

التمويل التعاوني أو الجماعي بين منطق الحماية القانونية ودينامية السلوك الجماعي:

دراسة في النظريات والظواهر المؤطرة

محمد أكدو

Mohamedouqaddou@gmail.com

طالب باحث في سلك الماستر، تخصص قانون العقود والأنظمة العقارية

بكلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية جامعة محمد الأول بوجدة

المملكة المغربية

الملخص:

يهدف هذا المقال إلى دراسة الأسس النظرية والقانونية المؤطرة لعمليات التمويل التعاوني، من خلال تحليل أبرز النظريات المفسرة لهذا النمط الحديث من التمويل، واستجلاء مدى انعكاسها على التنظيم القانوني المغربي، وقد انطلق البحث من نظرية عدم تماثل المعلومات باعتبارها الإطار التفسيري الأول للعلاقة بين حامل المشروع والمساهم، حيث أظهر كيف يؤدي التفاوت المعرفي بين الطرفين إلى خلق مخاطر تستوجب تدخل المشرع عبر آليات الإعلام والإفصاح والشفافية.

كما تناول البحث نظرية الإشارة التي تفسر اعتماد المساهمين على مؤشرات ظاهرة لتقييم المشاريع في ظل محدودية المعلومات المتاحة، ونظرية سلاسل المعلومات التي تبرز أثر القرارات السابقة للمساهمين في توجيه القرارات اللاحقة داخل المنصات الرقمية.

وتطرق كذلك إلى نظرية الثقة في المعاملات الإلكترونية، مبرزا دورها في تفسير نجاح عمليات التمويل التعاوني القائمة على التعاقد عن بعد، كما تناول المقاربة السلوكية التي كشفت محدودية فرضية العقلانية الاقتصادية الكاملة، وأوضحت تأثير العوامل النفسية والاجتماعية في قرارات المساهمة أو التمويل.

وفي هذا السياق تم بيان الكيفية التي انتقلت بها المقاربة السلوكية من المجال الاقتصادي إلى المجال القانوني، ثم إلى مجال التمويل التعاوني، من خلال تفسير ظواهر الإشارات الرقمية والسلوك الجماعي والخوف من فوات الفرصة.

وخلصت الدراسة إلى أن المشرع المغربي استحضر بصورة واضحة مختلف الإشكالات المرتبطة بهذه النظريات عند تنظيمه للتمويل التعاوني بموجب القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني ونصوصه التطبيقية، وذلك من خلال إقرار منظومة متكاملة من الالتزامات القانونية والتنظيمية الرامية إلى تعزيز الشفافية والثقة، وتقليص التفاوت المعلوماتي بين الأطراف، والحد من الآثار السلبية للانحيازات السلوكية، بما يضمن حماية المساهمين وتحقيق التوازن داخل منظومة التمويل التعاوني.

الكلمات المفتاحية: القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني - التمويل الجماعي - الثقة في المعاملات الإلكترونية - سلاسل المعلومات - المقاربة السلوكية.

Abstract:

This article examines the theoretical and legal foundations underpinning crowdfunding operations by analysing the principal theories that explain the functioning of this alternative financing mechanism and assessing their influence on the Moroccan regulatory framework.

The study begins with the theory of information asymmetry, which constitutes a fundamental explanatory framework for the relationship between project owners and contributors.

It demonstrates how informational disparities between the parties may generate significant risks, thereby justifying legislative intervention through disclosure, transparency, and information obligations.

The article further explores Signaling Theory, which explains how contributors rely on observable indicators to assess the quality of projects in situations characterised by limited information, as well as Information Cascade Theory, which illustrates how prior funding decisions may influence subsequent contributors within digital platforms.

The study also addresses Trust Theory in electronic transactions, highlighting its role in explaining the viability of crowdfunding operations conducted entirely through digital environments.

In addition, it examines the behavioural approach, which challenges the traditional assumption of perfect economic rationality and reveals the extent to which psychological, cognitive, and social factors shape funding decisions.

In this regard, the article traces the evolution of behavioural insights from economics into law and subsequently into the field of crowdfunding, particularly through the analysis of digital signals, collective behaviour, herd dynamics, and the fear of missing out (FOMO).

The article concludes that the Moroccan legislature has expressly taken account of the challenges highlighted by these theories when regulating crowdfunding through Law No. 15.18 and its implementing regulations.

This is reflected in the establishment of a comprehensive legal and regulatory framework designed to strengthen transparency and trust, reduce informational disparities between stakeholders, and mitigate the adverse effects of behavioural biases. Ultimately, these measures seek to enhance contributor protection and ensure a balanced and sustainable crowdfunding ecosystem.

مقدمة:

أبرز التحول الرقمي الذي تشهده المعاملات المالية والاستثمارية أنماطاً جديدة من تعبئة الموارد المالية لم تكن معروفة بالصيغة نفسها في النظم التمويلية التقليدية، ومن أبرزها التمويل التعاوني الذي أتاح لحاملي المشاريع الوصول إلى جمهور واسع من المساهمين عبر منصات إلكترونية متخصصة، متجاوزاً بذلك العديد من القيود التي كانت تفرضها المؤسسات المالية التقليدية.

وقد شكل هذا النموذج إحدى أهم صور التمويل البديل في الاقتصاد الرقمي، ليس فقط لقدرته على توسيع دائرة الولوج إلى التمويل، وإنما أيضاً لكونه أعاد صياغة العلاقة بين ممولي المشاريع وحاملها داخل فضاء افتراضي يقوم على التفاعل الإلكتروني.

ويأتي هذا التحول في سياق اتسم بتزايد الحاجة إلى إيجاد بدائل تمويلية أكثر مرونة ونجاعة، خاصة في ظل محدودية المؤسسات البنكية في تمويل بعض الفئات من حاملي المشاريع، وعلى رأسهم أصحاب المقاولات الناشئة والمشاريع المبتكرة الذين يصطدمون غالباً بشروط صارمة ترتبط بالضمانات والملاءة المالية¹.

كما أن المؤسسات البنكية، بحكم طبيعتها ووظيفتها الاقتصادية، لا تكون في كثير من الأحيان مهياًة لتمويل المبادرات ذات الطابع الاجتماعي أو الإنساني التي لا تستهدف تحقيق الربح، وهو ما يحد من إمكانية تمويل هذا النوع من المشاريع داخل منظومة التمويل التقليدي، وقد أدى ذلك إلى توجه فئة واسعة من المستثمرين وحاملي المشاريع، بل وحتى أصحاب المبادرات غير الربحية، نحو البحث عن وسائل تمويل بديلة تقوم على السرعة والمرونة والانفتاح، سواء في إطار استثماري يهدف إلى تحقيق عائد مالي، أو في إطار تضامني يقوم على التبرع ودعم المشاريع ذات البعد الاجتماعي أو الإنساني².

ويرجع انتشار التمويل التعاوني كذلك إلى محدودية الموارد الذاتية التي يتوفر عليها العديد من حاملي المشاريع، خاصة في المراحل الأولى من إنشائها، حيث غالباً ما تكون المدخرات الشخصية غير كافية لتغطية الاحتياجات المالية اللازمة لإطلاق المشروع أو تطويره.

وتبرز هذه الإشكالية بشكل خاص لدى المقاولات الناشئة والمشاريع المبتكرة، التي تحتاج إلى تمويل أولي يمكنها من تحويل الأفكار إلى مشاريع قابلة للتنفيذ، كما تعاني المقاولات الصغيرة جداً والصغرى من صعوبات مماثلة نتيجة محدودية رأسمالها وضعف قدرتها على تعبئة الموارد المالية اللازمة للنمو والتوسع.

وفي هذا السياق أتاح التمويل التعاوني أو ما يطلق عليه بالتمويل الجماعي أو التشاركي لهذه الفئات إمكانية اللجوء إلى الجمهور عبر المنصات الإلكترونية لتعبئة التمويل اللازم، بما يساهم في تجاوز جزء من الإكراهات المرتبطة بالتمويل الذاتي وبالولوج إلى مصادر التمويل التقليدية.

¹ محمد أكادو، الحماية القانونية للمساهم في عقد التمويل التعاوني على ضوء القانون المغربي، مجلة المعرفة للدراسات والأبحاث، العدد التاسع والثلاثون، ماي 2026، ص 129.

² المرجع نفسه، ص 129.

وفي هذا السياق، عرف المشرع المغربي التمويل التعاوني بأنه: "عملية لجمع أموال من الجمهور، تقوم بها شركة للتمويل التعاوني من خلال إقامة علاقة بين حاملي مشاريع معينة وأشخاص يرغبون في تمويلها، عبر منصة إلكترونية للتمويل التعاوني، تحدثها هذه الشركة وتسييرها لهذا الغرض، ويمكن أن تتخذ عمليات التمويل التعاوني شكل عملية استثمار أو قرض، بفائدة أو بدونها، أو تبرع"¹.

غير أن الإحاطة القانونية الدقيقة بهذا الموضوع لا تقتصر على الوقوف عند مفهوم التمويل التعاوني باعتباره الإطار العام، وإنما تمتد لتشمل مجموعة من المفاهيم القانونية المتداخلة التي يستحيل استيعاب البنية القانونية لهذه الآلية دون تحديد مدلولها وضبط حدودها، وذلك بالنظر إلى الطبيعة المركبة لهذا النظام التمويلي القائم على تفاعل عدة أطراف داخل بيئة إلكترونية.

وفي مقدمة هذه المفاهيم نجد شركة التمويل التعاوني التي يمكن تعريفها بأنها: "شركة تجارية مرخص لها بمزاولة نشاط التمويل التعاوني تضطلع بدور الوسيط المنظم عبر تسيير منصة إلكترونية، ولا يقتصر دورها على الربط التقني بين المساهمين وحاملي المشاريع، بل يمتد إلى تأطير العلاقة التعاقدية بينهم، من خلال إعداد وتنظيم عمليات التمويل، والتحقق من المعطيات وضمان شفافية العمليات وتبعية تنفيذ المشاريع، بما يحقق التوازن ويعزز الحماية القانونية لمختلف الأطراف"².

أما المساهم فهو كل شخص ذاتي أو اعتباري، مقيم أو غير مقيم، يساهم عن طريق منصة للتمويل التعاوني في تمويل مشروع معين، ويمكن له، بحسب فئة عملية التمويل التعاوني، أن يكون مستثمرا في رأس المال أو مقرضا أو متبرعا³، إلى جانب ذلك يقصد بحامل المشروع كل شخص أو مجموعة أشخاص ذاتيين أو اعتباريين يعرضون مشروعا على منصة للتمويل التعاوني بهدف الحصول على تمويل تعاوني⁴، وتبرز منصة التمويل التعاوني باعتبارها الإطار الرقمي الذي تنشأ داخله العملية التمويلية، والتي عرفها المشرع بأنها: "موقع إلكتروني يربط بين حاملي مشاريع ومساهمين من أجل إنجاز إحدى عمليات التمويل التعاوني"⁵.

وإذا كان تحديد المفاهيم الأساسية المرتبطة بالتمويل التعاوني يشكل مدخلا ضروريا لفهم الإطار العام للموضوع، فإن دراسة الأبعاد التفسيرية المرتبطة به تقتضي الوقوف عند مفهوم النظرية ومفهوم الظاهرة باعتبارهما من الأدوات المنهجية التي يعتمد عليها الباحث لفهم مختلف الآليات والاختلالات التي تحكم هذا النشاط.

في هذا السياق يمكن تعريف النظرية بأنها ذلك البناء الفكري المنظم الذي يضم مجموعة من المفاهيم والفرضيات والقضايا المترابطة، ويهدف إلى تفسير ظاهرة أو مجموعة من الظواهر والكشف عن العلاقات التي تربط بين عناصرها، وعليه فالنظرية لا تقتصر على وصف الواقع، وإنما تسعى إلى تفسيره وفهم الآليات التي تحكمه.

أما الظاهرة فهي واقعة أو سلوك أو نمط متكرر قابل للملاحظة في الواقع العملي ويستدعي التفسير والتحليل للكشف عن أسبابه وآثاره، وقد تم تعريف الظاهرة بأنها واقعة أو حدث أو سلوك يمكن ملاحظته في الواقع ويشكل موضوعا للبحث والتحليل العلمي.

¹ المادة 1 من القانون 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.21.24 صادر في 10 رجب 1442 (22 فبراير 2021)، الجريدة الرسمية عدد 6967 بتاريخ 24 رجب 1442 (8 مارس 2021)، ص 1757.

² محمد أكادو، مرجع سابق، ص 130.

³ المادة 2 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

⁴ المادة 2 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

⁵ المادة 2 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

ومن ثم فإذا كانت النظرية تمثل إطارا تفسيريا لفهم الواقع وتحليل آلياته، فإن الظاهرة تمثل واقعة أو سلوكا يظهر في هذا الواقع ويشكل موضوعا للملاحظة والدراسة.

ولعل ما يميز الدراسات الحديثة المرتبطة بالتمويل التعاوني هو انتقالها من النظر إلى المنصة باعتبارها مجرد وسيلة للربط التقني بين حاملي المشاريع والمساهمين، إلى اعتبارها فضاء معلوماتيا وسلوكيا معقدا تتفاعل داخله اعتبارات اقتصادية وقانونية ونفسية واجتماعية في آن واحد.

فقد أصبح القرار التمويلي داخل منصات التمويل التعاوني يتأثر بشكل جوهري بنظرية عدم تماثل المعلومات التي تميز العلاقة بين المساهم وحامل المشروع، كما أبرزت نظرية الإشارة الكيفية التي يسعى بها أصحاب المشاريع إلى إرسال مؤشرات تسمح لهم باكتساب ثقة المساهمين في ظل نقص المعلومات المتاحة.

ومن جهة أخرى بينت نظرية سلاسل المعلومات أن قرارات المساهمين لا تتحدد فقط بناء على المعلومات التي يمتلكونها، بل تتأثر أيضا بأفعال المساهمين السابقين، بما قد يؤدي إلى تشكل أنماط جماعية من السلوك التمويلي، أما نظرية الثقة في المعاملات الإلكترونية فقد كشفت أن نجاح المنصات الرقمية لا يتوقف على جودة المشاريع المعروضة فحسب، وإنما يرتبط كذلك بقدرتها على بناء الثقة في بيئة تتسم بغياب الاتصال المباشر بين الأطراف.

وإلى جانب هذه التفسيرات النظرية، أفرزت الممارسة العملية للتمويل التعاوني مجموعة من الظواهر التي أصبحت تحظى باهتمام متزايد، من قبيل الانتقاء المعكوس الناتج عن الاختلال المعلوماتي بين الأطراف، والراكب الخجائي المرتبط بمنطق العمل الجماعي والسلع العامة، والخوف من فوات الفرصة الذي يمثل أحد أبرز تجليات الاقتصاد السلوكي داخل المنصات الرقمية.

ولا تقتصر أهمية هذه الظواهر على بعدها النظري، بل تمتد إلى آثارها العملية على كفاءة التمويل وجودة المشاريع الممولة، ومستوى الحماية الممنوحة للمساهمين، بل وعلى قدرة المنصة نفسها على أداء وظيفتها الاقتصادية في توجيه الموارد نحو المشاريع الأكثر جدوى.

وأمام هذه التحديات أصبح نجاح الإطار القانوني المنظم للتمويل التعاوني يقاس بمدى قدرته على استيعاب هذه النظريات والسلوكيات، ومعالجتها.

فالقانون لم يعد مطالباً فقط بوضع قواعد إجرائية لتنظيم المنصة أو تحديد شروط مزاوله النشاط، وإنما أصبح مطالباً بحكم وظيفته التنظيمية والوقائية، بالتدخل لتقويم السلوكيات التي قد تفضي إلى اختلال التوازن بين أطراف العملية التمويلية أو تؤثر في سلامة اتخاذ القرار التمويلي.

ذلك أن القاعدة القانونية لا تقتصر على تنظيم الوقائع القائمة، وإنما تضطلع كذلك بوظيفة استباقية تروم توجيه السلوك والحد من المخاطر المتوقعة وضمان قدر من الثقة والاستقرار داخل المعاملات¹.

ومن ثم كان إلزاميا على المشرع أن يضع آليات قانونية قادرة على الحد من آثار عدم تماثل المعلومات، وتعزيز الثقة في البيئة الرقمية، والحد من الانحيازات السلوكية التي قد تؤثر في قرارات المساهمين، بما يضمن تحقيق التوازن بين حرية المبادرة الاقتصادية ومتطلبات حماية المتعاملين داخل منظومة التمويل التعاوني.

¹ Claude Roussin, « La prévention juridique », Les Cahiers de droit, vol. 21, n° 2, Université Laval, Québec, Canada, 1980, p. 451.

ومن هذا المنطلق يكتسي القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني، إلى جانب النصوص التنظيمية الصادرة لتطبيقه، أهمية خاصة باعتباره أول إطار تشريعي مغربي يروم تأطير هذا النشاط المستحدث، مع ما يقتضيه ذلك من تحقيق توازن دقيق بين تشجيع الابتكار المالي وضمان حماية مختلف الأطراف المتدخلة فيه، ومن هنا يكتسي هذا الموضوع أهميته القانونية.

ولا تقل الأهمية الاقتصادية له عن الأهمية السالفة، بالنظر إلى الدور الذي أصبح يؤديه التمويل التعاوني في توسيع مصادر التمويل المتاحة أمام حاملي المشاريع، وخاصة المقاولات الناشئة والمشاريع الصغيرة والمتوسطة التي تواجه صعوبات في الولوج إلى وسائل التمويل التقليدية.

فبفضل المنصات الرقمية أصبح بالإمكان تعبئة رؤوس أموال من عدد كبير من المساهمين بتكاليف أقل وبإجراءات أكثر مرونة، الأمر الذي يساهم في دعم الابتكار وتحفيز الاستثمار وتعزيز ريادة الأعمال، كما أن فهم النظريات والظواهر المؤثرة في سلوك المساهمين يكتسي أهمية اقتصادية خاصة، لأن كفاءة التمويل التعاوني لا تتوقف على وجود الموارد المالية فحسب، بل ترتبط أيضا بمدى قدرة السوق على توجيه هذه الموارد نحو المشاريع الأكثر جدوى، وتفادي الاختلالات التي قد تؤدي إلى سوء تخصيصها أو إلى تمويل مشاريع لا تعكس أفضل الفرص الاستثمارية المتاحة.

أما من الناحية الاجتماعية، فتتجلى أهمية التمويل التعاوني في كونه يمثل آلية تسمح بإشراك الأشخاص بصورة مباشرة في تمويل المبادرات الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، مما يعزز قيم المشاركة والتضامن والانخراط الجماعي في التنمية، فالتمويل التعاوني لا يقتصر على توفير الموارد المالية للمشاريع، بل يساهم أيضا في بناء مجتمعات رقمية حول الأفكار والمبادرات المشتركة، ويمنح الأفراد إمكانية المساهمة في تحقيق أهداف جماعية قد يصعب إنجازها بالاعتماد على مصادر التمويل التقليدية وحدها.

كما أن نجاح هذا النموذج ينعكس إيجابا على تعزيز الشمول المالي، ودعم المبادرات المحلية، وخلق فرص الشغل، وتمكين فئات جديدة من الولوج إلى التمويل، الأمر الذي يجعل من دراسة الآليات القانونية والنظرية المؤطرة له مسألة تتجاوز بعدها التقني لتلامس رهانات اقتصادية واجتماعية وتنموية أوسع.

وتأسيسا على ما سبق تثار الإشكالية الآتية: إلى أي حد تساهم النظريات الاقتصادية والسلوكية المفسرة للتمويل التعاوني في تفسير الظواهر المرتبطة به، وكيف حاول المشرع من خلال القانون رقم 15.18 والنصوص التنظيمية المؤطرة له الحد من الاختلالات والمخاطر التي تكشف عنها هذه النظريات؟

للإجابة عن هذه الإشكالية، سيتم تقسيم هذا الموضوع إلى فقرتين، تعنى الأولى بدراسة النظريات المفسرة للتمويل التعاوني، على أن تخصص الثانية للحديث عن نظرية الثقة والمقاربة السلوكية في عمليات التمويل التعاوني.

الفقرة الأولى: النظريات المفسرة للتمويل التعاوني.

لا يمكن فهم التمويل التعاوني باعتباره مجرد تقنية رقمية لجمع الأموال، بل ينبغي النظر إليه بوصفه آلية تمويلية تقوم على تفاعل معقد بين القانون والاقتصاد والسلوك البشري.

ذلك أن نجاح عملية التمويل لا يرتبط فقط بوجود منصة إلكترونية تجمع بين حامل المشروع والمساهمين، وإنما يتوقف كذلك على طبيعة المعلومات المتداولة، وكيفية بناء الثقة، وطريقة اتخاذ القرار داخل بيئة رقمية مفتوحة.

ومن ثم فإن دراسة التمويل التعاوني تقتضي الاستعانة ببعض النظريات المفسرة التي تساعد على فهم الاختلالات التي قد تعترى العلاقة بين أطرافه، وفي مقدمتها نظرية عدم تماثل المعلومات، ونظرية الإشارة، ونظرية سلاسل المعلومات.

أولاً: نظرية عدم تماثل المعلومات.

يشكل عدم تماثل المعلومات أحد أبرز المرتكزات التي أعادت تشكيل الفكر الاقتصادي والمالي المعاصر، بعدما كانت النماذج التقليدية تفترض أن المتعاملين في السوق يتخذون قراراتهم في ظل معلومات كاملة ومتاحة للجميع بالقدر نفسه.

غير أن التطور اللاحق للتحليل الاقتصادي كشف أن الواقع العملي يختلف عن هذه الصورة المثالية، إذ غالباً ما ينفرد أحد أطراف العلاقة التعاقدية بقدر من المعلومات لا يتوفر للطرف الآخر، سواء تعلق الأمر بخصائص المشروع أو درجة مخاطره أو احتمالات نجاحه.

وانطلاقاً من هذا التصور، أصبح تفاوت المعرفة بين الأطراف متغيراً أساسياً في تفسير سلوك الأسواق وآليات اشتغالها، حيث لا يقتصر أثره على مجرد إحداث خلل في عملية اتخاذ القرار، بل يمتد إلى تفسير مجموعة من النتائج الاقتصادية المترابطة، من قبيل الانتقاء المعكوس.

وقد أسهمت الأعمال الرائدة لكل من جورج أكيرلوف¹ ومايكل سبنس² وجوزيف ستيغليتز³ في بناء هذا التصور وتطوير أدواته التحليلية، من خلال بيان الكيفية التي يؤثر بها تفاوت المعلومات في كفاءة الأسواق وفي القرارات الاقتصادية للأفراد، وهو ما جعل دراسة العلاقات التعاقدية والتمويلية الحديثة تتطرق في كثير من الأحيان من فرضية وجود تفاوت معرفي بين الأطراف باعتباره معطى أصلياً وليس استثناءً عارضاً.

وفي هذا السياق يرى أحد الباحثين بأن بعض المشاركين في السوق يمتلكون معلومات أفضل من غيرهم حول قيمة الشيء محل التبادل، وهو ما يفرض عليهم إعلام باقي المشاركين بها، بحيث تصبح المعلومات الخاصة بمعلومات عامة، مما يؤدي إلى تقليص التفاوت المعلوماتي⁴.

وانطلق سبنس في تأطيره لنظرية الإشارة من فرضية وجود تفاوت في المعلومات بين الأطراف، وتفترض أن الطرف الأكثر علماً يسعى إلى تقليص هذا التفاوت من خلال إرسال إشارات⁵، بالتالي فهو يعترف بشكل ضمني بنظرية عدم تماثل المعلومات.

ويعرف جورج أكيرلوف عدم تماثل المعلومات بأنه الوضع الذي يمتلك فيه أحد أطراف العلاقة التعاقدية أو التمويلية معلومات لا تتوافر للطرف الآخر أو لا تتوافر له بالدرجة نفسها، مما يؤثر في قدرته على تقييم المخاطر واتخاذ القرار، وقد جسد أكيرلوف هذه

¹ George A. Akerlof, « The Market for "Lemons » : Quality Uncertainty and the Market Mechanism», The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, August 1970, pp. 488-500.

² Michael Spence, «Job Market Signaling», The Quarterly Journal of Economics, Vol. 87, No. 3, August 1973, pp. 355-374.

³ Joseph E. Stiglitz, Andrew Weiss, «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», The American Economic Review, Vol. 71, No. 3, June 1981, pp. 393-410.

⁴ Jonathan Levin, Information and the Market for Lemons, RAND Journal of Economics, Vol. 32, No. 4, Winter 2001, p. 657.

⁵ Michael Spence, op. cit., p. 358.

الفكرة من خلال نموذج الشهير لسوق السيارات المستعملة، مبينا أن احتفاظ البائع بمعلومات حول جودة السيارة لا تتوافر للمشتري يؤدي إلى اختلال السوق وظهور ظاهرة الانتقاء المعكوس¹.

وعلى الرغم من أن نظرية عدم تماثل المعلومات نشأت في الأصل ضمن الدراسات الاقتصادية بهدف تفسير الاختلالات التي تشهدها الأسواق نتيجة التفاوت المعرفي بين المتعاملين، فإن تأثيرها لم يظل حبيس المجال الاقتصادي، بل امتد تدريجياً إلى المجال القانوني.

حيث أصبحت تشكل أحد المدخلات التفسيرية الأساسية لفهم العديد من القواعد والآليات القانونية الرامية إلى حماية الطرف الأقل علماً وإعادة التوازن إلى العلاقات التعاقدية والتمويلية².

ومن ثم لم تعد هذه النظرية تقتصر على تحليل كفاءة الأسواق، وإنما أضحت تسهم كذلك في تفسير مبررات تدخل التشريعات من خلال فرض التزامات الإعلام والإفصاح والشفافية والرقابة، باعتبارها وسائل قانونية للحد من الآثار السلبية الناجمة عن التفاوت المعلوماتي بين الأطراف.

ويمكن القول بأن نظرية عدم تماثل المعلومات هي الحالة التي يمتلك فيها أحد أطراف العلاقة التعاقدية معلومات جوهرية لا تتوافر للطرف الآخر بالقدر نفسه، مما يؤدي إلى اختلال القدرة على التقييم واتخاذ القرار، ويزداد عنه مجموعة من النتائج الاقتصادية والقانونية كضعف كفاءة السوق، والانتقاء المعكوس، والخطر الأخلاقي، والحاجة إلى آليات الإعلام والإفصاح والرقابة.

وتقوم على فرضية مفادها أن المعلومات المرتبطة بموضوع المعاملة لا تكون موزعة بالتساوي بين أطرافها، بحيث يحتفظ أحدهم بمعرفة أوسع أو أدق من الطرف الآخر بشأن العناصر الجوهرية المؤثرة في القرار الاقتصادي أو التعاقدية، وهو ما يجعل تفاوت المعرفة عاملاً مؤثراً في سلوك الأطراف وفي النتائج التي تفرزها الأسواق والعلاقات القانونية.

وتكتسي هذه النظرية أهمية خاصة في مجال التمويل التعاوني، حيث تتم عمليات التمويل عن بعد عبر منصات رقمية³ تجمع بين أطراف لا تربطها في الغالب علاقة سابقة، فيجد المساهم نفسه أمام مشروع لا يملك بشأنه إلا المعلومات التي يختار حامل المشروع أو المنصة نشرها، بينما يحتفظ هذا الأخير بمعرفة أوسع تتعلق بواقع المشروع وظروفه وإمكانات نجاحه ومخاطره الفعلية.

ويبرز عدم تماثل المعلومات بين حامل المشروع والمساهم مثلاً في مرحلة ما قبل التعاقد، في كون الأول يكون في موقع يمتلك فيه معطيات دقيقة حول المشروع وهذا أمر طبيعي لأنه صاحبه، في حين يظل الثاني في وضعية جهل نسبي، وهو ما قد يؤثر على سلامة رضاه، ومن ثم فإن تمكين المساهم من المعلومات المتعلقة بالمشروع يشكل آلية لتقليص هذا الاختلال وتكريس التوازن المعرفي حول المشروع بين الطرفين⁴.

¹ George A. Akerlof, op. cit., p. 490.

² Sophie Renault, Les plateformes de financement participatif : de l'organisation du marché à l'activité de travail, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Nantes, Nantes, France, 2017, pp. 225-231.

³ زويبر بولجبال، التمويل الجماعي وفاق توسيع التمويل الاسلامي: دراسة حالات منصات دولية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، العدد الثاني، 2024، ص 265.

⁴ محمد اكادو، مرجع سابق، ص 136.

وفي هذا السياق ألزم المشرع المغربي شركة التمويل التعاوني وكذا حامل المشروع بإعلام الزبون¹ بالمعلومات الضرورية حسب المرحلة التي يوجد بها هذا الأخير.

ويتضح من خلال القانون رقم 15.18 أن المشرع المغربي استحضر بصورة واضحة الإشكال الذي تثيره نظرية عدم تماثل المعلومات داخل منظومة التمويل التعاوني، لذلك أحاط مختلف مراحل العملية التمويلية بمجموعة من الالتزامات بالإفصاح والشفافية إلى تقليص التفاوت المعرفي بين الأطراف.

ففي مرحلة ما قبل التعاقد ألزمت المادة 25 من القانون السالف الذكر شركة التمويل التعاوني بإخبار الجمهور بطريقة واضحة ومفهومة بنمط اشتغال التمويل التعاوني والمخاطر المرتبطة به وخصائص المشاريع وشروط انتقائها والشروط المالية الخاصة بعمليات التمويل، كما أوجبت المادتان 23 و24 من القانون السالف الذكر على الشركة التأكد من علم المساهم بحقوقه والتزاماته والمخاطر المرتبطة بالمساهمة، وإطلاعه على مذكرة تقديم المشروع والشروط المالية للعملية والحق في التراجع.

أما خلال مرحلة تتبع جمع المساهمات وتقديم عملية التمويل فقد ألزمت المادة 26 من نفس القانون شركة التمويل التعاوني بوضع بيانات دورية تمكن المساهمين من تتبع تقدم عملية التمويل²، في حين أوجبت المادة 47 من القانون نفسه على حامل المشروع بعد اختتام عملية التمويل وأثناء تنفيذ المشروع إخبار المساهمين بتطور نشاط المشروع ووضعهم المالي والصعوبات التي قد تعترضه³.

ويستفاد من مجموع هذه المقتضيات أن المشرع لم يكتف بتعزيز العملية التمويلية من الناحية الإجرائية، بل سعى إلى الحد من آثار عدم تماثل المعلومات من خلال فرض إعلام مستمر بالمعلومات بين الأطراف.

وبذلك يتبين أن مختلف هذه المقتضيات لا تمثل مجرد التزامات قانونية متفرقة، وإنما تشكل في مجموعها آلية تشريعية متكاملة تروم الحد من آثار عدم تماثل المعلومات داخل منظومة التمويل التعاوني، فكلما اتسع نطاق المعلومات المتاحة للمساهم، وازدادت درجة الشفافية المفروضة على شركة التمويل التعاوني وحامل المشروع، وتقلص التفاوت المعلوماتي أو المعرفي بين الأطراف، تراجعت حدة المخاطر المرتبطة باتخاذ قرار التمويل أو حتى تتبع مال الأموال التي تمت المساهمة بها في مشروع معين، ومن ثم يمكن القول إن المشرع المغربي استلهم بصورة واضحة المنطق الذي تقوم عليه نظرية عدم تماثل المعلومات، وجعل من الإفصاح والشفافية أدوات قانونية لإعادة قدر من التوازن إلى العلاقة التمويلية أو التعاقدية.

¹ قرار لوزيرة الاقتصاد والمالية رقم 2072.23 صادر في 7 محرم 1445 (25) يوليو (2023) بالمصادقة على دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 01/23 المتعلقة بشركات التمويل التعاوني التي تنجز عمليات من فئة «الاستثمار»، الجريدة الرسمية عدد 7226 - 14 صفر 1445 (31) أغسطس 2023، ص 7044، تنص المادة من الدورية على ما يلي: "... زبون: كل مساهم أو حامل مشروع محتمل أو فعلي، تقدم له شركة التمويل التعاوني أو يحتتمل أن تقدم له خدمات متعلقة بأنشطتها..."

² للتفصيل أكثر يمكن العودة للدورية الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 23/01 وبالتحديد المادة 34 منها، والمنشور الصادر عن بنك المغرب رقم 9/2022 صادر في 19 ماي 2022 المتعلق بكيفيات إخبار شركات التمويل التعاوني المساهمين بالبيان الدوري لتتبع تقدم عملية تمويل المشروع والمساهمات التي تم جمعها برسم عمليات التمويل التعاوني من فئة "القرض" أو فئة "التبرع".

³ للتفصيل أكثر يمكن العودة للدورية الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 23/01 وبالتحديد المادة 35 منها، والمنشور الصادر عن بنك المغرب رقم 6 / و / 2022 صادر في 19 ماي 2022 المتعلق بكيفيات إخبار المساهمين من قبل حامل المشروع، بعد اختتام عملية التمويل الخاصة بفئة القرض " أو بفئة "التبرع".

ثانيا: نظرية الإشارة.

تعد نظرية الإشارة من أهم الامتدادات التحليلية لفكرة عدم تماثل المعلومات، إذ تنطلق من فرضية مفادها أن الطرف الأقل علما لا يستطيع الوقوف مباشرة على الجودة الحقيقية لمحل التعامل، فيلجأ إلى الاعتماد على مؤشرات ظاهرة يستدل بها على خصائص غير ظاهرة.

وقد وضع مايكل سبنس الأساس النظري لهذه النظرية من خلال تحليله لسوق الشغل، حيث يرى بأن المشغل لا يستطيع معرفة الإنتاجية الحقيقية لطالب الشغل قبل التعاقد معه، فيعتمد على إشارات قابلة للملاحظة، كالمستوى التعليمي أو الخبرة، باعتبارها مؤشرات غير مباشرة على الكفاءة¹.

غير أن أهمية الإشارة لا تكمن في كونها مجرد معلومة معروضة، بل في قدرتها على التمييز بين الفاعلين، خاصة متى كانت مكلفة أو يصعب تقليدها من طرف ذوي الجودة المنخفضة، لأن الإشارة المجانية أو سهلة التقليد تفقد جزءا كبيرا من قيمتها التفسيرية.

وقد تطورت هذه النظرية لاحقا خارج نطاق سوق العمل، حيث استعملها الباحثون في مجالات الإدارة، والمقاولات، والتمويل لتفسير السلوك في العلاقات التي يتخذ فيها أحد الأطراف قراره في ظل نقص المعلومات.

فقد أبرز Reutzel و Ireland و Certo و Connelly أن نظرية الإشارة تفيد في تحليل الوضعيات التي لا يتوفر فيها طرفان، سواء كانا أفرادا أو منظمات، على القدر نفسه من المعلومات، فيختار الطرف المرسل ما إذا كان سيكشف عن بعض المعلومات وكيفية كشفها، بينما يقوم الطرف المستقبل بتفسير تلك الإشارات وبناء قراره على أساسها².

وبهذا المعنى لا تقتصر الإشارة على كونها وسيلة تواصل، بل تتحول إلى آلية لتقليص التفاوت المعلوماتي.

وتجد هذه النظرية مجالا خصبا للتطبيق في التمويل التعاوني، لأن المساهم لا يملك غالبا الوسائل الكافية للتحقق من حقيقة المشروع، ولا يستطيع تقييم كفاءة حامل المشروع أو سلامة توقعاته المالية أو درجة المخاطر، بنفس الدرجة التي يعرفها بما صاحب المشروع أو المنصة.

لذلك لا يبيّن قراره دائما على تحليل اقتصادي مباشر، بل يعتمد على إشارات متعددة تظهر داخل المنصة، من قبيل عدد المساهمين، ونسبة تقدم الحملة، وسرعة جمع الأموال، ومساهمة حامل المشروع بأمواله الخاصة، ووجود دراسة جدوى، وسوابق حامل المشروع، والملكية الفكرية، والجوائز أو الشهادات أو الشراكات، فضلا عن سمعة المنصة نفسها.

فهذه العناصر لا تكشف بالضرورة عن الجودة الحقيقية للمشروع، لكنها تمنح المساهم مؤشرات يستعملها لتكوين تصور أولي عن مصداقيته وفرص نجاحه.

¹ Michael Spence, op. cit., p. 358.

² Brian L. Connelly, S. Trevis Certo, R. Duane Ireland, Christopher R. Reutzel, « Signaling Theory: A Review and Assessment », Journal of Management, Vol. 37, No. 1, 2011, pp. 39–67.

وما يمكن ملاحظته أن سبنس كان يتحدث أساساً عن إشارات يرسلها الطرف المطلع عمداً لإثبات جودته أو كفاءته، مثل الشهادة العلمية في سوق الشغل، أي أن الإشارة في تصوره تصدر من صاحب المعلومة نفسه، بهدف إقناع الطرف الآخر باتخاذ قرار معين¹.

أما في التمويل التعاوني فقد تطورت النظرية، إذ لم تعد الإشارة تقتصر على ما يرسله حامل المشروع عمداً، بل تشمل كذلك مجموعة من المؤشرات التي يستخلصها المساهم من بيئة المنصة وسلوك المستخدمين الآخرين، فعدد المساهمين، ونسبة تقدم الحملة، وسرعة جمع الأموال، والتعليقات الإيجابية، وشهرة المنصة، كلها تتحول إلى إشارات يعتمد عليها المساهم في تقدير جودة المشروع، حتى وإن لم يكن القصد منها أصلاً إرسال رسالة حول جودته.

ويرى أحد الباحثين أن هذه النظرية تقوم في التمويل التعاوني على افتراض وجود عدم تماثل في المعلومات بين حامل المشروع والممولين، بحيث يلجأ حامل المشروع إلى إرسال مؤشرات أو إشارات قابلة للملاحظة تعكس جودة المشروع أو جديته أو فرص نجاحه، بهدف تقليص حدة التفاوت المعرفي أو المعلوماتي وتشجيع المساهمين على اتخاذ قرار التمويل، وتمثل هذه الإشارات في عناصر متعددة من قبيل الخبرة المهنية لحامل المشروع، ونجاحاته السابقة في التمويل التعاوني، وامتلاكه لبراءات اختراع، وحجم فريق الإدارة، ووصف المشروع، والفيديو التعريفي، وغيرها من المؤشرات التي يستعملها الممولون لتقدير جودة المشروع في ظل محدودية المعلومات المتاحة لهم².

وفي نفس السياق يذهب Larralde و Schwienbacher إلى أن نماذج المكافآت المعتمدة في التمويل التعاوني لا تقتصر على تحديد المقابل الممنوح للمساهمين، بل تولد أيضاً أشكالاً مختلفة من المعلومات تختلف من حيث درجة مصداقية الإشارة التي تنقلها إلى المساهمين، ومن بين هذه الإشارات يشكل الطلب المسبق للمنتج بسعر تفضيلي مؤشراً موثقاً على وجود اهتمام فعلي بالمنتج وقابليته للتسويق، بما يسمح للمساهمين بتوقع فرص نجاح المشروع، وبناء على هذه الإشارات وغيرها، تتكون لدى المساهمين قناعة بشأن جودة المشروع، وهو ما يفسر الثقة التي أبدتها عينة من المساهمين في كل من المنتج والفريق الإداري القائم عليه، باعتبارها من أهم المؤشرات الدالة على جدية المشروع وقدرته على تحقيق أهدافه³.

وقد كرست دراسة عن التمويل الجماعي هذا التوجه بوضوح، حيث بينت أن حاملي المشاريع يستعملون إشارات متعددة لدفع صغار الممولين إلى تقديم موارد مالية، ومن بينها رأس المال البشري، ورأس المال الاجتماعي، ورأس المال الفكري، والتوقعات المالية، واستراتيجية الخروج، والشهادات الخارجية مثل براءات الاختراع أو الجوائز أو المنح⁴.

¹ Michael Spence, op. cit., p. 358.

² Lars Hornuf et Johannes Voshaar, What Is an Effective Signal in Crowdfunding? Evidence from Expert Researchers and a Meta-Study, CESifo Working Paper, n° 11501, Munich Society for the Promotion of Economic Research (CESifo), Munich, November 2024, pp. 16–19, 22 et 24.

³ Armin Schwienbacher et Benjamin Larralde, Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures, Book chapter forthcoming in Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press, 2010, pp. 13, 16.

⁴ Gerrit K.C. Ahlers, Douglas Cumming, Christina Günther, Denis Schweizer, « Signaling in Equity Crowdfunding », Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 39, No. 4, 2015, pp. 955–980.

وتظهر أهمية هذه الدراسة في أنها نقلت نظرية الإشارة من نموذجها الأصلي المرتبط بسوق الشغل إلى مجال التمويل التعاوني، حيث يصبح المشروع المعروض عبر المنصة في حاجة إلى إرسال إشارات جودة تقنع المساهمين بتمويله رغم محدودية المعلومات المتاحة لهم.

غير أن الإشارات في التمويل التعاوني ليست كلها على درجة واحدة من القوة أو المصدقية، فبعضها يمكن اعتباره إشارات قوية نسبيا، مثل مساهمة حامل المشروع بأمواله الخاصة، أو وجود براءة اختراع، أو توفر تجربة سابقة ناجحة، أو حصول المشروع على دعم مؤسسي أو شهادة خارجية، لأن هذه الإشارات تكون عادة مكلفة أو صعبة التقليد.

أما بعض الإشارات الأخرى، مثل ارتفاع عدد المساهمين أو تقدم الحملة بسرعة أو كثرة التفاعل الرقمي، فقد تكون مؤثرة نفسيا لكنها أقل قوة من الناحية الاقتصادية، لأنها قد تعكس سلوكا جماعيا أو اندفاعا مؤقتا أكثر مما تعكس جودة المشروع في ذاته، ومن هنا تظهر ضرورة التمييز بين الإشارة التي تقلص فعلا عدم تماثل المعلومات، والإشارة التي قد تعمقه إذا دفعت المساهمين إلى تقليد قرارات الغير دون فحص وتقييم مستقل.

ويستخلص مما سبق أن نظرية الإشارة تقوم على افتراض أن المساهمين يواجهون نقصا في المعلومات بشأن جودة المشروع ومخاطره، فيلجؤون إلى مجموعة من المؤشرات الظاهرة والقابلة للملاحظة، سواء صدرت عن حامل المشروع أو عن المنصة أو عن سلوك المساهمين الآخرين، لاستنتاج معلومات غير متاحة مباشرة واتخاذ قرار التمويل.

ويقصد بما كذلك تلك النظرية التي تفترض أن المساهمين، في ظل عدم تماثل المعلومات وصعوبة التحقق المباشر من جودة المشاريع المعروضة على المنصة، يعتمدون على مؤشرات ظاهرة مثل عدد المساهمين، ونسبة التمويل المحققة، وسرعة تقدم الحملة، وشهرة حامل المشروع أو المنصة، من أجل استنتاج معلومات غير متاحة مباشرة وتقدير فرص نجاح المشروع ومستوى مخاطره.

وعلى هذا الأساس يمكن القول بأن هذه النظرية تسمح بفهم جانب مهم من سلوك المساهمين في التمويل التعاوني، لأنها تفسر المبرر الذي قد يجعل الممولون ينجذبون إلى مشروع معين ليس بالضرورة بسبب معطياته الاقتصادية الكاملة، بل بسبب المؤشرات الظاهرة المحيطة به.

فعدد المساهمين قد يتحول إلى دليل اجتماعي على الثقة، ونسبة التمويل المحققة قد تبدو علامة على قرب النجاح، وسرعة جمع الأموال قد توحي بجاذبية المشروع، وسمعة المنصة قد تمنح المشروع نوعا من الشرعية، رغم أن هذه المؤشرات لا تعوض الحاجة إلى الإعلام والشفافية.

وإذا كانت نظرية الإشارة تفترض لجوء المساهمين إلى مؤشرات ظاهرة لاستنتاج جودة المشروع في ظل محدودية المعلومات المتاحة لهم، فإن المشرع المغربي سعى إلى الحد من مخاطر الاعتماد المفرط على هذه الإشارات من خلال إرساء منظومة قانونية وتنظيمية تروم تمكين المساهم من معلومات أكثر دقة وموضوعية.

ويتجلى ذلك أساسا في الالتزامات الواسعة بالإعلام والإفصاح التي فرضها القانون رقم 15.18، إذ ألزم شركة التمويل التعاوني بإخبار الجمهور بطريقة واضحة ومفهومة بنمط اشتغال التمويل التعاوني والمخاطر المرتبطة به وخصائص المشاريع والشروط المالية الخاصة بها¹، كما أوجب التأكد من علم المساهم بحقوقه والالتزامات ومخاطر العملية التمويلية واطلاعه على مذكرة تقديم المشروع

Jae H. Kim, « The role of information signals in determining crowdfunding outcomes », 2022.

¹ المادة 25 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

والشروط المالية والحق في التراجع¹، فضلا عن التزام شركة التمويل التعاوني بوضع بيانات دورية تمكن من تتبع تقدم عملية التمويل²، والتزام حامل المشروع بإخبار المساهمين بتطور المشروع ووضعهم المالي والصعوبات التي قد تعترضه³.

وفي هذا السياق يرى مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية في وثيقة صادرة عنه سنة 2022 بأن أهمية الالتزام بالإعلام تزداد داخل عمليات التمويل التعاوني بالنظر إلى ما تفرزه البيئة الرقمية من اختلال في توازن المعرفة بين حامل المشروع والمساهم، إذ غالبا ما يحتكر الأول المعلومات الجوهرية المتعلقة بالمشروع، مما يخلق مخاطر مرتبطة بتقديم معلومات ناقصة أو مضللة تؤثر في قرار الاستثمار⁴.

وتهدف كافة المقتضيات السالفة الذكر إلى تمكين المساهم من معلومات كافية لتقييم المشروع على أسس موضوعية بدل الاقتصار على الإشارات الظاهرة أو الانطباعات التي قد تولدها بعض المؤشرات الاجتماعية والرقمية.

ولا يجب أن يفهم مما سبق أن المشرع استبعد نظرية الإشارة بشكل مطلق في عمليات التمويل التعاوني، بل سعى إلى توجيهها واستثمارها بشكل عقلائي.

وهو ما يظهر من خلال الدورية رقم 23/01 الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل، التي أوجبت نشر مؤشرات عامة ومؤشرات للأداء ومؤشرات متعلقة بالحوادث وتعيينها بانتظام⁵.

فهذه المؤشرات وإن كانت تشكل إشارات يمكن أن يعتمد عليها المساهمون في تقييم المنصة أو المشروع، فإنها تتميز بكونها إشارات موضوعية ومؤطرة قانونا، بما يساهم في الحد من تأثير الإشارات غير الموثوقة وتعزيز اتخاذ قرارات تمويلية أكثر وعيا.

ويظهر الاستثمار العقلائي لهذه النظرية كذلك في القانون رقم 15.18، الذي ألزم شركة التمويل التعاوني بأن تضع رهن إشارة المساهمين، بالنسبة لكل مشروع ممول، بيانا دوريا يمكن من تتبع تقدم عملية التمويل والمساهمات التي تم جمعها⁶.

وهذا المقتضى مهم جدا لأن مؤشرات مثل "المبلغ الذي تم جمعه" و"عدد المساهمين" و"تقدم الحملة" هي في الأصل إشارات سلوكية قد تؤثر في قرار المساهم، غير أن المشرع لم يتركها تتداول بصورة عشوائية، بل أخضعها لمنطق البيان الدوري والتحديث والمراقبة، وقد أكد منشور والي بنك المغرب رقم 9/و/2022 الصادر في 19 ماي 2022، أن الوضعية الدورية يجب أن تتضمن تاريخ عرض المشروع، تواريخ فتح واختتام جمع الأموال، عدد الأيام المتبقية، المبلغ المطلوب، المبلغ المحصل فعليا، المبلغ المتبقي، المساهمات موضوع التراجع، وعدد المساهمين.

وتتجلى أهمية هذا المقتضى المتعلق بالإعلام بتقديم الحملة التمويلية في كونه يخفف من حدة اعتماد المساهمين على الإشارات الظاهرة وحدها عند تقييم المشاريع المعروضة عبر المنصة، ذلك أن هذه الإشارات رغم ما توحى به من نجاح أو موثوقية، لا تعكس

¹ المادتين 23 و24 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني

² المادة 26 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

³ المادة 47 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

⁴ UNCTAD, Consumer Protection in Platform Markets, TD/B/C.I/CPLP/34, 2022, p. 5.

⁵ المادة 28 من الدورية رقم 23/01 الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل.

⁶ المادة 26 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

بالضرورة الجودة الحقيقية للمشروع أو جدواه الاقتصادية، بل قد تكون في بعض الحالات نتيجة عوامل لا ترتبط بقيمته الفعلية، أو حتى محلا للتلاعب والاستغلال بما يؤثر في قرارات المساهمين ويوجهها على أساس انطباعات، لا معطيات موضوعية.

فقد بين مجموعة من الباحثين في التجارب المقارنة أن أصحاب المشاريع الاحتياطية يسعون إلى محاكاة الإشارات الإيجابية التي يبحث عنها المساهمون، من خلال إنشاء صفحات وهمية على وسائل التواصل الاجتماعي، أو إطالة مدة الحملة التمويلية، أو الإكثار من فئات المكافآت بالرغم من وجود نية بعدم الوفاء بها، أو تقديم أوصاف مبسطة وسهلة القراءة تستهدف كسب ثقة الجمهور¹.

وهو ما يكشف أن الاعتماد المفرط على الإشارات الظاهرة دون الاستناد إلى معلومات موضوعية ودقيقة قد يؤدي إلى قرارات تمويلية لا تعكس التقدير الحقيقي للفرص المرتبطة بالمشروع، ويزيد من مخاطر التعرض للاحتيال داخل منصات التمويل التعاوني.

إلى جانب ما سبق استثمر المشرع نظرية الإشارة من خلال جعل جودة المشروع نفسها موضوع تحقق مسبق، لا مجرد نتيجة يستنتجها المساهم من شهرة المشروع أو عدد داعميه.

فالقانون رقم 15.18 أوجب في عمليات التمويل من فئة الاستثمار، التأكد من إنجاز دراسة مسبقة لجدوى عملية التمويل المستهدفة وتقييم المشروع².

ومعنى ذلك أن المشرع حاول تحويل "إشارة الجودة" من مؤشر ظاهري إلى نتيجة تقييم سابق من شركة التمويل التعاوني على عرض المشروع.

وتؤكد هذه الفكرة في دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 23/01، التي أوجبت على شركة التمويل التعاوني أن تبين على المنصة مسطرة انتقاء المشاريع والمعايير المطبقة عليها³.

ويتعزز هذا التوجه أيضا من خلال الدورية نفسها، التي ألزمت شركة التمويل التعاوني بمنظومة للمراقبة الداخلية تتضمن مساطر لرصد المخاطر وأوجه القصور والتدابير التصحيحية، قصد ضمان شفافية مسطرة انتقاء المشاريع، والشفافية بشأن المخاطر المرتبطة بعمليات التمويل، والوقاية من تضارب المصالح، وضمان سلامة الأموال المجمعة⁴.

وبذلك تصبح الإشارات التي يتلقاها المساهم محاطة بضمانات تنظيمية ورقابية، لا مجرد معطيات تسويقية.

ومن ثم يمكن القول إن المشرع المغربي لم يتعامل مع نظرية الإشارة باعتبارها خطرا يجب إقصاؤه، وإنما باعتبارها واقعا سلوكيا ملازما للمنصات الرقمية.

لذلك عمل على توجيهها، من خلال إلزام المنصة بالإعلام، وفرض انتقاء وتقييم جدوى المشاريع، ونشر مؤشرات الأداء والفضل، وتعيين البيانات الدورية بدقة وشفافية، وإخضاع عملية الانتقاء والمخاطر للمراقبة الداخلية، فالغاية ليست منع المساهم من

¹ Douglas Cumming, Lars Hornuf, Moein Karami et Denis Schweizer, « Disentangling Crowdfunding from Fraudfunding », Journal of Business Ethics, Vol. 182, No. 4, 2023, pp. 1106–1107.

² المادة 49 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

³ المادة 27 من الدورية رقم 23/01 الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل.

⁴ المادة 31 من الدورية رقم 23/01 الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل.

الاستدلال بالإشارات، بل تمكينه من إشارات موضوعية ومؤطرة قانونا وموثوقة تساعده على اتخاذ قرار تمويلي أكثر تأثرا بالمعلومات الجوهرية.

ثالثا: نظرية سلاسل المعلومات.

تعد نظرية سلاسل المعلومات أو ما يطلق عليها بـ Information Cascade Theory من النظريات التي حاولت تفسير السلوك الجماعي للأفراد في الحالات التي تتخذ فيها القرارات بصورة متتابعة وتحت قدر كبير من الغموض أو صعوبة التقييم. وتقوم فكرتها الأساسية على أن الفرد لا يبني قراره فقط على المعلومات الخاصة المتاحة له، وإنما يراقب كذلك أفعال من سبقوه، ثم يستخلص من تلك الأفعال معلومات ضمنية حول جودة الاختيار أو صوابه.

فإذا لاحظ أن عددا من الأشخاص اتخذوا القرار نفسه، فقد يفترض أنهم يتوفرون على معلومات أفضل منه أو أنهم قاموا بتقييم سابق للمخاطر، فيتخلى تدريجيا عن الاعتماد على تقديره وتقييمه الشخصي ويتبع السلوك السابق، ومن هنا تنشأ سلسلة معلوماتية تجعل الأشخاص اللاحقين يكررون اختيارات السابقين، لا لأنهم يملكون بالضرورة معلومات مطابقة، بل لأن أفعال السابقين أصبحت في ذاتها مصدرا للمعلومة والاختيار.

وقد تبلورت هذه النظرية بصورة واضحة في أعمال Banerjee¹، ثم Bikhchandani و Hirshleifer و Welch²، حيث بين هؤلاء أن الأشخاص قد يتصرفون بطريقة متشابهة رغم اختلاف معلوماتهم الخاصة، لأن كل شخص يحاول التعلم من سلوك من سبقه.

فقد أوضح Banerjee في نموده حول سلوك القطيع أن الفرد قد يتجاهل معلوماته الخاصة إذا بدت له اختيارات السابقين أكثر دلالة، بينما عرف Bikhchandani و Hirshleifer و Welch سلسلة المعلومات بأنها الحالة التي يصبح فيها من الأمثل للفرد، بعد ملاحظته لأفعال من سبقوه، أن يتبع سلوكهم دون الاعتداد بمعلوماته الخاصة.

وتظهر تطبيقات سلاسل المعلومات بصورة واضحة في أسواق الأصول الرقمية، حيث قد يؤدي قرار أو تصريح صادر عن شخصية تحظى بتأثير واسع إلى دفع عدد كبير من المستثمرين إلى تقليده، ليس بالضرورة اقتناعا بالقيمة الحقيقية للأصل محل الاستثمار، وإنما اعتمادا على السلوك الذي أبداه الآخرون.

ويبرز ذلك بشكل جلي في حالة عملة Dogecoin، إذ بين أحد الباحثين أن تغريدات إيلون ماسك الإيجابية ساهمت في ارتفاع أسعار العملة وأحجام تداولها، نتيجة اندفاع عدد متزايد من المستثمرين إلى شرائها بعد ملاحظة الإقبال الذي أحدثته تلك التصريحات داخل السوق³.

¹ Abhijit V. Banerjee, « A Simple Model of Herd Behavior », The Quarterly Journal of Economics, Vol. 107, No. 3, August 1992, pp. 797-817.

² Sushil Bikhchandani, David Hirshleifer, Ivo Welch, « A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades », Journal of Political Economy, Vol. 100, No. 5, October 1992, pp. 992-1026.

³ Çağrı Hamurcu, "Can Elon Musk's Twitter Posts About Cryptocurrencies Influence Cryptocurrency Markets by Creating a Herding Behavior Bias?", Fiscaleconomia, Vol. 6, No. 1, 2022, pp. 215-228.

ويكشف ذلك أن القرار الاستثماري قد يتحول في بعض الحالات إلى عملية تقليد متتابعة، حيث يبي الأفراد اختياراتهم على قرارات من سبقهم أكثر من اعتمادهم على تقييم مستقل للمعطيات المرتبطة بالأصل محل الاستثمار.

وتجدر الإشارة إلى أن نظرية سلاسل المعلومات نشأت في الأصل داخل حقل الاقتصاد، وبالأخص في إطار التحليلات السلوكية الرامية إلى تفسير الكيفية التي يتخذ بها الأفراد قراراتهم في ظل محدودية المعلومات.

غير أن آثار هذه النظرية لم تظل محصورة في المجال الاقتصادي، بل امتدت تدريجياً إلى المجال القانوني، بالنظر إلى ما تكشف عنه من مخاطر قد تمس سلامة الرضا في العلاقات التعاقدية.

وتكمن خطورة هذا النموذج في أن السلسلة المعلوماتية قد تنشأ من معلومات أولية محدودة أو حتى خاطئة، ثم تتوسع لاحقاً بفعل التقليد المتتابع، مما يجعل السلوك الجماعي يبدو عقلانياً من الخارج، رغم أنه قد يكون مبنياً في أصله على أساس معلوماتي ضعيف.

وتختلف نظرية سلاسل المعلومات عن مجرد التقليد العاطفي أو الاندفاع غير العقلاني، لأنها تفترض أن الأفراد قد يكونون عقلانيين في ظاهر الأمر، فالمساهم اللاحق لا يقلد الآخرين فقط بدافع الحماس أو الانفعال، وإنما لأنه يعتقد أن قراراتهم السابقة تكشف عن معلومات لا يملكها.

لذلك فهي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بعدم تماثل المعلومات، فكلما عجز الفرد عن تقييم محل القرار بصورة مباشرة، زاد اعتماده على أفعال الغير باعتبارها إشارات معلوماتية.

كما ترتبط بنظرية الإشارة، لأن تصرفات السابقين تتحول بدورها إلى إشارات يستفيد منها اللاحقون، غير أن الفرق بينهما يتمثل في أن الإشارة قد تصدر عن حامل المشروع أو المنصة بقصد أو دون قصد كأصل، بينما تقوم سلسلة المعلومات أساساً على تراكم قرارات المتعاملين السابقين وتحولها إلى دليل جماعي يسترشد به المتعاملون اللاحقون.

وتجد هذه النظرية تطبيقاً واضحاً في مجال التمويل التعاوني، لأن المساهمين لا يتخذون قراراتهم في لحظة واحدة، بل في فترة التمويل¹، ويستطيع كل مساهم لاحق أن يلاحظ عدد المساهمين السابقين².

وهذا المعطى يتحول في نظر المساهم إلى دليل على أن المشروع يحظى بثقة الآخرين، فكلما ارتفع عدد المساهمين أو زادت نسبة التمويل المحققة، قد يعتقد المساهم الجديد أن السابقين قاموا بفحص المشروع أو أنهم يمتلكون معلومات إيجابية بشأنه، فينضم إليهم دون أن يقوم بالضرورة بتحليل مستقل لجدوى المشروع أو مخاطره فشله.

وهنا تتشكل سلسلة معلوماتية داخل المنصة، حيث لا يؤدي التمويل السابق فقط إلى زيادة المبلغ المجموع، بل يؤدي كذلك إلى إنتاج معلومة اجتماعية مؤثرة في قرارات التمويل اللاحقة.

¹ تعرف المادة 1 من الدورية رقم 23/01 فترة التمويل بأنها: "الفترة الفاصلة بين تاريخ عرض المشروع على منصة التمويل التعاوني وتاريخ اختتام جمع الأموال".

² تلتزم شركة التمويل التعاوني بالإعلام بعدد المساهمين أثناء فترة التمويل، وذلك بموجب المادة 26 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني، والدورية الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 23/01 وبالتحديد المادة 34 منها، والمنشور الصادر عن بنك المغرب رقم 9/2022 صادر في 19 ماي 2022 المتعلق بكيفيات اخبار شركات التمويل التعاوني المساهمين بالبيان الدوري لتتبع تقدم عملية تمويل المشروع والمساهمات التي تم جمعها برسم عمليات التمويل التعاوني من فئة "القرض" أو فئة "التبرع".

وقد بينت دراسة تطبيقية في التمويل الجماعي أن هذه السلاسل تؤدي دورا مهما في دينامية الحملات، خاصة في التمويل الجماعي بالاستثمار، حيث أظهرت دراسة Vismara حول منصة Crowdcube أن المستثمرين ذوي الملفات العامة أو الظاهرة يمكن أن يزيدوا من جاذبية العرض لدى المستثمرين الأوائل، وأن هؤلاء المستثمرين الأوائل يجذبون بدورهم مستثمرين لاحقين¹.

غير أن خطورة سلاسل المعلومات تكمن في إمكانية بنائها على معطيات أولية غير دقيقة أو غير كافية.

فإذا كانت القرارات الأولى مبنية على تقييم دقيق من مساهمين محترفين أو ما يطلق عليهم في إطار القانون المتعلق بالتمويل التعاوني بالمستثمرين المساندين²، فقد تساعد السلسلة على نقل معلومة مفيدة إلى باقي المساهمين، وتؤدي إلى توجيه التمويل نحو مشاريع جيدة.

أما إذا كانت القرارات الأولى مبنية على الحماس، أو العلاقات الشخصية، أو التسويق المضلل، أو مجرد الثقة في المنصة، فإن السلسلة قد تنقل خطأ معلوماتيا إلى باقي المساهمين، فيتبع اللاحقون السابقين دون أن يدركوا أن الأساس الأول للسلوك الجماعي كان ضعيفا.

ومن ثم فإن السلسلة المعلوماتية قد تكون أداة لتجميع المعلومات وتسهيل التمويل، لكنها قد تتحول أيضا إلى آلية لتضخيم الاختلالات المعرفية والسلوكية داخل المنصة.

وعلى هذا الأساس تسمح نظرية سلاسل المعلومات بفهم سبب ميل بعض المساهمين في التمويل التعاوني إلى الاعتماد على عدد المساهمين أو نسبة التمويل المحققة أكثر من اعتمادهم على مضمون المشروع نفسه.

فهي تفسر كيف يمكن للمعلومات الاجتماعية الظاهرة داخل المنصة أن تتحول إلى قوة موجهة للسلوك التمويلي، وكيف يمكن لقرارات قليلة في بداية الحملة أن تؤثر في قرارات لاحقة كثيرة.

وبناء على ما سبق يمكن تعريف نظرية سلاسل المعلومات بأنها تلك الحالة التي يتخذ فيها الأشخاص قراراتهم بالاستناد إلى السلوك أو القرارات الصادرة عن أشخاص سبقوهم، بدل الاعتماد على معلوماتهم الخاصة أو تقييمهم المستقل، وذلك انطلاقا من اعتقادهم بأن أولئك الأشخاص يمتلكون معلومات أفضل أو أكثر دقة، ونتيجة لذلك تتشكل سلسلة متتابعة من القرارات المتماثلة، حيث يصبح كل قرار جديد مبنيا على القرارات السابقة أكثر من بنائه على المعطيات الموضوعية المتاحة، بما قد يؤدي إلى انتشار سلوك جماعي واسع النطاق حتى وإن كانت الفرضية التي انطلقت منها السلسلة غير صحيحة.

وتتحقق سلاسل المعلومات في التمويل التعاوني عندما يعتمد المساهمون في تقييم المشروع على قرارات المساهمين السابقين، فيعتبرون كثرة المساهمين دليلا على جودة المشروع، فيندفعون إلى المساهمة استنادا إلى هذا المؤشر دون إجراء تقييم مستقل للمخاطر أو لجدوى المشروع، مما يؤدي إلى تكوين سلسلة متعاقبة من القرارات التمويلية.

¹ Silvio Vismara, « Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding », Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 42, No. 3, 2018, pp. 467-497

² تعرف المادة 2 من القانون رقم 1518 المتعلق بالتمويل التعاوني المستثمر المساند بأنه: "شخص ذاتي، يتوفر على خبرة أو تجربة أو كفاءة مهنية كافية في مجال المال والاستثمار ويمتلك إمكانيات مالية تؤهله للمساهمة في إحدى عمليات التمويل التعاوني".

ولذلك تبرز أهمية القواعد القانونية والتنظيمية التي تلزم المنصة بتقديم معلومات دقيقة حول المشروع ومخاطره¹، وتمنع تضخيم المؤشرات الرقمية أو عرضها بطريقة مضللة.

وإلى جانب الآليات الرامية إلى تحسين جودة المعلومات المتاحة للمساهمين²، اعتمد المشرع المغربي وسيلة وقائية أخرى للتخفيف من الآثار السلبية التي قد تترتب عن سلاسل المعلومات، تتمثل في تقييد حجم المساهمات التي يمكن للمساهم الذاتي تقديمها.

فقد أحال القانون رقم 15.18 على نص تنظيمي لتحديد سقف المساهمات³، وهو ما تولى المرسوم التطبيقي بيانه من خلال وضع حدود تختلف بحسب فئة التمويل التعاوني، حيث حددت سقف 300.000 درهم بالنسبة لعمليات القرض، و500.000 درهم بالنسبة لعمليات الاستثمار، و250.000 درهم بالنسبة لعمليات التبرع، كما حددت سقفا إجماليا قدره 1.000.000 درهم لمجموع المساهمات المنجزة خلال السنة الواحدة⁴.

وسارت عدة تشريعات مقارنة على نفس التوجه⁵ وقامت بوضع قيود قانونية على حجم الأموال التي يمكن للمستثمر أو المساهم العادي الذاتي ضخها داخل المنصات الإلكترونية، مع منح المستثمرين المحترفين أو ذوي الخبرة المالية مرونة أكبر في الاستثمار⁶.

وتكتسي هذه القيود أهمية خاصة من زاوية نظرية سلاسل المعلومات، إذ إن خطورة هذه الأخيرة لا تكمن فقط في دفع المساهم إلى تقليد سلوك غيره والانضمام إلى حملة تمويلية معينة، وإنما في إمكانية دفعه إلى رفع قيمة مساهمته كلما ازداد عدد المساهمين أو اقترب المشروع من بلوغ هدفه المالي.

¹ المواد 21 و23 و24 و25 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

² التزام الشركة بالإعلام، وفرض انتقاء وتقييم جدوى المشاريع، ونشر مؤشرات الأداء والفشل، وتحديد البيانات الدورية بدقة وشفافية، وإخضاع عملية الانتقاء والمخاطر للمراقبة الداخلية كما سبقت الإشارة إلى ذلك.

³ المادة 43 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

⁴ المادة 25 من المرسوم التطبيقي رقم 2.21.158 صادر في 30 من شوال 1443 الموافق ل 31 ماي 2022، الجريدة الرسمية عدد 7098 - 9 ذو القعدة 1443 الموافق ل 9 يونيو 2022، 3523.

⁵ ففي الولايات المتحدة الأمريكية، أقر المشرع بموجب قانون (Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)، وخاصة من خلال قواعد Regulation Crowdfunding، قيودا على حجم الاستثمارات التي يمكن للمستثمر غير المعتمد (Non-Accredited Investor) ضخها خلال فترة اثني عشر شهرا، وذلك بحسب مستوى دخله السنوي أو صافي أصوله المالية، وهو ما نصت عليه Section 4(a)(6)(B) of the Securities Act of 1933، كما أجه الاتحاد الأوروبي بدوره بموجب اللائحة رقم (EU) 2020/1503 المتعلقة بمزودي خدمات التمويل التعاوني الأوروبيين، إلى إقرار مجموعة من آليات الحماية لفائدة المستثمر غير المتطور (Non-sophisticated Investor)، من بينها إخضاعه لتحذيرات خاصة واختبارات مدى ملاءمة الاستثمار، خاصة عند تجاوز الاستثمار لمبالغ أو نسب معينة مقارنة بوضعه المالي، وهو التوجه نفسه الذي أخذت به بعض التشريعات الخليجية، لاسيما التنظيم المعتمد داخل مركز دبي المالي العالمي (DIFC)، الذي وضع بدوره قيودا وضوابط على مساهمات المستثمرين الأفراد داخل بعض منصات التمويل التعاوني، وذلك بهدف الحد من المخاطر المرتبطة بالاستثمارات الرقمية مرتفعة الخطورة.

⁶ Marika Salo-Lahti & Vesa Annola, "Investor Protection Strategies in Crowdfunding Regulation: The 4-I's Model," in: P. Kalmi, P. Auvinen & T. Järvenpää (eds.), Responsible Finance and Digitalization: Implications and Developments, Routledge International Studies in Money and Banking, Routledge, London, 2022, pp. 171.

ففي مثل هذه الحالات قد تتحول قرارات المساهمين السابقين إلى مصدر للمعلومة بالنسبة للمساهم اللاحق خاصة في حالة تمويل المساهمين السابقين بمبالغ كبيرة¹، فيفترض أن الإقبال المتزايد على المشروع يعكس جودته أو ارتفاع فرص نجاحه، الأمر الذي قد يدفعه إلى التمويل بمبالغ تفوق ما كان قد يساهم به لو اعتمد حصرا على تقييمه الشخصي للمشروع.

ومن ثم فإن المشروع لم يتدخل لمنع تشكل سلاسل المعلومات في حد ذاتها، باعتبارها ظاهرة ملازمة للتمويل الجماعي، وإنما عمل على الحد من آثارها المالية المحتملة من خلال وضع حدود قانونية للمساهمة.

فحتى إذا تأثر المساهم بسلوك الجماعة أو بالنجاح الظاهري الذي تعكسه الحملة التمويلية، فإن سقف المساهمة يحول دون ترجمة هذا التأثير إلى التزام مالي غير محدود، ويمنع في الوقت ذاته تركيز جزء مفرط من الموارد المالية في مشروع واحد أو في عدد محدود من المشاريع.

وبذلك يشكل تقييد حدود المساهمة آلية تشريعية تستهدف احتواء المخاطر المرتبطة بالاندفاع الجماعي أكثر من استهدافها للظاهرة ذاتها، وهو ما ينسجم مع الطابع الوقائي الذي يطبع الحماية القانونية للمساهمين في مجال التمويل التعاوني.

الفقرة الثانية: نظرية الثقة والمقاربة السلوكية في عمليات التمويل التعاوني.

إذا كانت النظريات السابقة تكشف عن أثر تفاوت المعلومات والإشارات والسلوك الجماعي في توجيه قرارات المساهمين داخل منصات التمويل التعاوني، فإن فهم هذه العمليات لا يكتمل دون الوقوف عند عنصرين أكثر ارتباطا بخصوصية البيئة الرقمية، وهما الثقة والمقاربة السلوكية.

فالتمويل التعاوني لا يتم في فضاء مادي مباشر، وإنما عبر منصة إلكترونية تجمع بين أطراف غالبا مجهولون بعضهم بعضا، الأمر الذي يجعل الثقة شرطا لازما لقيام العلاقة التمويلية واستمرارها.

كما أن قرار المساهمة لا يصدر دائما عن تقدير عقلائي كامل، بل قد يتأثر بعوامل نفسية وإدراكية واجتماعية تفسرها المقاربة السلوكية، ومن هنا تبرز أهمية الجمع بين نظرية الثقة والمقاربة السلوكية لفهم كيفية تشكل القرار التمويلي في البيئة الرقمية، وحدود التدخل القانوني اللازم لحماية أطراف العملية التمويلية.

أولا: نظرية الثقة في المعاملات الإلكترونية.

تقوم نظرية الثقة في المعاملات الإلكترونية على فكرة أساسية مفادها أن الأفراد يكونون أكثر ميلا إلى إبرام المعاملات الرقمية كلما ارتفعت درجة ثقتهم في البيئة الإلكترونية التي تتم من خلالها المعاملة.

وقد برز هذا التوجه نتيجة ملاحظة أن المستخدم في البيئة الرقمية يجد نفسه أمام درجة مرتفعة من عدم اليقين مقارنة بالمعاملات التقليدية، فهو لا يتعامل ماديا مع الطرف الآخر، ولا يستطيع في كثير من الأحيان التحقق بصورة مباشرة من هويته أو من صدق المعلومات التي يقدمها.

¹ تظهر منصة أكان مبلغ التمويل الذي يساهم به الشخص واسمه المستعار، وتعد منصة Akkan أول منصة للتمويل التعاوني تحصل الشركة المسيرة لها على اعتماد من بنك المغرب لممارسة عمليات التمويل التعاوني من فئتي القرض والتبرع، حيث أعلنت بتاريخ 25 ماي 2024 حصولها على هذا الاعتماد، لتصبح بذلك أول شركة تمويل تعاوني معتمدة بالمغرب في هذا المجال، وذلك في إطار تنزيل مقتضيات القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني، متاحة على الرابط: akkan.ma، تم الاطلاع عليه بتاريخ 29 ماي 2026.

كما أنه يظل معرضا لمخاطر متعددة، من قبيل الاحتيال أو إساءة استعمال البيانات أو عدم تنفيذ الالتزامات المتفق عليها¹. نظرا للاعتبارات السابقة، ولتسارع وتيرة التحول الرقمي، فإن الحاجة باتت تدعو إلى خلق مناخ من الثقة الملائم لازدهار المعاملات الإلكترونية مع تأمين الحماية القانونية اللازمة لكافة المتعاملين في المجال الرقمي²، بحيث تصبح الثقة آلية تسمح بإتمام المعاملة رغم استمرار المخاطر وعدم القدرة على التحكم الكامل في سلوك الطرف الآخر.

وقد عرفت هذه النظرية بوادها الأولى مع أعمال Mayer و Davis و Schoorman الذين اعتبروا أن الثقة تقوم على استعداد أحد الأطراف لتحمل درجة من المخاطرة استنادا إلى توقع إيجابي بشأن سلوك الطرف الآخر، حتى في غياب القدرة الكاملة على مراقبته أو التحكم فيه³.

وقد بين Gefen أن الثقة تؤدي دورا محوريا في البيئة الإلكترونية لأنها تقلل من شعور المستخدم بالمخاطر وتزيد من استعداده للتعامل عبر الوسائط الرقمية⁴.

ويرى أحد الباحثين كذلك بأن الثقة تشكل شرطا أساسيا لقيام المعاملات الاقتصادية، ذلك أن إقدام أي طرف على التعاقد يفترض وجود قدر معقول من الاطمئنان إلى أن الطرف الآخر سيفي بالتزاماته ولن يتنصل منها بعد إبرام الاتفاق، وإلا فإن المعاملة قد لا تتم أصلا رغم ما قد تحققه من منفعة متبادلة للأطراف⁵.

ومن ثم فإن قرار المستخدم لا يتحدد فقط بناء على المنفعة الاقتصادية المتوقعة، وإنما يتأثر كذلك بدرجة الثقة التي يضعها في النظام الإلكتروني وفي الأطراف المتعاملة من خلاله.

ويمكن تعريف الثقة في المعاملات الإلكترونية بأنها اعتقاد مشروع ومبرر لدى المتعاملين في البيئة الرقمية بأن الوسائل والأنظمة الإلكترونية المستعملة في إبرام التصرفات وتنفيذها تضمن صحة البيانات المتبادلة وسلامتها، وتتيح التحقق من هوية الأطراف، وتحفظ سرية المعطيات وأمنها، بما يكفل تنفيذ الالتزامات وترتيب آثارها القانونية دون خشية من التلاعب أو الغش أو الإنكار.

ويقصد بها كذلك تلك الحالة من الاطمئنان القانوني والتقني التي تتوافر للمتعاملين عبر الوسائط الرقمية، وتقوم على ضمان موثوقية هوية الأطراف وصحة المحررات الإلكترونية وسلامة البيانات المتبادلة وأمنها، بما يسمح بإبرام التصرفات القانونية وتنفيذها وإثباتها في البيئة الإلكترونية بالقدر نفسه من المصدقية والفعالية المقررتين للمعاملات التقليدية.

¹ يحيى المنصوري، المصادقة الإلكترونية كألية لتعزيز الثقة الرقمية - دراسة على ضوء القانون رقم 43.20، مجلة القانون والاعمال الدولية، العدد الرابع والخمسون، أكتوبر 2024، ص 94.

² خليل زكرياء، "ضوابط الثقة في المعاملات الإلكترونية: التأصيل والآثار"، منشور بمجلة القانون والأعمال الدولية، عدد خاص بأشغال المؤتمر العلمي الدولي المعنون بالرقمنة والقانون: تطلعات المستقبل في الدول العربية، دجنبر 2023، ص 314.

³ Mayer Roger C., Davis James H., Schoorman F. David, « An Integrative Model of Organizational Trust », Academy of Management Review, Vol. 20, No. 3, 1995, pp. 709.

⁴ David Gefen, « E-commerce: The Role of Familiarity and Trust », Omega, Vol. 28, No. 6, 2000, pp. 725.

⁵ Scott Morton Fiona et al., Trust Mechanisms and Online Platforms: A Regulatory Response, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, University of Chicago Booth School of Business, 2019, p. 10.

وتكتسي الثقة أهمية خاصة في مجال التمويل التعاوني، بالنظر إلى أن العلاقة بين المساهمين وحاملي المشاريع تتم عن بعد عبر منصة إلكترونية، فالمساهم لا يستطيع التحقق بنفسه من حقيقة المشروع أو من الوضعية المالية لحامله أو من فرص نجاحه، كما أن الأموال تنتقل رقمياً عبر أنظمة دفع إلكترونية، وهو ما يجعل الثقة عاملاً أساسياً في اتخاذ قرار المساهمة.

لذلك يعتمد المساهم على مجموعة من العناصر التي تعزز ثقته في البيئة الرقمية، من قبيل شفافية المعلومات المعروضة، ووضوح شروط التمويل، وسمعة المنصة، وفعالية آليات التحقق من هوية المستخدمين، ومستوى الحماية التقنية للبيانات والمعاملات، فضلاً عن الرقابة القانونية التي تخضع لها المنصة.

وبهذا المعنى لا تعد الثقة مجرد نتيجة لنجاح التمويل التعاوني، بل تشكل أحد الشروط الأساسية لقيامه واستمراره، لأن غيابها يؤدي إلى امتناع المساهمين عن المشاركة مهما كانت جودة المشاريع المعروضة.

وإذا كانت الثقة في المعاملات التقليدية تتولد في كثير من الأحيان من التواصل المباشر بين الأطراف وإمكانية التحقق المادي من هوياتهم وصفاتهم.

فإن الأمر يختلف في مجال التمويل التعاوني، بالنظر إلى أن المتعاملين فيها غالباً ما يكونون مجهولين بالنسبة لبعضهم البعض، ولا تربطهم أي علاقة سابقة تسمح بتقييم درجة المصداقية أو الجدارة بالثقة بشكل مباشر¹.

وفي مثل هذه البيئة الرقمية تصبح الثقة عنصراً جوهرياً لاستمرار المعاملات، إذ يصعب تصور إقدام شخص على تحويل أمواله إلى طرف آخر لا يعرفه أو لا يستطيع التحقق من هويته أو من حقيقة المشروع الذي يعتمد تمويله، ومن هنا تتجلى أهمية تدخل المشرع لتعويض غياب الثقة الطبيعية بثقة قانونية ومؤسساتية قوامها التحقق المسبق والرقابة والضمانات القانونية.

ويتضح هذا التوجه من القانون رقم 15.18 الذي لم يكن يفرض على شركة التمويل التعاوني بالتحقق من هوية حامل المشروع، بل أوجب عليها كذلك التأكد من عدم خضوعه أو مسيريه لبعض حالات المنع أو الإدانة، والتحقق من الوثائق القانونية المرتبطة به². ويتعزز هذا المنطق أكثر من خلال القانون نفسه الذي أخضع المساهم بدوره لعملية تحقق مماثلة³.

وتكمن أهمية هذا المقتضى في أنه يكشف أن المشرع لا ينظر إلى الثقة باعتبارها حقاً للمساهم وحده، وإنما باعتبارها مصلحة مشتركة لجميع أطراف العملية التمويلية، فكما يحتاج المساهم إلى الثقة في حامل المشروع، يحتاج هذا الأخير بدوره إلى الاطمئنان إلى هوية الأشخاص الذين يتعامل معهم وإلى سلامة العمليات المنجزة عبر المنصة، وهو ما يعكس إدراك المشرع للطبيعة التبادلية للثقة داخل منظومة التمويل التعاوني.

وفي هذا السياق يؤكد أحد الباحثين بأن الكشف عن هوية المتدخلين وعناوينهم ووسائل التواصل معهم من أهم المتطلبات الكفيلة بتعزيز الثقة في المعاملات الإلكترونية والحد من مخاطر التعامل مع أطراف مجهولة⁴.

¹ Scott Morton Fiona et al., Trust Mechanisms and Online Platforms: A Regulatory Response, op.cit., p. 10.

² المادة 22 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

³ المادة 23 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

⁴ Nicolas Friederici et al., The Regulation of Digital Markets, Pathways for Prosperity Commission, Oxford University, 2020, p. 16.

كما أن إسناد مهمة إعداد العقود إلى شركة التمويل التعاوني بموجب من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني¹، لا يقتصر أثره على تنظيم العلاقة التعاقدية بين الأطراف، بل يؤدي وظيفة أعمق تتمثل في خلق الثقة في مضمون العلاقة القانونية ذاتها. فكلما ترك إنشاء العقود لإرادة أطراف قد يكونون بدرجة كبيرة متفاوتين من حيث المعرفة والخبرة القانونية، ارتفعت احتمالات الغموض وسوء الفهم واختلال التوازن العقدي، أما عندما يتدخل المشرع ليفرض إعداد العقد من قبل جهة مهنية متخصصة ومحيدة، ثم يقيد بموجب القانون نفسه هذه الجهة باحترام حد أدنى من البنود الجوهرية المحددة تنظيمياً²، فإن هذا من شأنه أن يعزز الأمن التعاقدي من خلال تقليص الغموض الذي قد يكتنف مضمون العقد، وتمكين الأطراف من إدراك حقوقهم والتزامهم بصورة مسبقة وواضحة.

ومم ثم فالمشرع لا يكتفي هنا بحماية الإرادة التعاقدية، وإنما يسعى إلى جعل العقد نفسه أداة لإنتاج الثقة في عمليات التمويل التعاوني التي تتم عبر المنصات الإلكترونية.

ويظهر البعد التحليلي لهذا الاختيار بشكل أوضح إذا ما تم استحضار مسألة أن أغلب حالات فقدان الثقة في البيئة الرقمية لا ترتبط بغياب العقد، وإنما بالغموض الذي يكتنف مضمونه أو بإمكانية إغفال بعض البيانات الجوهرية.

ولا تتوقف مظاهر تكريس الثقة عند هذا الحد، بل تمتد إلى إقرار آلية رقابية تمكن المتعاملين من اللجوء إلى السلطة المختصة عند إخلال شركة التمويل التعاوني بالتزاماتها، فالقانون رقم 15.18 يمنح لكل مساهم أو حامل مشروع متضرر إمكانية رفع الأمر إلى بنك المغرب أو الهيئة المغربية لسوق الرساميل³.

وتكمن أهمية هذا المقتضى في أنه ينقل الثقة من مستوى العلاقة الثنائية⁴ بين الأطراف إلى مستوى الثقة في المنظومة القانونية برمتها.

فالمعامل لا يثق فقط في الشركة أو في الطرف المقابل، وإنما يثق كذلك في وجود سلطة رقابية قادرة على التدخل عند وقوع الإخلال، وهذا التدخل من شأنه تسوية النزاع بعيداً عن اللجوء للقضاء.

وكلما كانت آليات تسوية النزاعات أكثر سهولة وفعالية وانخفاضاً في التكلفة، ازدادت ثقة المتعاملين في البيئة الرقمية وارتفعت قابليتهم للدخول في المعاملات الإلكترونية⁵.

ويتعزز هذا البناء القانوني للثقة من خلال إحالة المشرع على القواعد المنظمة للمعاملات الإلكترونية، ولاسيما القانون رقم 43.20 المتعلق بخدمات الثقة بشأن المعاملات الإلكترونية⁶.

¹ المادة 21 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

² المادة 45 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

³ المادة 31 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني.

⁴ المقصود في هذا السياق هو العلاقة الثنائية إما بين المساهم وشركة التمويل التعاوني، أو بين حامل المشروع والشركة، أما في حالة وجود نزاع بين المساهم وحامل المشروع مثلاً، هنا يمكن اللجوء لشركة التمويل التعاوني، لأنها ملزمة بموجب القانون 15.18 بوضع اليات لتلقي الشكايات وحل النزاعات.

⁵ Nicolas Friederici et al., The Regulation of Digital Markets, op.cit., pp. 17-18.

⁶ ظهر شريف رقم 1.20.100 صادر في 16 من جمادى الأولى 1442 (31 ديسمبر 2020) بتنفيذ القانون رقم 43.20 المتعلق بخدمات الثقة بشأن المعاملات الإلكترونية، الجريدة الرسمية عدد 6951 - 27 جمادى الأولى 1442 (11 يناير 2021)، 271.

والأساس القانوني لذلك هو ما جاء في مضمون المادة 45 من القانون رقم 15.18 من إمكانية إبرام عقد التمويل التعاوني على دعامة إلكترونية مطابقة للنصوص الجاري بها العمل، وهذه إحالة ضمنية للقانون 43.20 السالف الذكر، وكذلك القانون 53.05 المتعلق بالتبادل الإلكتروني للمعطيات القانونية¹.

وهذه الإحالة تجعل خدمات الثقة الإلكترونية جزءا من البنية القانونية للتمويل التعاوني، فالثقة هنا لا تنبع فقط من المنصة أو من حسن نية الأطراف، بل من وجود منظومة قانونية وتقنية تضمن التحقق، والإثبات، وسلامة التوقيع، وحماية المحرر الإلكتروني.

فقيمة القانون 43.20 لا تكمن في منحه الحجية للمحركات الإلكترونية فحسب، وإنما في كونه يحول الثقة من مجرد شعور نفسي لدى المتعامل إلى وضع قانوني محمي، من خلال تنظيم وسائل التشفير وخدماته والتوقيع الإلكتروني، والختم الإلكتروني، فضلا عن الإرسال الإلكتروني وغيرها من باقي الخدمات²، ومن ثم فإن المشرع يوفر للأطراف مجموعة من الآليات القانونية والتقنية التي تجعل هذه الثقة مبررة وقابلة للتحقق والإثبات.

وبذلك تصبح الثقة في مجال التمويل التعاوني خدمة قانونية وتقنية يقدمها فاعلون متخصصون، وليست مجرد علاقة شخصية بين المتعاقدين.

والخدمات السالفة الذكر تجعل المتعامل قادرا على التأكد من أن العقد أو البيان الإلكتروني صادر فعلا عن صاحبه، وأن محتواه لم يتعرض للتغيير، وأن تاريخ إنشائه أو إرساله قابل للإثبات.

ومن ثم يمكن القول إن المشرع المغربي لم يترك الثقة في التمويل التعاوني رهينة الانطباع الشخصي أو السمعة الرقمية، بل عمل على تحويلها إلى نشاط مؤطر وخدمة قانونية قابلة للتنظيم والرقابة، وبصيغة أخرى يمكن القول بأن المشرع يبيّن أسباب الثقة للمتعاملين في مجال التمويل التعاوني.

ثانيا: المقاربة السلوكية للتمويل التعاوني.

تقوم المقاربة السلوكية على مراجعة إحدى المسلمات المركزية التي هيمنت لفترة طويلة على الفكر الاقتصادي التقليدي، والمتمثلة في افتراض أن الفرد فاعل عقلائي قادر على معالجة المعلومات المتاحة له بصورة كاملة واختيار البديل الذي يحقق أكبر منفعة ممكنة. وقد شكل هذا التصور أساس العديد من النماذج الاقتصادية والتنظيمية التي انطلقت من فرضية مفادها أن الأفراد يتخذون قراراتهم بعد تقييم موضوعي ودقيق لجميع البدائل المتاحة.

غير أن التطورات التي شهدتها العلوم السلوكية وعلم النفس المعرفي أظهرت أن هذا الافتراض لا يعكس بدقة الكيفية التي يتصرف بها الأفراد في الواقع، إذ تبين أن عملية اتخاذ القرار تخضع لتأثير مجموعة من المحددات النفسية والإدراكية والاجتماعية التي تحد من قدرة الأفراد على الاختيار الرشيد بالشكل الذي تفترضه النماذج التقليدية³.

¹ ظهر شريف رقم 1.07.129 صادر في 19 من ذي القعدة 1428 (30) نوفمبر (2007) بتنفيذ القانون رقم 53.05 المتعلق بالتبادل الإلكتروني للمعطيات القانونية، الجريدة الرسمية عدد 5584 بتاريخ 25 ذو القعدة 1428 (6) ديسمبر (2007)، ص 3879.

² للتفصيل أكثر في هذه الخدمات، ينظر عادل المعروفي، الثقة في المعاملات الإلكترونية بين هاجس التشريع المغربي ومتطلبات الأمن السيبراني، مجلة براق الدولية للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد الأول، 2026.

³ Daniel Kahneman, Thinking, Fast and Slow, Farrar, Straus and Giroux, New York, 2011, pp. 19-30.

فقد بينت أبحاث Tversky و Kahneman أن الأفراد لا يتصرفون دائما وفق مقتضيات العقلانية الاقتصادية الكاملة، وإنما تتأثر قراراتهم بمجموعة من العوامل النفسية والإدراكية والعاطفية التي قد تدفعهم إلى الانحراف عن الاختيار الأمثل¹.

وانطلاقا من هذا النقد، ظهرت المقاربة السلوكية باعتبارها اتجاها علميا يسعى إلى تفسير السلوك الفعلي للأفراد بدلا من الاكتفاء بوصف السلوك المفترض نظريا.

فهي لا تنطلق من السؤال المتعلق بما ينبغي أن يفعله الفرد العقلاني، وإنما من التساؤل حول الكيفية التي يتخذ بها الأفراد قراراتهم فعليا في ظل محدودية الوقت والمعلومات والقدرات الإدراكية.

ولذلك أكدت هذه المقاربة أن الأفراد يعتمدون في كثير من الأحيان على قواعد ذهنية مبسطة أو ما يعرف بالاختصارات الذهنية (Heuristics)، وهي آليات تسمح باتخاذ القرارات بسرعة لكنها قد تؤدي في المقابل إلى أخطاء منهجية وانحيازات متكررة يمكن التنبؤ بها ودراستها علميا².

ولا تنكر المقاربة قدرة الأفراد على التفكير العقلاني، وإنما ترى أن هذه العقلانية تظل عقلانية محدودة (Bounded Rationality) بسبب القيود التي تفرضها البيئة المحيطة بالفرد والقدرات المعرفية المتاحة له، فالأفراد لا يمتلكون في الغالب الوقت الكافي لتحليل جميع المعطيات، كما أنهم قد يواجهون صعوبات في فهم المعلومات المعقدة أو مقارنة البدائل المتعددة، الأمر الذي يدفعهم إلى تبني قرارات لا تحقق دائما مصالحهم المثلى.

وقد أدى هذا التصور إلى الانتقال من مفهوم «العقلانية الكاملة» إلى مفهوم «العقلانية المحدودة» الذي يعد أحد المرتكزات النظرية الأساسية للمقاربة السلوكية³.

وتكتسي المقاربة السلوكية أهمية خاصة لأنها كشفت أن الانحرافات عن السلوك العقلاني ليست مجرد حالات استثنائية أو أخطاء فردية معزولة، بل تمثل أنماطا متكررة ومنظمة تظهر لدى عدد كبير من الأفراد في ظروف متشابهة.

فالأشخاص يميلون على سبيل المثال، إلى إعطاء وزن أكبر للمكاسب والخسائر القريبة زمنيا، ويتأثرون بطريقة عرض المعلومات أكثر من مضمونها أحيانا، كما قد يتخذون قراراتهم بناء على سلوك الآخرين أو على مؤشرات ظاهرية لا تعكس بالضرورة القيمة الحقيقية للموضوع محل الاختيار.

ومن ثم فإن فهم هذه الانحيازات السلوكية أصبح ضروريا لتفسير العديد من القرارات الاقتصادية والاستهلاكية والمالية التي يصعب تفسيرها في ضوء الفرضيات التقليدية للعقلانية المطلقة⁴.

¹ Daniel Kahneman, Amos Tversky, « Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk », *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, 1979, pp. 263-291.

² Amos Tversky and Daniel Kahneman, “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases”, *Science*, Vol. 185, No. 4157, 1974, pp. 1124-1131.

³ Herbert A. Simon, *Models of Man: Social and Rational*, John Wiley & Sons, New York, 1957, pp. 206.

⁴ Richard H. Thaler and Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, New Haven, 2008, pp. 14.

وبذلك يمكن تعريف المقاربة السلوكية بأنها اتجاه علمي متعدد التخصصات يجمع بين الاقتصاد وعلم النفس والعلوم الاجتماعية، ويهدف إلى دراسة الكيفية التي تؤثر بها العوامل النفسية والإدراكية والاجتماعية في سلوك الأفراد وقراراتهم، من خلال الكشف عن الانحيازات والاختصارات الذهنية التي تجعل السلوك الفعلي يتعد عن النموذج المثالي للعقلانية الكاملة، بما يسمح ببناء سياسات وتنظيمات أكثر انسجاما مع الواقع العملي للسلوك الإنساني¹.

لم تظل المقاربة السلوكية حبيسة مجال الاقتصاد وعلم النفس المعرفي الذي نشأت في إطاره، بل امتد تأثيرها تدريجيا إلى عدد من الحقول المعرفية الأخرى، وفي مقدمتها المجال القانوني.

ويرجع الأصل الفكري لهذه المقاربة إلى الأعمال الرائدة لكل من هربرت سيمون (Herbert Simon) بشأن العقلانية المحدودة²، ثم أبحاث دانيال كانيمان (Daniel Kahneman) وأموس تفرسكي (Amos Tversky) حول الانحيازات المعرفية والاختصارات الذهنية، والتي بينت أن الأفراد لا يتصرفون دائما وفقا لمقتضيات العقلانية الكاملة التي افترضتها النماذج الاقتصادية التقليدية، وإنما تتأثر قراراتهم بعوامل نفسية وإدراكية واجتماعية متعددة.

وقد دفعت هذه النتائج إلى إعادة النظر في العديد من الفرضيات التي بنيت عليها القواعد القانونية والتنظيمية، خاصة تلك التي تفترض قدرة الأفراد على تقييم المخاطر والمنافع واتخاذ قرارات رشيدة بمجرد تزويدهم بالمعلومات اللازمة.

وفي هذا السياق، ظهر ما يعرف بالقانون والاقتصاد السلوكي (Behavioral Law and Economics)، الذي سعى إلى توظيف معطيات الاقتصاد السلوكي في تفسير السلوك القانوني للأفراد وصياغة قواعد قانونية أكثر انسجاما مع الواقع العملي لعملية اتخاذ القرار³.

فبدلا من الاكتفاء بالافتراض النظري القائم على أن الأفراد قادرون دائما على حماية مصالحهم بمجرد تمكينهم من المعلومات، أصبح الاهتمام موجه نحو دراسة الكيفية التي تؤثر بها الانحيازات السلوكية في تصرفاتهم، ومدى الحاجة إلى تدخل المشرع لتصحيح الاختلالات الناجمة عنها أو الحد من آثارها.

وهكذا انتقلت المقاربة السلوكية من مجرد إطار تفسيري للسلوك الاقتصادي إلى أداة تستعين بها السياسات العامة والتنظيمات القانونية من أجل تعزيز الحماية القانونية وتحسين فعالية القواعد المنظمة للأسواق.

ويعد مجال التمويل التعاوني من أبرز المجالات التي تجلت فيها تطبيقات المقاربة السلوكية، بالنظر إلى الطبيعة الرقمية لهذه العمليات واعتمادها على عدد كبير من المساهمين الذين يتخذون قراراتهم الاستثمارية أو التمويلية عبر المنصات الإلكترونية.

¹ Christine Jolls, Cass R. Sunstein and Richard H. Thaler, "A Behavioral Approach to Law and Economics", Stanford Law Review, Vol. 50, No. 5, 1998, pp. 1471-1472.

² Herbert A. Simon, Models of Man: Social and Rational, John Wiley & Sons, New York, 1957, pp. 198-206؛ Amos Tversky and Daniel Kahneman, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", Science, Vol. 185, No. 4157, 1974, pp. 1124-1131.

³ Christine Jolls, Cass R. Sunstein and Richard H. Thaler, "A Behavioral Approach to Law and Economics", Stanford Law Review, Vol. 50, No. 5, 1998, pp. 1471.

الأمر الذي جعل المقاربة السلوكية تشكل إطارا تفسيريا مهما لفهم سلوك مختلف الأطراف المتدخلة في عمليات التمويل التعاوني وتقييم مدى كفاية الآليات القانونية والتنظيمية المقررة لحمايتهم¹.

ففي هذا المجال لا تتحدد قرارات المساهمين بناء على الاعتبارات الاقتصادية الموضوعية وحدها، وإنما قد تتأثر كذلك بعوامل سلوكية متعددة، من قبيل سلاسل المعلومات، والخوف من فوات الفرصة، والانحياز للتفاؤل، والاعتماد على الإشارات الظاهرة المرتبطة بنجاح الحملة التمويلية أو شهرة حامل المشروع أو المنصة الإلكترونية.

لذلك تصبح الإشارات المعروضة على المنصة آلية عملية لتبسيط القرار، إذ يلجأ المساهم إلى قراءة سلوك الآخرين بوصفه مؤشرا على جودة المشروع أو على درجة الثقة فيه، ومن هنا يتضح أن سلوك المساهم لا يتحدد فقط بما يقدمه حامل المشروع من معلومات، بل يتأثر كذلك بما ينتجه تفاعل الحشد نفسه من مؤشرات اجتماعية وتمويلية².

مثلا قد تكون الإشارات الجماعية داخل منصات التمويل التعاوني أحيانا أكثر تأثيرا من الخصائص الموضوعية للمشروع ذاته، فالمساهم المحتمل لا يكتفي بقراءة وصف المشروع أو مدكرته التقديمية، بل يلتفت كذلك إلى الكيفية التي تفاعل بها المساهمون السابقون معه، ولا سيما مبلغ أول مساهمة، وعدد المساهمين الأوائل، وتواتر المساهمات، وتنوع قيمها.

وتكشف هذه المعطيات أن القرار التمويلي لا يصدر دائما عن تقييم فردي مستقل، وإنما قد يتشكل داخل سلسلة من التأثيرات المتبادلة بين المساهمين، بحيث تتحول مساهمة البعض إلى إشارة توجه قرار البعض الآخر³.

ومن هذه الزاوية، انتقلت المقاربة السلوكية إلى التمويل التعاوني من خلال ثلاثة مداخل أساسية.

يتمثل المدخل الأول في نظرية الإشارة، حيث يسعى حامل المشروع كأصل عام إلى تقديم مؤشرات يفترض أن تعكس جودة مشروعه، مثل جودة الوصف، التجربة السابقة، الاحتفاظ بنسبة من رأس المال، أو اختيار نموذج تمويل معين.

ويتمثل المدخل الثاني في السلوك الجماعي، حيث قد يميل المساهمون اللاحقون إلى تقليد المساهمين السابقين، لا سيما عندما يجدون صعوبة في تقييم المشروع بأنفسهم.

أما المدخل الثالث فيتمثل في سلاسل المعلومات، حيث تصبح القرارات السابقة مصدرا للمعلومات بالنسبة للقرارات اللاحقة، مما يؤدي إلى تراكم الأثر السلوكي داخل الحملة التمويلية⁴.

غير أن أهمية هذه المقاربة لا تكمن في افتراض أن كل تقليد للغير هو سلوك سلمي، بل في التمييز بين التقليد القائم على معالجة معلومات مفيدة، والتقليد القائم على الانجذاب الظاهري للحملة.

¹ Richard H. Thaler and Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, New Haven, 2008, pp. 6-14.

² Mohammed Alharbey, *Essays in Financial Behaviour: Evidence from Equity Crowdfunding*, Doctoral Thesis, Universitat Autònoma de Barcelona, 2022, pp. 18.

³ Henry K. Dambanemuya et al., "Beyond Words: An Experimental Study of Signaling in Crowdfunding", 2024, pp. 1-3.

⁴ Thomas Åstebro et al., "Herding in Equity Crowdfunding", SSRN Working Paper, pp. 6.

قد بينت بعض الدراسات أن المساهمين الأوائل، خاصة الأكثر قدرة على فهم معلومات المشروع، قد يتخذون قراراتهم بناء على إشارات الجودة التي يقدمها حامل المشروع، بينما يعتمد المساهمون اللاحقون على سلوك هؤلاء الأوائل باعتباره مؤشرا مختصرا، وهنا لا يكون هذا السلوك مجرد اندفاع جماعي، بل قد يتحول إلى سلسلة معلومات تساعد على تخفيف صعوبة تقييم المشروع داخل بيئة رقمية مفتوحة¹.

ومع ذلك فإن هذه النتيجة لا تنفي وجود مخاطر سلوكية حقيقية في التمويل التعاوني.

فالإشارات التي تظهر داخل المنصة قد لا تكون دائما انعكاسا دقيقا لجودة المشروع، وقد تؤدي وفرة المساهمات أو سرعة بلوغ الهدف أو ارتفاع عدد المساهمين إلى خلق انطباع إيجابي مبالغ فيه.

كما أن بعض المساهمين قد يتأثرون بالخوف من فوات الفرصة أو بالرغبة في مسايرة الحشد، خاصة عندما تظهر الحملة كما لو أنها تحظى بإقبال واسع.

ومن ثم فإن التمويل التعاوني يكشف عن تداخل دقيق بين العقلانية والميل السلوكي، وبين المعلومة الموضوعية والإشارة الاجتماعية، وبين التقييم الفردي وتأثير الجماعة².

وبذلك يمكن القول إن التمويل التعاوني يمثل أحد أبرز المجالات التي تجسد انتقال المقاربة السلوكية إلى القانون والاقتصاد الرقمي، لأنه يضع المشرع أمام واقع جديد، فحماية المساهم لا تتحقق فقط بتوفير المعلومات، بل تقتضي كذلك الانتباه إلى الطريقة التي تعرض بها هذه المعلومات، وإلى الإشارات التي تنتجها المنصة، وإلى الأثر النفسي والاجتماعي الذي قد تمارسه على قرار المساهمة.

ومن هنا ستبرز أهمية التدخل التشريعي والتنظيمي، ليس فقط لضبط صحة المعلومات، وإنما أيضا لتوجيه البيئة الرقمية للتمويل التعاوني بما يحد من بناء القرار على إشارات مضللة ويعزز اتخاذ قرار مبني على تقييم أوضح للمشروع ومخاطره.

وإذا كانت المقاربة السلوكية تكشف عن قابلية المساهمين للتأثر بالإشارات الرقمية والسلوك الجماعي واتخاذ قرارات تمويلية في ظل معلومات غير مكتملة، فإن المشرع المغربي سعى إلى الحد من هذه المخاطر من خلال إرساء مجموعة من الآليات الوقائية التي تستهدف تعزيز جودة القرار التمويلي داخل منظومة التمويل التعاوني.

وذلك عبر إلزام شركة التمويل التعاوني بنشر المعلومات الضرورية المتعلقة بالمشاريع وشروط انتقائها وسير المنصة ضمانا لشفافية أكبر في اتخاذ القرار³، وفرض اعتماد سياسة واضحة لانتقاء المشاريع وإخضاع بعضها لدراسة الجدوى والتقييم المسبق قبل عرضها على الجمهور⁴، فضلا عن وضع سقف لمساهمات الأشخاص الذاتيين للحد من مخاطر الاندفاع التمويلي المبالغ فيه⁵، وإخضاع شركات التمويل التعاوني لنظام الاعتماد والمراقبة من قبل السلطات المختصة بما يضمن نزاهة عمل المنصات الرقمية⁶، إضافة إلى إلزام

¹ Gabriel Rodríguez-Garnica, María Gutiérrez-Urriaga and Josep A. Tribo, "Signaling and Herding in Reward-Based Crowdfunding", Small Business Economics, Vol. 64, 2025, pp. 889.

² Henry K. Dambanemuya et al., op. cit., pp. 18.

³ المادة 25 من القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني، والمادة 31 من الدورية رقم 23/01 الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل.

⁴ المادة 49 من القانون رقم 15.18، والمادتان 10 و 31 من الدورية رقم 23/01.

⁵ المادة 43 من القانون رقم 15.18.

⁶ المواد 7 إلى 15 من القانون رقم 15.18.

حاملي المشاريع بتقديم معلومات ومتابعة دورية بشأن تنفيذ المشاريع ومآل الأموال المحصلة، وهو ما يعزز ثقة المساهمين ويحد من حالة الغموض التي تشكل البيئة الخصبة لظهور الانحيازات السلوكية.

خاتمة:

وختاما يتضح أن التمويل التعاوني لا يمكن فهمه من خلال النصوص القانونية وحدها، بل يستدعي استحضار الخلفيات الاقتصادية والسلوكية التي تتحكم في قرارات أطرافه، خاصة المساهمين، فقد أظهرت نظرية عدم تماثل المعلومات أن العلاقة بين حامل المشروع والمساهم تقوم غالبا على تفاوت معرفي واضح، بينما كشفت نظرية الإشارة وسلاسل المعلومات أن المساهم قد يعتمد على مؤشرات ظاهرة وسلوك الغير بدل التقييم المستقل للمشروع، كما أبرزت نظرية الثقة والمقاربة السلوكية أن البيئة الرقمية تجعل قرار التمويل مرتبطا ليس فقط بجودة المعلومات، بل كذلك بطريقة عرضها وبدرجة الاطمئنان والثقة في المنصة والأطراف المتعاملة داخلها.

ومن ثم فإن أهمية هذه النظريات تكمن في كونها تفسر فلسفة تدخل المشرع في مجال التمويل التعاوني، إذ لم يأت القانون رقم 15.18 المتعلق بالتمويل التعاوني ونصوصه التنظيمية لمجرد تنظيم نشاط مالي جديد، بل جاء كذلك لمواجهة اختلافات معرفية وسلوكية قد تؤثر في سلامة قرار المساهمة، وقد جاء كذلك لتكريس الثقة في المعاملات الإلكترونية المرتبطة بمجال التمويل التعاوني.

لذلك فإن الالتزامات المتعلقة بالإعلام، والشفافية، وانتقاء المشاريع، والتحقق من الهوية، وتأطير العقود، وتبعية تقديم الحملة، وتقييد حدود المساهمة، لا تمثل مقتضيات تقنية متفرقة، وإنما تشكل منظومة قانونية متكاملة تهدف إلى بناء قرار تمويلي أكثر وعيا، وتوفير بيئة رقمية أكثر أمنا وثقة، وتحقيق توازن أفضل بين حاجات حاملي المشاريع إلى التمويل وحماية المساهمين من المخاطر المرتبطة بهذا النمط الحديث من التمويل.