.
- [20] Kim, P. H. , M. Buffart, and G. Croidieu. TMI: Signaling Credible Claims in Crowdfunding Campaign Narratives[J]. *Group, and Organization Management*,2016,41, (6) :717 – 750.
- [21] 王伟,陈伟,祝效国,王洪伟. 众筹融资成功率与语言风格的说服力——基于 Kickstarter 的实证研究[J]. 北京:管理世界, 2016, (5) :81 – 98.
- [22] Anglin, A. H. , J. C. Short, W. Drover, R. M. Stevenson, A. F. Mckenny, and T. H. Allison. The Power of Positivity? The Influence of Positive Psychological Capital Language on Crowdfunding Performance[J]. *Journal of Business Venturing*,2018,33, (4) :470 – 492.
- [23] Guillaume, A. , A. Jacquemin, and F. Janssen. The Right Word for the Right Crowd: An Attempt to Recognize the Influence of Emotions[J]. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*. 2019,25, (2) :243 – 258.
- [24] Mckenny, A. F. , T. H. Allison, D. J. Ketchen, J. C. Short, and R. D. Ireland. How Should Crowdfunding Research Evolve? A Survey of the Entrepreneurship Theory and Practice Editorial Board[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*,2017,41, (2) :291 – 304.
- [25] Ahlers, G. K. C. , D. Cumming, C. Guenther, and D. Schweizer. Signaling in Equity Crowdfunding[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*,2015,39, (4) :955 – 980.
- [26] Kromidha, E. and P. Robson. Social Identity and Signalling Success Factors in Online Crowdfunding[J]. *Entrepreneurship and Regional Development*,2016,28, (9 – 10) :605 – 629.
- [27] Colombo, M. G. , C. Franzoni, and C. Rossi-Lamastra. Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding[J]. *Entrepreneurship Theory & Practice*,2015,39, (1) :75 – 100.
- [28] Da Cruz, J. V. Beyond Financing: Crowdfunding as an Informational Mechanism[J]. *Journal of Business Venturing*,2018,33, (3) : 371 – 393.
- [29] Zheng, H. , D. Li, J. Wu, and Y. Xu. The Role of Multidimensional Social Capital in Crowdfunding: A Comparative Study in China and US[J]. *Information & Management*,2014,51, (4) :488 – 496.
- [30] Deephouse, D. L. To be Different, or to be the Same? It's a Question ( and Theory) of Strategic Balance[J]. *Strategic Management Journal*,1999,20, (2) :147 – 166.

- [31] Zhao, E. Y., G. Fisher, M. Lounsbury, and D. W. Miller. Optimal Distinctiveness: Broadening the Interface between Institutional Theory and Strategic Management[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38, (1): 93 – 113.
- [32] Mcknight, B., and C. Zietsma. Finding the threshold: A Configurational Approach to Optimal Distinctiveness [J]. *Journal of Business Venturing*, 2018, 33, (4): 493 – 512.
- [33] 郭海, 李永慧. 创新偏离度、利益相关者评价与企业绩效——新兴产业与成熟产业的比较研究[J]. *北京: 中国人民大学学报*, 2019, (3): 59 – 71.
- [34] Zuckerman, E. W. The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount [J]. *American Journal of Sociology*, 1999, 104, (5): 1398 – 1438.
- [35] Zuckerman E. W. Optimal Distinctiveness Revisited: An Integrative Framework for Understanding the Balance between Differentiation and Conformity Individual and Organizational Identities [A]. In Pratt, M. G., et al., Ed., *The Oxford Handbook of Organizational Identity*[C]. Oxford, UK: Oxford University Press, 2016.
- [36] Shepherd, D. A., and J. M. Haynie. Birds of a Feather don't Always Flock Together: Identity Management in Entrepreneurship [J]. *Journal of Business Venturing*, 2009, 24, (4): 316 – 337.
- [37] Wolfe, M. T., and D. A. Shepherd. What Do You Have to Say About that? Performance Events and Narratives' Positive and Negative Emotional Content [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2015, 39, (4): 895 – 925.
- [38] Dickert, S., N. Sagara, and P. Slovic. Affective Motivations to Help Others: A Two-Stage Model of Donation Decisions [J]. *Journal of Behavioral Decision Making*, 2011, 24, (4): 361 – 376.
- [39] Haans, R. F. J. What's the Value of being Different When Everyone Is? The Effects of Distinctiveness on Performance in Homogeneous versus Heterogeneous Categories [J]. *Strategic Management Journal*, 2019, 40, (1): 3 – 27.
- [40] Barlow, M. A., J. C. Verhaal, and R. Angus. Optimal Distinctiveness, Strategic Categorization, and Product Market Entry on the Google Play App Platform [J]. *Strategic Management Journal*, 2019, 40, (8): 1219 – 1242.
- [41] Falbe, C. M., and G. Yukl. Consequences for Managers of Using Single Influence Tactics and Combinations of Tactics [J]. *Academy of Management Journal*, 1992, 35, (3): 638 – 652.
- [42] Elsbach, K. D., and G. Elofson. How the Packaging of Decision Explanations Affects Perceptions of Trustworthiness [J]. *Academy of Management Journal*, 2000, 43, (1): 80 – 89.
- [43] Jennings, J. E., T. J. Edwards, P. D. Jennings, and R. Delbridge. Emotional Arousal and Entrepreneurial Outcomes: Combining Qualitative Methods to Elaborate Theory [J]. *Journal of Business Venturing*, 2015, 30, (1): 113 – 130.
- [44] Stinchcombe, A. L. Social Structure and Organizations [A]. In: March, J. G., Ed., *Handbook of Organizations* [C]. Chicago, IL: Rand McNally, 1965.
- [45] Cardon, M. S., J. Wincent, J. Singh, and M. Drnovsek. The Nature and Experience of Entrepreneurial Passion [J]. *Academy of Management Review*, 2009, 34, (3): 511 – 532.
- [46] Mathias, B. D., and D. W. Williams. The Impact of Role Identities on Entrepreneurs' Evaluation and Selection of Opportunities [J]. *Journal of Management*, 2014, 43, (3): 892 – 918.
- [47] Pennebaker, J. W., R. J. Booth, R. L. Boyd, and M. E. Francis. *Linguistic Inquiry and Word Count: LIWC2015* [M]. Austin, TX: Pennebaker Conglomerates, 2015.
- [48] Skirnevskiy, V., D. Bendig, and M. Brettel. The Influence of Internal Social Capital on Serial Creators' Success in Crowdfunding [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2017, 41, (2): 209 – 236.
- [49] Cumming, D. J., G. Leboeuf, and A. Schwiendbacher. Crowdfunding Models: Keep-it-All vs. All-or-Nothing [J]. *Financial Management*, 2020, 49, (2): 331 – 360.
- [50] Mollick, E. The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study [J]. *Journal of Business Venturing*, 2014, 29, (1): 1 – 16.
- [51] Tauscher, K., R. Bouncken, and R. Pesch. Gaining Legitimacy by Being Different: Optimal Distinctiveness in Crowdfunding Platforms [J]. *Academy of Management Journal*, 2021, 64, (1): 149 – 179.
- [52] 刘刚, 梁晗, 殷建瓴. 风险投资声誉、联合投资与企业创新绩效——基于新三板企业的实证分析 [J]. *北京: 中国软科学*, 2018, (12): 110 – 125.
- [53] Fisher, G., S. Kotha, and A. Lahiri. Changing with the Times: An Integrated View of Identity, Legitimacy, and New Venture Life Cycles [J]. *Academy of Management Review*, 2016, 41, (3): 383 – 409.

# Research on Internet Entrepreneurial Narrative and Investor Decision from Optimal Distinctiveness Perspective

LIANG Han, HUANG Su-ping

(College of Business Administration, Capital University of Economics and Business, Beijing, 100070, China)

**Abstract:** The emerging model of Internet crowdfunding not only brings new opportunities to entrepreneurs, but also new challenges. Most of the Internet crowdfunding entrepreneurship projects are in the initial or embryonic stage, and the products and services have not even taken shape. It has become a major problem for entrepreneurs to effectively display the entrepreneurship projects on a more open and transparent financing platform to make them stand out, and to persuade the emerging crowd investors with different logic to obtain resource support. This also prompted us to think deeply about this new paradigm of Internet entrepreneurship and return to the core issue of entrepreneurial resource acquisition: what kind of entrepreneurial story can win the favor of investors? Especially facing the crowd investors with multiple logic under the Internet crowdfunding entrepreneurial situation, how entrepreneurs seek a balance between emotional entrepreneurial narrative and rational entrepreneurial narrative to win the favor of crowd investors is an important part to determine the success of entrepreneurial resources acquisition.

However, the balance challenge and audience heterogeneity challenge of Internet crowdfunding entrepreneurial narrative have not attracted enough attention. Most of the existing studies regard crowd investors as a group set, ignoring the micro process of crowd investors' evaluation and decision-making. Is it emotional or rational entrepreneurial narrative that is more conducive to touching crowd investors and providing resource? How does the different evaluation logic of heterogeneous crowd investors lead to the different effectiveness of entrepreneurial narrative? The existing research has not yet answered these questions.

This study aims to respond to the challenge of crowd investors in the context of Internet crowdfunding. For this purpose, we obtain the entrepreneurial projects and investor investment data of crowdfunding platform (Indiegogo.com) through Python data mining technology. From the perspective of optimal distinctiveness theory, this study explores how heterogeneous crowd investors evaluate the micro process of emotional and rational entrepreneurial narrative, and then reveals the stage differences and audience heterogeneity of their evaluation process. Finally, this study draws the conclusions through empirical test. Emotional entrepreneurial narrative is conducive to improving the investment willingness of crowd investors. This positive effect mainly comes from narrative content (identity similarity) rather than narrative style (emotional language style). Rational entrepreneurial narrative is conducive to improving the investment scale of crowd investors. This positive effect mainly comes from narrative style (logical language style) rather than narrative content (projects distinctiveness). The experience of investors weakens the negative impact of rational entrepreneurial narrative on investment willingness, and at the same time strengthens the promotion effect of emotional entrepreneurial narrative on investment scale.

Based on this, this study refines an entrepreneurial narrative model based on audience heterogeneity, cross decision-making stage and systematic orchestration, makes up for the lack of research on entrepreneurial narrative balance strategy. Besides, this study reveals the group evolution from crowd investors to professional investors, and the coexistence of legitimacy logic and competitive logic in the context of Internet crowdfunding, forming an innovative exploration within the crowd investor group. Finally, it responds to the audience heterogeneity challenge of Internet crowdfunding entrepreneurial narrative, and provides model reference and theoretical enlightenment for breaking the bottleneck of Internet entrepreneurial resources.

**Key Words:** entrepreneurial narrative; language style; investor experience; investor decision; optimal distinctiveness theory

**JEL Classification:** D25, L26, L86

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2022.11.010

(责任编辑:张任之)