



زكاة صناديق الاستثمار

دراسة تطبيقية*

أ.د. محمد بن إبراهيم السحيباني¹، د. خالد بن عبد الرحمن المهنا²، د. سليم بن عبد السلام المسدي³

1443هـ - (2022م)

* هذا المستند وما يحتويه من معلومات ووجهات نظر يعبر عن وجهة نظر هيئة السوق المالية. لذا تخلي الهيئة مسؤوليتها عما ورد فيه من معلومات وبيانات؛ ولا يمكن تحميل الهيئة أو منسوبيها المسؤولية عن أية خسائر أو أضرار تنشأ عن استخدام هذا المستند، مع الأخذ بالاعتبار أن المعلومات والبيانات ووجهات النظر قابلة للتغيير دون إشعار مسبق.

1 جمعية الاقتصاد الاجتماعي، mohisuh@gmail.com

2 قسم الفقه، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية k_muhanna@yahoo.com

3 قسم التمويل والاستثمار، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية
samseddi@gmail.com



زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية

المخلص

هدف البحث إلى إجراء دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم والصكوك والأصول العقارية في السوق المالية السعودية بهدف تقدير زكاتها؛ بناء على الرأي الفقهي السائد الذي يوجب زكاة عروض التجارة في جميع وحدات صناديق الاستثمار مقابل رأي آخر يربط الزكاة بنوع الأوراق المالية المكونة لمحفظه الصندوق، ومدى نشاط المدير في المتاجرة بمكونات المحفظة، ومدى تأثير الرايين على حوافز المستثمرين للاستثمار المؤسسي وأداء الصناديق. وبالاعتماد على بيانات 32 صندوقاً استثمارياً متخصصاً في الأسهم لعام 2021، و17 صندوقاً عقارياً متداولاً (ريت) للعامين 2019 و2020، توصل البحث إلى عدد من النتائج أبرزها: أن تقدير معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم يدعم الرأي الفقهي البديل الذي يربط الزكاة بعمل المتاجرة من الصندوق، وأن صناديق الاستثمار المتخصصة في الصكوك لا تنشط في المتاجرة؛ لأن معظم أصولها من الصكوك القائمة على المداينات، وإلى وجود تفاوت واضح بين الزكاة المقدره على الصناديق العقارية المتداولة حسب رأي الجمهور وطريقة هيئة الزكاة ورأي بعض الفقهاء؛ لأن عامة الفقهاء المتقدمين والمتأخرين لا يوجبون الزكاة على الدخل من العقارات المستغلة بالإيجار. وتعد هذه النتائج أولية؛ لكونها مبنية على عدد من الافتراضات، وبالتالي لا يمكن الخروج بنتائج أدق إلا في حال نشر معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار أو الإحصاءات المطلوبة لحسابه، أو تطبيق الزكاة فعلاً على الصناديق الاستثمارية ومعرفة أثرها الفعلي على حوافز مدراء الصناديق والمستثمرين في السوق. وقدم البحث عدداً من التوصيات العملية المتعلقة بخيارات تطبيق الزكاة على صناديق الاستثمار، وطريقة حساب معدل دوران محافظ الصناديق التي تستثمر في الأصول المالية.

الكلمات المفتاحية: زكاة صناديق الاستثمار، معدل دوران المحفظة، الصناديق العقارية المتداولة، السوق المالية السعودية، أداء الصناديق الاستثمارية.



زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية

1 - المقدمة

لا تقتصر آثار الزكاة على متغيرات الاقتصاد الحقيقي مثل الاستهلاك والاستثمار والحافز على العمل، بل تتعداها لتشمل قرارات الاستثمار المالي المتعلقة بالاختيار بين (1) الاستثمار الفردي من خلال تكوين المحافظ الخاصة أو (2) الاستثمار المؤسسي من خلال الاشتراك في صناديق الاستثمار، وكذلك اختيار المستثمر الفرد أو المؤسسي بين (1) شراء الأسهم لغرض الاستثمار طويل الأجل أو (2) المتاجرة قصيرة الأجل، أو ما يعرف بالمضاربة في العرف السائد في الأسواق المالية.

ويهدف البحث إلى إجراء دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم والصكوك والأصول العقارية بهدف تقدير زكاتها بناء على الرأي الفقهي السائد الذي يوجب زكاة عروض التجارة في جميع وحدات صناديق الاستثمار مقابل رأي آخر، نصطلح على تسميته بالرأي البديل، والذي يربط الزكاة بنوع الأوراق المالية المكونة لمحفظه الصندوق ومدى نشاط المدير في المتاجرة بمكونات محفظة الصندوق. كما يهدف البحث إلى المقارنة بين تأثير الزكاة حسب التقديرين على حوافز المستثمرين للاستثمار المؤسسي من خلال صناديق الاستثمار، ودراسة العلاقة بين خصائص صناديق الاستثمار (ومنها زكاتها المقدرة) على أداء الصناديق.

وتتبع أهمية البحث من الجانب النظري في اختبار العديد من الفرضيات حول زكاة صناديق الاستثمار، وأثرها المتوقع على قرارات المستثمرين، والتي سوف نستعرضها في الفقرة (2-2-3). أما من الناحية العملية، فتتبع أهمية البحث من دوره في تقديم توصيات لمتخذ القرار بشأن خيارات ايجاب الزكاة على صناديق الاستثمار، وطريقة حساب زكاة الصناديق بناء على الرأي البديل المخالف للرأي السائد، والإحصاءات المطلوب الإفصاح عنها لحساب زكاة الصناديق بأعلى دقة ممكنة.

ولتحقيق أهداف البحث واختبار الفرضيات أعلاه، يستعرض البحث بعد هذه المقدمة الإطار النظري والدراسات الفقهية والمالية السابقة حول موضوع البحث، ويصف في القسم الثالث البيانات التي اعتمدت عليها الدراسة التطبيقية، ومنهجية تحليلها، تمهيداً للقسم الرابع الذي يركز على تحليل نتائج البحث ومناقشتها. ويختتم البحث بعرض أهم نتائج البحث وأبرز توصياته النظرية والعلمية.

2 - الإطار النظري والدراسات السابقة

تمهيداً للدراسة التطبيقية، نستعرض في هذا القسم الدراسات الفقهية السابقة التي ينطلق منها البحث في تقدير زكاة الصناديق، ثم علاقة البحث بالدراسات المالية السابقة المرتبطة بالأطروحة الرئيسة للبحث والتي تقوم على تقدير زكاة الصناديق بناء على معدل دوان محافظها الاستثمارية.



1-2 الدراسات الفقهية السابقة

نستعرض فيما يلي تطور اهتمام الفقهاء بزكاة صناديق الاستثمار، وملخصاً لأبرز آرائهم الفقهية في زكاة صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم والصكوك، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار العقارية. كما نتطرق لموضوعات مهمة تتعلق بزكاة صناديق الاستثمار وهي: احتمال الازدواجية في دفع الزكاة فيما يسمى بـ "الثني في الزكاة"، وآلية تقدير زكاة الصناديق التي تستثمر في أوراق مالية غير مزكاة، والمقارنة بين آراء الفقهاء المتعلقة بزكاة المحافظ الخاصة مقابل محافظ صناديق الاستثمار.

1-1-2 تطور الدراسات الفقهية المتعلقة بزكاة الأوراق المالية: نظرة عامة

بدأ اهتمام الفقهاء المعاصرين بزكاة صناديق الاستثمار في فترة متأخرة نسبياً، حيث تركز اهتمامهم في البداية على حكم زكاة الأسهم، وتبعه لاحقاً الاهتمام بحكم زكاة الأنواع الأخرى من الأوراق المالية مثل السندات والصكوك، وتبعاً لذلك حكم زكاة صناديق الصكوك. أما زكاة العقار فموضوع قديم، ومع ذلك ظهر اهتمام ملحوظ للمعاصرين بزكاة الأنواع الجديدة من صور الاستثمار والتطوير العقاري، ولاحقاً الصناديق العقارية. ويوضح الجدول (1) تطور الدراسات في زكاة الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

جدول 1: تطور الدراسات في المواضيع المتعلقة بزكاة الأوراق المالية وصناديق الاستثمار

سنة النشر	زكاة الأسهم	زكاة السندات	زكاة الصكوك	زكاة العقار	زكاة الصناديق
1980 وما قبل	5	0	0	0	0
1981-85	3	1	0	0	0
1986-90	19	3	0	0	1
1991-95	2	0	0	0	0
1996-00	0	0	0	0	0
2001-05	2	0	0	1	1
2005-10	7	3	0	2	1
2011-15	8	0	0	3	5
2016-21	9	2	3	2	2
الاجمالي	55	9	3	8	10

المصدر: إعداد الباحثين من خلال البحث في قواعد بيانات "دار المنظومة" باستخدام المصطلحات المبينة في الجدول، مع "ال" التعريف وبدونها.

وكما يظهر من الجدول (1)، تركزت معظم الكتابات الموجودة حول زكاة الأوراق المالية في حكم زكاة الأسهم، ولا تزال كثير من المسائل في حكم زكاة الأسهم محل خلاف على الرغم من صدور عدد من قرارات الندوات والمجامع الفقهية بشأنها. كما نجد اهتماماً ملحوظاً من الفقهاء في زكاة السندات مع بداية الاهتمام بزكاة الأسهم بالنظر لكونها الورقة المالية الشائعة المرافقة للأسهم في ذلك الوقت. ونلاحظ في المقابل تأخراً في دراسة زكاة الصكوك، وهو أمر طبيعي بالنظر إلى أنها لم تأخذ زخمها ضمن الأسواق المالية إلا بعد



عام 2000م. وكما أشرنا أعلاه، هناك اهتمام قديم بموضوع زكاة العقار، ولكن باعتباره نشاطاً اقتصادياً وليس بصفته ورقة مالية متخصصة في العقار. وباستعراض عناوين الأبحاث في هذا المجال لم نجد إلا بحثاً واحداً عالج أحد الأوراق المالية المتخصصة في العقار، وهو بحث (الحجيلان، 1442) حول زكاة الصناديق العقارية المتداولة (ريت). كما نلاحظ أخيراً وجود اهتمام متعاظم بزكاة صناديق الاستثمار، ما يدل على أهمية موضوع البحث من الناحية العملية.

وبمقارنة اهتمام الفقهاء بزكاة الأوراق المالية من حيث تاريخ نشر الأبحاث وعددها الإجمالي، يبرز الجدول (1) تركيزاً ملحوظاً للفقهاء على دراسة زكاة الأسهم مقارنة بالأوراق المالية الأخرى. ويمكن تفسير هذا الاهتمام بكون زكاة الأسهم منطلق للحكم على زكاة بقية الأوراق المالية بما فيها وحدات صناديق الاستثمار. إذ يوجد تشابه بين الأسهم ووحدات صناديق الاستثمار بجامع أن موجودات الشركات المساهمة، كما هو الحال في الصناديق، متنوعة تبعاً لتنوع نشاط الشركة والصندوق. فالشركات يمكن أن تكون تجارية، أو صناعية، أو زراعية، أو عقارية، وبالمثل تنتوع أصول الصناديق فقد تركز على الأسهم عموماً أو على فئة منها أو على الصكوك أو الأصول العقارية المدرة للدخل، ونحو ذلك. وبالتالي فإن الحكم على زكاة بقية الأوراق المالية وصناديق الاستثمار مشتق من الحكم على الأوراق المالية التي تستثمر فيها ومن أهمها الأسهم. كما يمكن تفسير اهتمام الفقهاء بزكاة الأسهم كونها الورقة المالية الأكثر توافقاً مع الشريعة، وبالتالي الأكثر استخداماً من قبل المستثمرين المهتمين بحكم الزكاة.

وبإلقاء نظرة أكثر شمولاً على واقع المنتجات في الأسواق المالية، نجد الأمر أصبح أكثر تعقيداً مع توسع صناديق الاستثمار في الاستثمار في صناديق أخرى. بل ظهرت صناديق استثمارية، لا تستثمر إلا في صناديق استثمارية أخرى، وهي ما تسمى بصناديق الصناديق أو الصناديق القابضة. وهو ما يجعل طريقة حساب زكاة الأوراق المالية أكثر تعقيداً؛ لأن الورقة المالية يمكن أن تكون واجهة لاستثمار في أوراق مالية أخرى، وبالتالي يحتاج حساب الزكاة بدقة إلى تتبع مُستقر هذا الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي، ومن ثم البناء على ذلك أخذاً في الاعتبار احتمال تحول حكم الزكاة إلى زكاة عروض التجارة في أي مرحلة من مراحل الاستثمار، بحسب نية وعمل مدير الصندوق: هل هو الاستثمار أم المتاجرة. وهنا تبرز مسألتين أثرتا في أحكام الزكاة المعاصرة: الأولى هي تداخل الأصول في أكثر من مرحلة لشريك واحد باعتبارات متعددة كما في الصناديق القابضة والتي تظهر فيها مسألة الثني في الزكاة بوضوح، والأخرى مسألة زكاة الدين، وهي مسألة شائكة ولها تداعيات مختلفة خارجة عن نطاق البحث.

وحيث يركز البحث على زكاة ثلاثة أنواع من صناديق الاستثمار؛ وهي صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم والصكوك والأصول العقارية، فسنبقى فيما يلي باستعراض أبرز الآراء الفقهية في حكم زكاة هذه الصناديق. مع التأكيد على أن فريق البحث لن يقوم بالاجتهاد ببيان حكم فقهي جديد بشأن زكاة صناديق الاستثمار، حيث سيكتفي بتحديد أهم الآراء الفقهية في حكم زكاة كل نوع، تمهيداً لتقدير زكاة الصناديق بناء عليها.

2-1-2 زكاة صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم

يُظهر استقراء الاجتهادات الفقهية في مسائل زكاة صناديق الاستثمار أن هناك اتجاهاً قوياً لإيجاب زكاة عروض التجارة (2.5%) في قيمة ما يملكه المتداولون من وحدات صناديق الاستثمار، ومن ذلك رأي الشبلي (1433)، والمصلح (1436) والعصيمي (1443) والقري (1432) والخثلان (2019: 349/3). وفيما يظهر



أن هذا الاتجاه الفقهي قائمٌ على افتراض ضمني هو أن صناديق الاستثمار ذات إدارة ناشطة في المتاجرة بأصول الصندوق لمصلحة المشتركين فيه، وأن الأصل أنها عروض التجارة لا مستغلات، دون تفريق في الحكم بحسب نية المشترك في الصندوق، أو نية مدير الصندوق، أو عملهما، أو طبيعة نشاط الصندوق وموجوداته الزكوية، ومدى كونها مزكاة من عدمه.

ويقصد بالمستغلات حسب آل سيف (1431) "كل أصل - من ثابت أو منقول - غير معد للتجارة بأصله، يدر دخلاً وتتجدد غلته، وتزول عينه بالاستهلاك التدريجي". والمستغلات بهذا التعريف تختلف عن عروض التجارة، فالعقارات والسيارات إذا كانت تؤجر فهي مستغلات، أما إذا كانت تباع وتشتري فهي عروض تجارة. والملاحظ أن أغلب الأنشطة الاقتصادية المعاصرة هي من المستغلات بحسب هذا التعريف. ويلحظ أن هذا التعريف يتعلق بالأصول العينية، وليس المالية كالأسهم ووحدات صناديق الاستثمار، ومع ذلك فقد قرر مجمع الفقه الإسلامي - كما سنبين في الفقرة (2-1-6) - بأن تزكى الأسهم التي لا يستطع المساهم معرفة زكاتها من حسابات الشركة زكاة المستغلات. تمشياً مع ما قرره بشأن زكاة العقارات المأجورة، بحيث لا يزكي صاحب هذه الأسهم أصل السهم، وإنما تجب الزكاة في الربيع، وهي ربع العشر بعد دوران الحول من يوم قبض الربيع.

في المقابل، يوجد رأي فقهي آخر يسيّر في زكاة صناديق الاستثمار بما استقر عليه معظم العلماء المعاصرين في زكاة الأسهم، وهو ما اسميناه بالرأي البديل، والذي يفصل في زكاة الصناديق بحسب نوع موجودات الصندوق، ونية مالك وحداته. ومن أشهر من أخذ بهذا الرأي آل دائلة (1429) والغفيلي (1429 و1433)، والذي أكده كل من السحبياني والغفيلي (1434) والسحبياني والمهنا (1438). وتبنى هذا الرأي مؤخراً المجموعة الشرعية في الراجحي المالية (الراجحي المالية، 2021) والأهلي كابتال (2021). حيث فصل هذا الاتجاه في زكاة صناديق الاستثمار بحسب معايير إضافية لم تقتصر على طبيعة موجودات الصندوق ونية مالك وحداته، بل شملت نية وعمل مدير الصندوق. وتعد زكاة صناديق المؤشرات المتخصصة في الأسهم التي تمت دراستها في السحبياني والغفيلي (1434)، أبرز مثال لمخالفة واقع صناديق الاستثمار للرأي السائد المبني على فرضية المتاجرة، لكون صناديق المؤشرات المتداولة بحسب طريقة عملها صناديق ذات إدارة خاملة، تستبعد ابتداء نية وعمل التجارة من قبل مدير الصندوق، ما يجعل الحكم بزكاتها مرتبطاً بنية وعمل متداول وحداتها، وما إذا كانت أصولها مزكاة من عدمه.

وقد فتحت الاجتهادات الجديدة في طريقة تزكية صناديق الاستثمار الباب لإعادة النظر في الفتوى السائدة حول صناديق الاستثمار بما يجعلها أقرب إلى العدالة، وتحقيق مقاصد الزكاة، مع تجنب الثني (الازدواجية في الزكاة). خاصة وأن الاجتهاد الفقهي السائد يدفع الأفراد الراغبين في الاستثمار لتكوين محافظهم الخاصة بدلاً من شراء وحدات في صناديق الاستثمار. وهذا الاختيار نتيجة متوقعة للمفاضلة بين استثمار غير مزكى (من خلال المحافظ الخاصة) واستثمار مزكى (من خلال محافظ الصناديق). ويؤدي ذلك إلى تثبيط إنشاء صناديق الاستثمار، وهو ما يقوض أبرز أعمدة الاستثمار المؤسسي في الأسواق المالية؛ والتي تمثل المتداولين المطلعين الذي يسهمون بشكل كبير في تعزيز كفاءة السوق التي تعد من مقاصد الجهات الإشرافية والتشريعية. علاوة على ذلك، يؤدي إيجاب زكاة عروض التجارة على صناديق الاستثمار - حسب الاتجاه الفقهي السائد - إلى محاباة الصناديق التي تختار المتاجرة قصيرة الأجل على حساب الصناديق التي تتجه للاستثمار طويل الأجل، الأكثر مخاطرة وأعظم فائدة للاقتصاد.

وبناء على ما سبق يكون لدينا آرايان أساسيين في زكاة صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم هما:

الرأي السائد: وهو ايجاب زكاة عروض التجارة في وحدات صناديق الاستثمار، بحيث يقوم مالك الوحدات بإخراج 2.5% من قيمة وحدات الصندوق سنوياً.



الرأي البديل: وهو معاملة الصناديق معاملة الأسهم في الزكاة، بالنظر لكون الصناديق تدير محافظ استثمارية لا تختلف عن المحافظ الاستثمارية الخاصة التي يديرها الأفراد واستقرت الفتاوى بشأن زكاتها، وبالتالي يكون العامل المؤثر في الزكاة هو عمل المتاجرة من قبل مدير الصندوق وفق الطرق الحسابية المقترحة في السحبياني والمهنا (1438).

2-1-3 زكاة صناديق الاستثمار المتخصصة في الصكوك

تطرقت العديد من الدراسات لزكاة الصكوك، ولكن لا يوجد فيما نعلم دراسة متخصصة في زكاة صناديق الصكوك. وبالرجوع للبحوث السابقة بشأن زكاة الصكوك، نجد أن الرأي الأغلب يميل إلى عدم التفرقة بين زكاة الصكوك وزكاة الأسهم، لأن كل منهما ورقة مالية تمثل حصة في ملكية أصل من حيث الجملة. وبناء على هذا، يجري على الصكوك ما سبق تقريره في زكاة الأسهم بالنظر إلى نية مالكة ونوع الصك من حيث كونه صك مرابحة أم مضاربة وغيرها. فإذا كان غرضه عند تملك الصك المتاجرة بزيكته زكاة عروض التجارة، وإذا كان الغرض من تملكه الاستثمار، فتكون الزكاة بحسب ما يقابل الصكوك من موجودات، إلا أن يكون مصدر الصكوك يخرج الزكاة عن موجوداتها. وتختلف الزكاة الواجبة في الصكوك في هذه الحالة بحسب موجوداتها، هل تمثل ملكية أم ديوناً، وإذا كانت تمثل ملكية هل هي صكوك مشاركة أم إجارة. والتوجه في زكاة صكوك المشاركة هو زكاة عروض التجارة، أما صكوك الإجارة فتزكى زكاة المستغلات. وبالنسبة لصكوك المرابحة ونحوها من الصكوك التي تتمثل أصولاً في معظمها ديون، فتزكى زكاة الدين (أنظر على سبيل المثال الشبيلي، 1433، وقرارات ندوة الزكاة 21، 1433: 356). وهذا الاتجاه الفقهي ليس بمستغرب؛ لأن الصكوك بحسب تعريفها نوع من الأسهم، وتقوم على مبدأ ملكية أصول سواء استمرت ملكيتها لهذه الأصول أو آلت إلى ديون.

ويشير قرار الدولة تحمل الزكاة وضريبة الدخل على الاستثمار في الصكوك والسندات الحكومية التي تصدرها وزارة المالية محلياً والمقومة بالريال السعودي (وزارة المالية، 1440هـ) إلى أن الزكاة تجب على هذه الأدوات، ولكنها مع ذلك لم تبين طريقة تحديدها، بل على طريقة حسم الاستثمار في الصكوك الحكومية من وعاء المكلف؛ لأن الغرض من القرار في المقام الأول تحفيز المستثمرين وخاصة البنوك وشركات التمويل على تملك الصكوك.

وكانت البلاد المالية قد قررت البدء بإجراءات تسجيل صندوق صكوك البلاد لدى الهيئة العامة للزكاة والضريبة والجمارك لغرض الزكاة، ولكن لم يتم التسجيل بسبب قرار الهيئة تعليق تسجيل صناديق الاستثمار لديها لأغراض الزكاة حتى اشعار آخر (تداول، 1442). وكما سنبين لاحقاً، يتمثل الدافع الرئيس لهذا التسجيل في جذب المزيد من المستثمرين، حيث يترتب عليه حسم الاستثمار في الصندوق من وعاء زكاة المستثمر المكلف.

وفي الواقع لم نطلع على رأي فقهي في صناديق الصكوك، ولا يتوقع أن يخرج عما تم إقراره بشأن زكاة الأسهم، وتبعاً لذلك سيكون لدينا الرأيين السائد والبديل الذين تمت الإشارة إليهما في نهاية الفقرة (2-1-2). مع الأخذ في الاعتبار أن غرض المتاجرة يمكن أن يكون وارداً في الصكوك القائمة على الملكية لشبهها أكثر بالأسهم، أما الصكوك القائمة على المديونية، فاحتمال استخدامها للمتاجرة مُستبعد؛ بالنظر لأن عوائدها محددة مسبقاً. كما تجب ملاحظة أن صناديق الصكوك المتداولة الموجودة حالياً في السوق المالية السعودية تتضمن الصكوك السيادية السعودية فقط، والتي تعتمد على هيكل هجين من المضاربة والمرابحة. وعليه؛ فإن



طريقة احتساب زكاة هذه الصكوك تعتمد على نسبة المربحة والمضاربة في هذه الهيكلية الهجينة (وزارة المالية، 1441ب).

2-1-4 زكاة صناديق الاستثمار العقارية

موضوع زكاة العقار بصفته نشاطاً اقتصادياً من أقدم الموضوعات التي ناقشها الفقهاء المعاصرين. والمثال البارز على ذلك النقاشات الطويلة التي دارت بين الفقهاء المعاصرين بشأن "زكاة المستغلات"؛ باعتبار أن العقارات التي تستثمر في التأجير من أبرز صور المستغلات. ويرى جمهور الفقهاء أن الزكاة لا تجب في المستغلات، وبالتالي لا تجب الزكاة في أجرة العقارات فور قبضها، بل بعد بقائها نقداً في ملك المكلف لمدة عام مع بلوغها النصاب، في حين يرى بعض الفقهاء المعاصرين أن الزكاة تجب في الغلة (الأجرة) بنسبة 5-10% قياساً على زكاة الزروع والثمار، ويرى عدد قليل من المعاصرين إيجاب الزكاة في الغلة وقيمة العقار بمعدل زكاة عروض التجارة 2.5%. ولمزيد من التفصيل عن زكاة المستغلات يمكن الرجوع لآل سيف (1431).

وقد قدم الزرقا (1411) تفسيراً محتملاً لعدم قول جمهور الفقهاء الأوائل بتزكية غلة المستغلات فور قبضها؛ حيث رجح أن يكون السبب عدم وجود معايير محاسبية منضبطة نسبياً زمن الفقهاء القدامى لحساب استهلاك الأصول الثابتة؛ لأن القول بتزكيته حينئذ كان سيتجاهل استهلاكها التدريجي خلافاً للأرض الزراعية. ولهذا يرى أن طرح مقابل استهلاك الأصل المستغل (وكذلك تكاليف الاستغلال)، ثم تزكية صافي الغلة بعد ذلك فور قبضها بنسبة العشر قياساً على زكاة الزروع هو رأي جديد لا يخالف رأي الجمهور، إذ لا نعلم أحداً من الفقهاء القدامى ناقش مسألة استهلاك الأصول الثابتة عند البحث في زكاة غلاتها.

أما ما يتعلق بموضوع زكاة العقار بصفته ورقة مالية، سواء كان سهماً لشركة متخصصة في التطوير والاستثمار العقاري، أو وحدات صناديق عقارية متداولة أو غير متداولة، فلم تتم دراسته بشكل متعمق إلا عرضاً. فمن يرى أن زكاة الأسهم والصكوك تكون بحسب ما يقابلها من موجودات، فإنه يوجب فيها زكاة المستغلات إذا كانت موجوداتها عقارية، وكذا الأمر في حال الصناديق العقارية. ونشر مؤخراً بحث متخصص في زكاة الصناديق العقارية (ريت) للحجيلان (1442)، وهو أول بحث متعمق في هذا النوع من الصناديق، وتوصل إلى أن الزكاة لا تجب في أعيان العقارات التي تملكها هذه الصناديق وتستثمرها بتأجيرها، في حين تجب زكاة عروض التجارة في قيمة ما يستثمر من أموال الصندوق في المتاجرة بأعيان العقارات.

وفي الواقع أن الصناديق العقارية متنوعة، وبهنا هنا المطروحة طرحاً عاماً، وهي نوعان رئيسيان: الصناديق العقارية المتداولة التي أشرنا إليها أعلاه، والتي تقوم بشكل أساسي على الاستثمار في شراء أصول عقارية مدرة للدخل، وبالتالي فهي أقرب لمفهوم المستغلات لدى الفقهاء المعاصرين. والنوع الآخر هي الصناديق العقارية غير المتداولة والتي حلت محل المساهمات العقارية، ويتمثل دورها الرئيس في التطوير العقاري. وبالتالي ينطبق عليها آراء الفقهاء في المساهمات العقارية والتي تميل إلى إيجاب زكاة عروض التجارة فيما تملكه من أصول. أنظر على سبيل المثال العميرة (1432: 365).

وقد أصدرت هيئة السوق المالية بالتعاون مع هيئة الزكاة والضريبة والجمارك (هيئة الزكاة اختصاراً) دليلاً استرشادياً لطريقة احتساب زكاة بعض صناديق الاستثمار ومنها صناديق الاستثمار العقارية المتداولة (هيئة السوق المالية وهيئة الزكاة، 2019). ويوضح الدليل طريقة المعالجة الزكوية للبنود الرئيسة في القوائم المالية للصناديق مثل صافي الموجودات، والاستثمارات العقارية، والإنشاءات الرأسمالية تحت الإنشاء،



والديون طويلة الأجل، والديون قصيرة الأجل، والإيجار المنتهي بالتمليك، وصافي الربح أو الخسارة المعدلة. ومن وجهة نظرنا أن هذه الطريقة هي امتداد لطريقة حساب الزكاة المعتمدة لدى هيئة الزكاة والتي تستند بصفة أساسية على مفهوم زكاة عروض التجارة.

ويبدو أن الدافع لقيام صناديق الصكوك والصناديق العقارية لدفع الزكاة بنفسها، هو الاستجابة لرغبة كبار المستثمرين في هذه الصناديق؛ لأن من شروط حسم استثمارات المكلف في صناديق الاستثمار هو تسجيل الصندوق لدى هيئة الزكاة، وأن تكون الاستثمارات لغير المتاجرة، بحسب اللائحة التنفيذية لجباية الزكاة، الفقرة الرابعة من المادة الخامسة (هيئة الزكاة، 1440).

وبناء على ما سبق يمكن القول بوجود ثلاثة آراء رئيسية في زكاة الصناديق العقارية، الأول ايجاب زكاة عروض التجارة في وحدات الصندوق بحسب الطريقة المقترحة من هيئة الزكاة. أما الرأي الآخر الذي عليه معظم الفقهاء المعاصرين فهو النظر في أصول الصندوق العقاري، فما كان منها محل متاجرة أو تطوير فتوجب عليها زكاة عروض التجارة، في حين تعفى الأصول المستغلة بالتأجير من الزكاة. بالإضافة إلى ذلك، يرى بعض الفقهاء المعاصرين قياس المستغلات (ومنها العقارات المؤجرة) على زكاة الزروع والثمار وإيجاب الزكاة في صافي الربح بنسبة 10% (آل سيف، 1431).

2-1-5 الثني في الزكاة

الثني يعني أن يدفع في المال الواحد زكاة من جهتين أو شخصين كما في الدين لو دفعه مالكة وهو الدائن، والمستفيد منه وهو المدين، وقد أوضحنا أعلاه أن حساب زكاة الأوراق المالية أكثر تعقيداً؛ لأن الورقة المالية يمكن أن تكون واجهة لاستثمار في أوراق مالية أخرى، وبالتالي يحتاج حساب الزكاة بدقة وعدالة إلى تتبع مستقر هذا الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي، ومن ثم البناء على ذلك أخذاً في الاعتبار احتمال تحوّل الحكم إلى زكاة عروض التجارة في أي مرحلة من مراحل الاستثمار. وتبعاً لذلك من المحتمل أن يقوم المكلف بدفع مقدار أكبر من الزكاة الواجبة عليه، ويُسمى هذا الثني في كتب الفقه أو الازدواجية في الزكاة بحسب المصطلحات المعاصرة، ويُقصد به تكرار أخذ الزكاة من مال واحد في عام واحد لسبب واحد. والثني محتمل أكثر في قرارات التمويل والاستثمار المالي منه في قرارات الاستثمار الحقيقي، لأن قرارات التمويل أو الاستثمار المالي تمرّ كما أشرنا بعدة وسطاء قبل وصولها للمستفيد النهائي الذي يمارس نشاطاً اقتصادياً حقيقياً تجب فيه الزكاة. ولهذا تكثر إحالة الفقهاء المعاصرين عند الحكم الشرعي على زكاة بعض بنود التمويل والاستثمار المالي إلى ما آل إليه التمويل أو الاستثمار من ديون أو موجودات متداولة أو ثابتة (بيت الزكاة، 1427).

ومن الناحية الاقتصادية، يؤدي الثني إلى آثار سلبية مشوهة على قرارات التمويل الاستثمار المالي. فلو أخذنا الاستثمار المالي على سبيل المثال، فإن قرار الشركة بالاستثمار بشراء أوراق مالية يجعل هذه الورقة (صك، سهم) وسيطاً بين الشركة المستثمرة والشركة المصدرة للورقة. أما إذا كان الاستثمار بشراء وحدات صندوق استثماري، فسيكون هناك وسيطاً ثانياً هو مدير الصندوق الذي يتداول في الأوراق المالية. وإذا كان الصندوق لا يستثمر إلا في صناديق أخرى (صندوق الصناديق) فسيكون هناك وسيطاً ثالثاً، وهكذا. والإشكال الذي قد يظهر هنا هو احتمال جباية الزكاة من المكلف (الشركة المستثمرة) والشركة المساهمة المصدرة للورقة المالية، وأي وسيط بينهما كمدير صندوق الاستثمار، على الرغم مما يؤدي إليه ذلك من ثني واضح. ويزداد احتمال الثني مع توجه نية وعمل الشركة المستثمرة والوسطاء إلى الاستثمار طويل الأجل بدلاً عن المتاجرة



قصيرة الأجل في الأوراق المالية. ولهذا من المهم لهيئة الزكاة الاهتمام بهذا الأمر، لمنع تكرار تحصيل الزكاة بلا مبرر شرعي، والذي يكون له في الغالب آثار اقتصادية مشوهة، خاصة وأنه تم معالجة هذه الأمر في ضريبة القيمة المضافة والتي يدفعها المستفيد النهائي، من خلال تمكين الشركات في سلسلة توفير السلعة من استرداد الضريبة التي دفعتها على مشترياتها الخاضعة للضريبة؛ منعاً لتضخم أسعار السلع.

وقد قدم الشبيلي (1434) طريقة مقترحة لتجنب الثني في حال الاستثمار في الأسهم. وتتمثل الطريقة في أن ينظر المتاجر في الأسهم المزكاة إلى عدد الأيام التي تملك فيها الأسهم التي وجبت عليه زكاتها، ويحسم من زكاتها ما يعادل نسبة تملكه لها إلى أيام السنة. وعملياً يتطلب تجنب الازدواجية إجراء عمليتين حسابيتين لكل سهم مملوك لمحفظة الصندوق خلال السنة. فلو تملك الصندوق سهماً لغرض المتاجرة لمدة ستة أشهر فقط، وكانت حصة هذا السهم من زكاة الشركة أربع ريالاً، فتكون الخطوتان كالآتي:

الخطوة الأولى: حساب زكاة السهم محل المتاجرة موزوناً بمدة الاحتفاظ به

زكاة سهم المتاجرة = نسبة مدة تملك السهم × حصة السهم من زكاة الشركة

$$2 = 4 \times 0.5 =$$

الخطوة الثانية: مقارنة زكاة سهم المتاجرة مع زكاة عروض التجارة للسهم نفسه

نقارن في هذه الخطوة بين زكاة عروض التجارة للسهم نفسه والتي تساوي القيمة السوقية للسهم مضروبة في نسبة زكاة عروض التجارة (2.5%)، فإذا كانت أكبر مما أخرجته الشركة، فنحسم منه ما أخرجته الشركة ويزكى الباقي، وإن كانت أقل مما أخرجته الشركة فيوجد رأيان: الأول: يؤخذ بالأقل ويحتسب الزائد في زكاة أمواله الأخرى، والثاني: يؤخذ بالأعلى احتياطاً. ولتطبيق هذه الخطوة نفترض أولاً أن سعر السهم في السوق يساوي وقت وجوب الزكاة 100 ريال، وعليه تكون:

$$\text{زكاة عروض التجارة للسهم} = 100 \times 0.025 = 2.5 < 2$$

وبالتالي يخرج زكاة بمقدار نصف ريال عن كل سهم (2.5 - 2)، أما إذا كان سعر السهم في السوق وقت وجوب الزكاة 50 ريالاً، فإن:

$$\text{زكاة عروض التجارة للسهم} = 50 \times 0.025 = 1.25 > 2$$

وبالتالي يخير المكلف بأن يدفع المبلغ الأكبر (ريالان) زكاة عن كل سهم تحوطاً، أو يطرح الفرق (0.75 ريال) من الزكاة الواجبة عليه في أصوله الأخرى.

ويمكن تطبيق هذه الخطوات بسهولة في ظل توافر بيانات ضخمة عن أنشطة المحافظ الاستثمارية، وتوفير المدخلات المناسبة خاصة التي قد لا تكون متاحة حالياً مثل حصة السهم الواحد من الزكاة.

2-1-6 صناديق الاستثمار التي تستثمر في أسهم وصكوك غير مزكاة

تثير مسألة معرفة حصة السهم الواحد من الزكاة مسألة مهمة وهي زكاة صناديق الاستثمار التي تتضمن أوراقاً مالية غير مزكاة؛ لأنه يوجد صناديق استثمار متخصصة في الأسهم والصكوك تستثمر في أوراق مالية



غير مزكاة سواء كانت أسهماً أو صكوكاً لشركات خليجية أو عربية أو دولية. فكيف تتم تزكية هذه الصناديق خاصة إذا كانت الهدف من طرحها هو الاستثمار طويل الأجل؟

حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 28 (4/3) لعام 1408 "تجب زكاة الأسهم على أصحابها، وتخرجها إدارة الشركة نيابة عنهم إذا نص في نظامها الأساسي على ذلك، أو صدر به قرار من الجمعية العمومية، أو كان قانون الدولة يلزم الشركات بإخراج الزكاة، أو حصل تفويض من صاحب الأسهم لإخراج إدارة الشركة زكاة أسهمه". (المجمع، 1442)

ويظهر الإشكال في حال عدم قيام مصدر الأسهم بإخراج زكاتها، وهنا يتم إخراج الزكاة على حسب التسلسل الآتي وفق قرار المجمع أعلاه:

1. إذا استطاع المساهم أن يعرف من حسابات مصدر الأسهم ما يخص أسهمه من الزكاة، فيدفع الزكاة التي كان من المفترض أن يدفعها المصدر.
2. إذا لم يستطع المساهم أن يعرف من حسابات مصدر الأسهم ما يخص أسهمه من الزكاة، فإنه يزكياها زكاة المستغلات. وتمشياً مع ما قرره مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالنسبة لزكاة العقارات والأراضي المأجورة غير الزراعية، فإن صاحب هذه الأسهم لا يزكاة عليه في أصل السهم، وإنما تجب الزكاة في الربيع، وهي ربع العشر بعد دوران الحول من يوم قبض الربيع مع اعتبار توافر شروط الزكاة وانتفاء الموانع.

وقد استدرك المجمع على قراره (1408) بقراره رقم 121 (3/13) لعام (1422) بما نصه:

إذا كانت الشركات لديها أموال تجب فيها الزكاة كمنقود وعروض تجارة وديون مستحقة على المدينين الأملياء ولم تزك أموالها ولم يستطع المساهم أن يعرف من حسابات الشركة ما يخص أسهمه من الموجودات الزكوية فإنه يجب عليه أن يتحرى، ما أمكنه، ويزكي ما يقابل أصل أسهمه من الموجودات الزكوية. وهذا ما لم تكن الشركة في حالة عجز كبير بحيث تستغرق ديونها موجوداتها. أما إذا كانت الشركات ليس لديها أموال تجب فيها الزكاة، فإنه ينطبق عليها ما جاء في القرار رقم 28 (4/3) من أنه يزكي الربيع فقط ولا يزكي أصل السهم (المجمع، 1442).

والخلاصة هي أن على المستثمر (صندوق الاستثمار في حالتنا) أن يتحرى من حسابات مصدر الأسهم لمعرفة ما يخص أسهمه من الزكاة، والتي كان من المفترض أن يدفعها المصدر. وبلا شك أن هذا الأمر مكلف بالنسبة لكل صندوق خاصة مع كثرة وتنوع الأوراق المالية غير المزكاة. والخيار الذي يتوقع أن تلجأ إليه الصناديق في حال إلزامها أو توكيلها بإخراج الزكاة هو اسناد هذه المهمة للشركات التي تقدم للصناديق حالياً خدمة فحص التوافق الشرعي، وتطهير عوائد الأسهم، بحيث تطلب منها فحص القوائم المالية للشركات غير المزكاة في محفظتها بهدف تقدير زكاتها. ومن المتوقع أن يفتح التوسع في تقديم هذه الخدمة المجال لفقه التقدير في حساب زكاة الأوراق المالية (نور، 1441).

ولعل التقنيات المالية تساعد مستقبلاً في جعل تقدير زكاة أي ورقة مالية أمراً متاحاً للمستثمرين في ظل توافر بيانات ضخمة عن موجودات كل شركة. ومن المبادرات الفردية في هذا المجال مقترح (Gassner, 2021) الذي يقوم على استيراد معلومات الشركات من مزودي المعلومات المالية، ومعالجتها بهدف تحديد مدى توافق الشركات مع الشريعة وتقدير زكاتها.



2-1-7 المحافظ الخاصة مقابل محافظ صناديق الاستثمار

المفترض تماثل أحكام الزكاة المتعلقة بزكاة المحافظ الاستثمارية سواء كانت محافظ خاصة يديرها الأفراد أو مدراء استثمار بالوكالة أم مملوكة لصناديق استثمار يديرها مدراء استثمار مرخصون؛ لأن المحافظ الاستثمارية متماثلة في طرائق تكوينها وإدارتها، وأن النظر الفقهي السليم يجب أن يكون بنسق واحد، خاصة وأن الاشتراطات الإضافية التي تلتزم بها الصناديق غير مؤثرة في الحكم، ومن ذلك اشتراط الحصول على ترخيص (تختلف شروطه بحسب نوع الطرح: خاص أم عام)، والإلزام بإفصاح أعلى سواء فيما يتعلق بسياساتها الاستثمارية من خلال نشرة الاكتتاب، أو أدائها من خلال تقارير دورية. ومع ذلك نجد من واقع الملاحظة نوع تعارض بين فتاوى الفقهاء المعاصرين في زكاة الأسهم في المحافظ الخاصة وزكاة صناديق الاستثمار. فالأفراد بحسب رأي معظم المعاصرين يجب أن يفرقوا في زكاة الأسهم في محافظهم الخاصة بحسب نيتهم من تملكها ومدى متاجرتهم فيها، فما يُشترى للاستثمار طويل الأجل يزكي بحسب ما تملكه الشركة المساهمة من موجودات زكوية، وما يُشترى للمتاجرة قصيرة الأجل يزكي زكاة عروض التجارة. أما إذا اختاروا الاستثمار المؤسسي من خلال صناديق الاستثمار، فيجب عليهم تزكية وحدات الصناديق زكاة عروض التجارة، دون تمييز في الحكم بحسب نية وعمل مدير الصندوق أو طبيعة موجوداته الزكوية.

وفي الواقع أن محافظ صناديق الاستثمار تتردد - كالمحافظ الخاصة - بين المتاجرة والاستثمار، والحكم بمعاملة جميع الصناديق على أنها عروض تجارة، تفريق لا يستند إلى دليل من الفقه أو الواقع، في ظل ما هو مشاهد من استراتيجيات واضحة للاستثمار طويل الأجل من قبل الصناديق، وتدني قيمة صفقات البيع والشراء التي تنفذها في السوق.

ومن الواضح أن الاجتهاد الفقهي السائد يدفع الأفراد الراغبين في الاستثمار لتكوين محافظهم الخاصة - حتى ولو تم إدارتها من قبل شركات استثمارية متخصصة - بدلاً من شراء وحدات في صناديق الاستثمار العامة. وقد يترتب على هذا القرار آثار اقتصادية أبرزها كما أشرنا: إضعاف الاستثمار المؤسسي النافع للسوق المالية، وربما انجراف المستثمرين الأفراد غير المؤهلين للمتاجرة في السوق، ما يزيد من فرص التلاعب بالسوق؛ لكون هؤلاء المستثمرين من النوع الذي يفضل المتلاعب دخولهم السوق. وهو أمر مضر بمصلحة التداول الفرد وكفاءة السوق وسيولته (السحبياني والغفيلي، 1434).

2-2 الدراسات المالية السابقة

كما تبين من مسح الآراء الفقهية السابقة، تقوم أطروحة البحث على ملاءمة استخدام معدل الدوران لتقدير حصيلة زكاة صناديق الاستثمار المتخصصة بالأسهم والصكوك. ويستعرض هذا القسم في البداية مفهوم معدل دوران المحفظة وأبرز المقاييس المقترحة لحسابه، وكيف يمكن استخدامه لتقدير زكاة صناديق الاستثمار. ثم نستعرض أبرز الدراسات المالية السابقة التي لها ارتباط بموضوع البحث، وتتعلق تحديداً بأثر معدل الدوران في أداء صناديق الاستثمار، والأفق الزمني لاستثماراتها، والضرائب التي يمكن أن يتحملها الصندوق نتيجة ارتفاع معدل الدوران.

ويتمثل الرابط بين موضوع البحث والأبحاث السابقة في مجال معدل دوران المحفظة في أن مفهوم المتاجرة في الفقه يجعل من الملائم تقدير زكاة صناديق الاستثمار بالاستناد إلى معدل دورانها، وبناء عليه، يمكن الاستفادة من نتائج الدراسات السابقة التي درست العلاقة بين معدل دوران صناديق الاستثمار وأدائها في تطوير فرضيات إضافية حول الأثر المتوقع لزكاة صناديق الاستثمار على أدائها. كما حاولت عدد من الدراسات



السابقة الربط بين معدل دوران المحافظ الاستثمارية والأفق الزمني لاستثماراتها. وهو ما يمكن أن يقدم دليلاً إضافياً على ملائمة استخدام معدل الدوران في تقدير الزكاة، حيث يربط كثير من الفقهاء حكمهم في زكاة الأوراق المالية على الهدف من تملكها: الاستثمار طويل الأجل أم المتاجرة قصيرة الأجل. كما يُمكن أن تساعد هذه الدراسات في توقع الآثار الاقتصادية لإيجاب زكاة صناديق الاستثمار على قرارات المستثمرين بالتوجه للاستثمار طويل الأجل مقابل المتاجرة قصيرة الأجل، وعلى قرارات الشركات المتعلقة بتوزيع الأرباح، وتحديدًا توجيهها نحو الاستثمارات المعززة لقيمة الشركات في الأجل المتوسط والطويلة عوضاً عن التركيز على الأجل القصيرة. وأخيراً ركز عدد من الدراسات السابقة على العلاقة بين معدل دوران صناديق الاستثمار وضريبة المكاسب الرأسمالية التي يتحملها الصندوق نتيجة الإفراط في نشاط المتاجرة قصيرة الأجل. وتتشابه هذه الدراسات في الأثر المتوقع من الزكاة على صناديق الاستثمار النشطة في المتاجرة، باعتبار أن توجه الصندوق للمتاجرة في الأصول المالية يؤدي إلى ارتفاع معدل دوران محفظتها، ويزيد من احتمال خضوعها للزكاة.

2-2-1 معدل الدوران: المفهوم والمقاييس

اتضح من خلال مسح الآراء الفقهية السابقة في موضوع زكاة صناديق الاستثمار أن أهم عاملين في التأثير على مقدار زكاة صناديق الاستثمار: قصد وعمل المتاجرة. وأن العامل الأهم من بين هذين العاملين هو العمل؛ لأنه إذا وجد فلا عبرة بالقصد. أي أن الإعداد للبيع حاصل بالعمل وهو أقوى من النية. ويرى فريق البحث أن المعبر عن عمل المتاجرة هو معدل دوران المحفظة Portfolio Turnover Ratio أو اختصاراً PTR؛ لأنه معيار موضوعي يستند إلى قرائن واضحة يمكن الاستدلال بها للتفريق بين أصول المحفظة المعدة للاستثمار طويل الأجل أو تلك المعدة للمتاجرة قصيرة الأجل.

ويقاس معدل دوران المحفظة معدل تكرار بيع وشراء الأصول المالية من قبل مدير المحفظة، ويحسب معدل الدوران للمحفظة خلال مدة معينة (عادة سنة). والمعادلة الشائعة لحساب معدل دوران المحفظة PTR هي:

$$PTR = \frac{\min\{S,B\}}{V} \quad \dots (1)$$

حيث تمثل S (B) قيمة الأصول المالية المباعة (المشترية) خلال سنة، في حين تعبر V عن قيمة الأصول المملوكة للمحفظة خلال سنة. وتشير min إلى أخذ القيمة الأقل من S أو B؛ حيث يفترض المقياس ضمناً أن المبلغ الذي تتجاوز به المشتريات أو المبيعات الأخرى لا يُسهم في معدل الدوران. فكلما ازداد معدل دوران المحفظة، كان ذلك دلالة على وجود عنصر العمل الدال على المتاجرة في أصولها المالية. بمعنى آخر، كلما ازداد معدل دوران المحفظة، زاد احتمال بيع أي أصل يشتري خلال السنة.

وتُلزم هيئة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة الأمريكية مدراء صناديق الاستثمار بالإفصاح عن معدل دوران المحفظة في جميع التقارير السنوية للصناديق. وقد كان الدافع للإلزام بهذا الإفصاح في البداية إطلاع المستثمرين على أحد المؤشرات المهمة الدالة على تكاليف تعاملات الصندوق، ليصبح بعد ذلك المقياس الأبرز في التعبير عن التكاليف الضمنية الإضافية التي يتحملها الصندوق بالإضافة إلى تقدير الأفق الزمني لاستثماراته. وتبعاً لذلك، شاع استخدامه في الأوساط الأكاديمية والممارسين في صناعة الأوراق



المالية. ويعد مركز البحث في أسعار الأوراق المالية: The Center for Research in Security Prices (CRSP) التابع لجامعة شيكاغو من أبرز مزودي البيانات المتعلقة بصناديق الاستثمار.

وعملياً، تختلف طرق حساب معدل دوران المحفظة حسب نوع مدخلات المعادلة أعلاه، والتي تتأثر بعدة عوامل. ونوضح فيما يلي هذه العوامل، والمدخلات المناسبة التي يقترحها البحث، والذي تم مناقشة مسوغها الفقهي في (السحبياني والمهنا، 1438).

أولاً: بسط المعادلة $\min\{S,B\}$

جرت العادة على استخدام القيمة الأقل كما أشرنا، ولكن يُقترح استخدام متوسطهما الحسابي؛ لأن كل الصفقات ليست بالضرورة لغرض المتاجرة كما سنبين. كما جرت العادة على استبعاد الأصول المالية التي يتم إطفائها قبل نهاية العام، ويقترح أن تعامل الصكوك بالمثل. ويقضي العدل حسم قيمة الاشتراكات والاستردادات من بسط المعاملة؛ لأن هذه الصفقات هدفها الاستثمار أو تسهيل استثمارات سابقة وليس المتاجرة.

ثانياً: المقام v

عند تحديد قيمة الأصول المملوكة للمحفظة، يمكن اختيار قيمتها في أول الحول أو آخره أو متوسطها السنوي. وتقتضي الدقة والعدالة اعتماد حساب المتوسط السنوي لقيمة الأصول اعتماداً على قيمة أصول المحفظة عند الإغلاق لجميع أيام التداول أو في نهاية كل أسبوع أو شهر أو ربع خلال الحول. وقد يكون لحساب المتوسط فوائد أخرى منها تقليل احتمال التهرب من الزكاة كما سنبين في نهاية هذه الفقرة.

وفي الواقع يوجد انتقادات على مدى تعبير معدل الدوران عن التكاليف الضمنية الإضافية للصندوق الاستثماري أو افق سياسته الاستثمارية. ويستعرض (Tucker et al., 2018) عدد من هذه الانتقادات ومقاييس جديدة أو معدلة لتلافي بعض هذه الانتقادات. ونرى من المناسب بالنسبة لتقدير زكاة الصناديق استخدام المعدل الشائع، مع الأخذ بالمدخلات المقترحة أعلاه. وفي حال حساب معدل دوران المحفظة بناء على ذلك، يمكن تحديد وعاء الزكاة بضرب معدل الدوران في قيمة أصول المحفظة عند تاريخ الحول. وبطبيعة الحال، إذا كان المعدل أكبر من 100%، اعتبرت جميع أصول المحفظة لغرض المتاجرة، وإذا كان سالباً، اعتبرت جميع أصول المحفظة لغرض الاستثمار.

كما يقترح البحث استخدام طريقة جديدة أكثر دقة في تحديد وعاء زكاة صناديق الاستثمار، وتبعاً لذلك مقدار زكاتها، تقوم على حساب معدل الدوران لكل أصل في المحفظة وليس معدل الدوران الإجمالي لكل المحفظة. ويمكن حساب معدل دوران كل أصل مالي على حدة ptr باستخدام المعادلة الآتية:

$$ptr = \frac{\min\{s,b\}}{v} \quad \dots (2)$$

حيث تمثل s (b) عدد الوحدات المشتراة أو المباعة من هذا الأصل خلال سنة، في حين تعبر v عن عدد الوحدات المملوكة للمحفظة من هذا الأصل بتاريخ حول المحفظة. وتشير \min إلى أخذ القيمة الأقل من s و b . ويلاحظ هنا أننا استخدمنا عدد الوحدات وليس قيمة الصفقات، لأن المعادلة تحسب معدل دوران أصل واحد.

وبناء على هذا المعادلة، يمكن الاسترشاد بمعدل دوران أي أصل مالي في المحفظة لتقدير مدة الاحتفاظ به. وإذا ما اعتبرنا أن الاحتفاظ بالأصل مدة زمنية لا تقل عن عام دليل على غرض الاستثمار، وأن الاحتفاظ به لأقل من عام دليل على غرض المتاجرة (الشبيلي، 1433)، فيمكن تصنيف أي أصل في المحفظة على أنه



لغرض الاستثمار (المتاجرة) إذا كان معدل دورانه أقل (أكبر) من 100٪، باعتبار أن معدل الدوران المساوي 100% مؤشر على الاحتفاظ بالأصل لمدة عام. وإذا ما طبقنا هذا المعيار على جميع الأصول المالية المملوكة للمحفظة في تاريخ حولها، فيمكن تصنيف الأصول بسهولة إما لغرض الاستثمار أو المتاجرة، وباستبعاد الأصول التي تصنف لغرض الاستثمار يمكن بسهولة تحديد قيمة وعاء زكاة عروض التجارة بضرب عدد الأسهم المتبقية بسعرها وقت الحول، مع إضافة ما تحتفظ به المحفظة من أصولها في شكل نقود. وبناءً على ذلك تحسب حصيلة زكاة الصندوق بضرب هذا الوعاء في نسبة زكاة عروض التجارة (2.5%).

وبحسب السحيباني والمهنا (1438) تم استخدام الطريقتين أعلاه لتقدير زكاة صناديق الاستثمار باستخدام خمس محافظ افتراضية. وتوصل البحث إلى أن الطريقة التي تعتمد على معدل دوران المحفظة أقل دقة في حساب مقدار الزكاة مقارنة بالطريقة الثانية التي تقوم على حساب معدل دوران كل أصل في المحفظة. في المقابل تتميز الطريقة الأولى بأنها تصعب التهرب من الزكاة في حين تسمح الطريقة الثانية بالتهرب من الزكاة؛ لأنها تتيح لمدير المحفظة التخلص من أسهم المضاربة قبيل نهاية الحول واستثمار حصيلة بيعها في شراء أسهم جديدة. ويمكن مستقبلاً إجراء تعديلات على الطريقة الثانية بهدف تقليل فرص استخدامها للتهرب من الزكاة.

2-2-2 علاقة معدل الدوران بالأداء وأفق الاستثمار والضرائب

حيث يستخدم البحث معدل الدوران لتقدير زكاة صناديق الاستثمار بصفته أفضل قرينة دالة على غرض المتاجرة، نستعرض في هذا القسم أبرز الدراسات السابقة حول ثلاثة مواضيع مهمة مرتبطة بمعدل دوران المحفظة بصفته المقياس الأكثر شيوعاً لنشاط صناديق الاستثمار بالمتاجرة. حيث نستعرض في البداية العلاقة بين معدل الدوران والأداء، ثم علاقة معدل الدوران بالأفق الزمني لاستثمارات الصناديق، وأخيراً أثر معدل الدوران على مقدار الضرائب التي يتحملها الصندوق. ويفيد استعراض هذه الدراسات في استخلاص عدد من الفرضيات القابلة للاختبار حول الآثار الاقتصادية لزكاة صناديق الاستثمار.

علاقة معدل الدوران بالأداء

يوجد علاقة طردية واضحة بين نشاط صناديق الاستثمار في المتاجرة ومعدل الدوران. والسؤال الذي يتبادر للذهن: هل يؤدي نشاط الصندوق في المتاجرة إلى تحسن أدائه؟ أو بعبارة أخرى: هل يوجد علاقة بين معدل دوران الصندوق وأدائه؟ وإن وجدت، هل هي علاقة طردية أم عكسية؟ وسبب التردد في أثر معدل الدوران على الأداء أن كثافة المتاجرة يمكن أن تؤدي إلى استثمار فرص تداول تؤدي إلى تعظيم عوائد الصندوق، ولكنها تولد في الوقت نفسه تكاليف إضافية تقلل من عوائد الصندوق؛ تتمثل في ارتفاع في تكلفة تعاملات الصندوق والضرائب التي يتحملها، علاوة على رسوم الإدارة وتكاليف التشغيل الأخرى.

وكما هو معلوم، تشمل مسؤوليات مدير صندوق الاستثمار إدارة محفظة الصندوق حسب سياسته الاستثمارية، بالإضافة إلى تسويق الصندوق، وإدارة الاشتراك في وحدات الصندوق واستردادها، وضمان الالتزام بالأنظمة (Kostovetsky & Warner, 2015). ويعتبر مدير الصندوق متخذ القرار النهائي في تعظيم أدائه (Brooks, 2016; Kostovetsky & Warner, 2015) مقارنةً بأداء مؤشره المرجعي (Junarsin, 2013; Kostovetsky & Warner, 2015). ومنذ سنة 2002، بدأت شركة المؤشرات (S&P Dow Jones Indices) في نشر مؤشرات جديدة أطلقت عليها "بطاقات الأداء لمؤشر ستاندرد أند بورز مقابل الاستثمار النشط" (S&P Indices versus Active (SPIVA) scorecards) والذي يقيس النسبة المئوية



للمديرين الذين يتفوقون على هذه المؤشرات في مختلف فئات الأسهم والدخل الثابت، بالإضافة إلى نشر بطاقة الأداء المستمر (Persistence Scorecard) التي تقيم احتمال استمرار الصندوق المصنف أدائه ضمن الربع الأعلى لفئة معينة في البقاء في الربع الأعلى خلال السنوات الثلاث أو الخمس التالية. ويقاس المؤشران معاً قدرة مدير صندوق الاستثمار النشط على تحقيق عوائد أعلى من المؤشرات المرجعية والأقران. وفي هذا الإطار، أجرى كل من (Poirier & Soe, 2017) دراسة ميدانية باستخدام مؤشر SPIVA لقياس أداء أكبر صناديق الاستثمار (Large cap mutual funds) في العالم والتي تقدر القيمة السوقية للصندوق الواحد منها بنحو 10 مليار دولار أو أكثر. وشملت الدراسة 1034 صندوقاً استثمارياً منتشراً في مختلف دول العالم للفترة بين 30 سبتمبر 2013 إلى 30 سبتمبر 2016. وبينت الدراسة تفوق 19.73% فقط، أو 204 صندوقاً، على مؤشر S&P 500. وفي العام التالي، تفوق 15.69% من تلك الصناديق على مؤشر S&P 500 وبحلول نهاية العام الثالث، لم يكن أي من هذه الصناديق قادراً على التفوق في الأداء على هذا المؤشر بشكل مستمر. وتؤيد هذه النتائج القاعدة العامة التي تنص على أن "الأداء السابق ليس مؤشراً على النتائج المستقبلية"، والأهم أن نشاط الصندوق في المتاجرة لا يضمن بالضرورة تحقيق الصندوق لعوائد أفضل. وتؤكد ذلك دراسة (Jensen, 1968) التي اختبرت استمرارية تفوق أداء صناديق الاستثمار وتوصلت إلى أن الصناديق النشطة لم تستطع تاريخياً التفوق في المتوسط على الصناديق الخاملة التي تقوم على استراتيجية الشراء والاحتفاظ. كما توصلت دراسة أخرى لنتيجة مماثلة، حيث قام (Carhart, 1997) باستخدام نموذج مكون من أربع متغيرات لقياس أداء 1892 صندوقاً استثمارياً وتوصل لنتائج لا تدعم وجود علاقة بين الأداء وتميز مديري محافظ صناديق الاستثمار. كما توصلت دراسة (Mekonnen et al., 2018) إلى أن 80% من 3612 صندوقاً مشتركاً مفتوحاً في الولايات المتحدة فشلت في التغلب على أداء مؤشر S&P 500 خلال الفترة بين عام 2006 إلى عام 2016.

من جهة أخرى، قدّم (Cuthbertson et al., 2010) وصفاً للعلاقة بين معدل دوران المحفظة والتكاليف التي يتحملها مستثمرو صناديق الاستثمار على المدى الطويل مثل رسوم التداول وفروق أسعار العرض والطلب وتأثير السعر الناتج عن عمليات البيع والشراء التي يقوم بها الصندوق. ويبيّن أن معدل الدوران له علاقة بتكاليف المعاملات ونفقات الصندوق وبالتالي أداء الصندوق. وتوصل (Elton et al., 1993) إلى وجود علاقة سلبية بين الأداء ومعدل الدوران، وأن مدير الصندوق يحتاج إلى أن يحقق عائداً إضافياً كافياً لتعويض التكلفة الناتجة عن زيادة معدل الدوران. وعند مقارنة صندوقين استثماريين لهما الخصائص نفسها فإن الصندوق الذي يحظى بمعدل دوران أعلى يتحمل تكاليف تعامل أكبر. وفي دراسة لأثر خصائص صناديق الاستثمار على أدائها باستخدام انحدار البيانات الطولية، توصل (Singh & Tandon, 2021) إلى أن الأثر يعتمد على المقياس المستخدم لقياس الأداء، حيث يكون لمعدل الدوران أثر في حال استخدام معدل العائد الإجمالي للصندوق، ولا يكون له أثر في حال استخدام مقاييس الأداء المعدلة بالمخاطرة. وفي دراسة مغايرة للدراسات السابقة قام (Amadi & Amadi, 2017) بدراسة تأثير عدد من خصائص الصندوق على معدل الدوران، وتوصل إلى وجود علاقة بين فترة عمل مدير المحفظة ومعدل الدوران وأن عوائد المحفظة لعام واحد وحجم الأصول التي يديرها الصندوق ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمعدل دوران المحفظة.

علاقة معدل الدوران بالأفق الزمني لاستثمارات الصناديق

يوفر معدل دوران المحفظة مدخلاً لأنماط الاحتفاظ بأصول الصناديق؛ إذ أن من أهم أسباب قيام مدير الصندوق بشراء أو بيع الأوراق المالية (1) تنفيذ السياسة الاستثمارية للصندوق؛ (2) شراء أصول جديدة عندما يشترك مستثمرون جدد في الصندوق؛ أو (3) بيع أصول حالية للصندوق عندما يطلب بعض مشركي الصندوق



استردوا وحداتهم (Bullard, 2006). وتعكس نسبة دوران المحفظة الأفق الزمني لاستثمارات لصندوق باعتبارها مُقدّر لمدى احتفاظ الصندوق بأصوله المالية. إذ يقدر معدل دوران المحفظة عدد المرات التي يستبدل فيها مدير الصندوق الأصول المالية الحالية بأصول جديدة. والعلاقة بين معدل دوران المحفظة والافق الزمني لاستثمارات الصندوق عكسية؛ حيث توصلت بعض الأبحاث إلى أن مقلوب معدل دوران المحفظة مُقدّر إحصائي مقبول لمتوسط مدة الاحتفاظ بأصولها (Næs & Ødegaard, 2007, 2009)؛ أي أن المحفظة التي معدل دورانها 20% يحتفظ بأصولها في المتوسط لمدة خمس سنوات، في حين أن المحفظة التي معدل دورانها 200% يتم تداول أصولها كل ستة أشهر في المتوسط. وينطبق ذلك بشكل أدق على أي أصل مالي في المحفظة عند حساب معدل دورانها.

وعليه، يدل ارتفاع معدل الدوران على أن مدير الصندوق يبني قراراته عند تنفيذ سياسة صندوق الاستثمار على تحليل قصير المدى لأصول المحفظة. ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد، حيث يمكن أن يؤثر تركيز مدراء الصناديق على المدى القصير على قرارات الشركات المتعلقة بتوزيع الأرباح. فإذا ما ساءت الشركات المساهمة التحليل قصير المدى للصناديق، فستتجه إلى دعم قرارات توزيع الأرباح على المدى القصير على حساب استبقائها للاستثمارات طويلة الأجل التي تزيد من موارد الاقتصاد وتسهم في الوقت نفسه في رفع قيمة الشركات على المدى البعيد. وفي هذا السياق نُشرت العديد من الدراسات التي حاولت تقييم العلاقة بين مدة احتفاظ صناديق الاستثمار بأصولها ومعدل الدوران. حيث توصلت دراسة (Tucker et al., 2018) إلى أن الاحتفاظ بأصول المحفظة قد يمتد من 15 إلى 17 شهراً لعينة من الصناديق المدرجة في السوق الأمريكية للفترة المتراوحة من 2005 إلى 2015، مع وجود أدلة على زيادة مدة الاحتفاظ في الفترة التي أعقبت الأزمة المالية. وأجرى (Lan et al., 2018) دراسة بهدف تحديد العلاقة بين مدة الاحتفاظ بأصول الصندوق ومهارة مديره وتوصلت الدراسة إلى أن الأداء المتفوق للصناديق طويلة الأجل يرجع لاختيار أسهم الصندوق بناء على الأساسيات القوية طويلة المدى. علاوة على ذلك، تتفوق الأسهم التي تحتفظ بها الصناديق طويلة الأجل إلى حد كبير على الأسهم المملوكة من قبل الصناديق قصيرة الأجل بنسبة 2.7% إلى 3.5% سنوياً. وأجرى (Bailey Jonathan & Godsall Jonathan, 2013) استبياناً لكبار المديرين التنفيذيين ومديري مجالس الإدارة حول الطرق التي يوازنون بها بين الأولويات قصيرة وطويلة المدى، بالإضافة إلى الأطر الزمنية التي يستخدمونها لاتخاذ القرارات بشأن الإستراتيجية والاستثمارات، ووجدوا أن هناك ضغطاً متزايداً لتحقيق نتائج قصيرة المدى، ما يعيق قدرتهم على اتخاذ قرارات استراتيجية، علاوة على تحميل المستثمرين في الصناديق التكاليف المباشرة لدوران المحفظة في شكل رسوم تعاملات وضرائب أعلى.

معدل الدوران والضرائب التي يتحملها الصندوق

بالإضافة إلى تأثير معدل الدوران على الأداء والافق الزمني لاستثمارات الصندوق، يؤثر المعدل في مقدار ضرائب المكاسب الرأسمالية capital gain tax التي يتحملها الصندوق والتي تُلقى بظلالها على الأداء. فعلاوة على تحمل المستثمرين في الصندوق تكاليف أعلى مع معدلات الدوران العالية والمتمثلة في تكاليف تعامل وفروق أسعار أعلى، تؤدي المتاجرة قصيرة الأجل إلى تحمل ضرائب أعلى. وهذا يؤثر سلباً على "الكفاءة الضريبية" للصناديق؛ حيث يؤدي معدل الدوران المرتفع الناتج عن الإدارة النشطة إلى تأثير مباشر على عائد ما بعد الضريبة للمساهمين. واستناداً للدراسة الميدانية التي قام بها (Bogle, 2017) وغطت السنوات الخمس والعشرين الماضية، بلغ متوسط معدل دوران المحفظة لصناديق الاستثمار النشطة 78% سنوياً، وتعد مرتفعة جداً مقارنة بمعدل دوران صناديق الاستثمار ذات الإدارة الخاملة مثل صناديق المؤشرات ETF والتي



يقترَب معدل دورانها من 3% سنوياً، ما ينتج عنه تكاليف تعاملات قريبة من صفر. كما بلغ متوسط العائد على صناديق الاستثمار النشطة 7.8% قبل الضريبة و6.6% بعد الضريبة (نسبة الضريبة تقدر بـ 15%). وفي دراسة حول العلاقة بين عوائد صناديق الاستثمار بعد الضرائب وجاذبيتها للمستثمرين، توصل (Bergstresser & Poterba, 2002) إلى أن هذه العوائد لها قوة أكبر من عوائد ما قبل الضرائب في تفسير تدفق الاشتراكات في الصناديق، وأن معدل الدوران مفسرٌ مهم للعبء الضريبي للصندوق.

3-2-2 فرضيات البحث حول الآثار المتوقعة لزكاة صناديق الاستثمار

يمكن أن نستخلص بناء على الدراسات الفقهية والمالية السابقة ست فرضيات للبحث بشأن الآثار الاقتصادية لزكاة صناديق الاستثمار.

الفرضية الأولى: معدل دوران المحفظة والرأي الفقهي السائد

يدعم الدليل الاحصائي المبني على معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار الرأي الفقهي السائد الذي يوجب زكاة عروض التجارة في جميع وحدات صناديق الاستثمار.

الفرضية الثانية: أثر الرأي الفقهي السائد على الاستثمار المؤسسي

يثبط الرأي الفقهي السائد من الاستثمار المؤسسي؛ لأنه يمنح معاملة زكوية تفضيلية للاستثمار الفردي عبر المحافظ الخاصة على الاستثمار المؤسسي الذي يتم عبر الاشتراك في صناديق الاستثمار.

الفرضية الثالثة: أثر الرأي الفقهي السائد على الاستثمار مقابل المتاجرة

لا يحفز الرأي الفقهي السائد مدراء صناديق الاستثمار للتركيز على الاستثمار طويل الأجل مقابل المتاجرة قصيرة الأجل؛ لأنه لا يفرق في الحكم بحسب سلوك المدير: الاستثمار أو المتاجرة، بل يعاملهما معاملة زكوية واحدة.

الفرضية الرابعة: زكاة الصناديق وأدائها

حيث يوجد علاقة طردية قوية بين زكاة صناديق الاستثمار ومعدل الدوران، وحيث يسهم ارتفاع معدل الدوران بزيادة زكاة الصناديق المقدره بالإضافة إلى تكاليف ضمنية أخرى وهي: تكلفة التعاملات، وتكاليف غير مباشرة مرتبطة بأثر هذه التعاملات على أفضل عرض وطلب وعلى سعر الأصل محل التعامل، فالمتوقع أن تؤدي زكاة الصناديق إلى تخفيض أدائها. ويتطلب اختبار هذه الفرضية استبدال معدل الدوران كمتغير مفسر للأداء بحصيلة زكاة الصندوق المقدره.

الفرضية الخامسة: زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري

مقلوب معدل الدوران مقدر مناسب لمدة احتفاظ مدير الصندوق بأصوله المالية، وحيث يوجد علاقة طردية بين زكاة الصناديق ومعدل دورانها، فيتوقع وجود علاقة عكسية بين زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري كما تحدده سياسة الصندوق المعلنة. ويتطلب اختبار هذه الفرضية دراسة العلاقة بين زكاة الصناديق وسياساتها الاستثمارية المعلنة.



الفرضية السادسة: زكاة الصناديق وجاذبيتها للمستثمرين

من الواضح أن زكاة صناديق الاستثمار سوف تقلل من عوائدها، ومن المتوقع بناء على ذلك أن يؤدي ارتفاع معدل الدوران إلى تقليل عوائد صناديق الاستثمار بعد الزكاة، وبالتالي ضعف جاذبية الصناديق للمستثمرين. ويمكن اختبار هذه الفرضية من خلال دراسة العلاقة بين عوائد صناديق الاستثمار بعد الزكاة وصافي الاشتراكات في الصناديق.

وهذه الفرضيات قابلة للاختبار الاحصائي من حيث المبدأ، وسنرى في القسم التالي إلى أي مدى يمكن أن تسعنا البيانات المتاحة لاختبار هذه الفرضيات.

3 - البيانات والمنهجية

بحسب ما تم توضيحه في القسم السابق، تقوم أطروحة البحث على تقدير زكاة الصناديق بناء على معدل دوران محفظة الصندوق (الطريقة الأولى) أو معدل دوران كل أصل مالي مملوك للمحفظة (الطريقة الثانية). وبناء عليه، يعد المتغير الأساس في هذا البحث هو "زكاة الصناديق" المقدر بناء على المعلومات المتاحة عن معدل دوران محافظ الصناديق الاستثمارية، والذي سوف نستخدمه في اختبار صحة فرضيات البحث وفق المنهجية التي سوف نستعرضها في هذا القسم.

1-3 طرق تقدير متغير زكاة الصندوق

لا تقوم صناديق الاستثمار السعودية حالياً باحتساب مقدار زكاتها وإعلانها للمشاركين، كما إنها لا تنشر إحصائية "معدل دوران محفظة الصندوق" ضمن إحصاءاتها السنوية أو الربعية، حيث لم نطلع على أي صندوق قام بذلك بشكل تطوعي، كما إن متطلبات الإفصاح لهيئة السوق المالية الحالية لا تلزم الصناديق بحساب ونشر هذه الإحصائية على الرغم من أهميتها بالنسبة للمستثمر كما أظهر ذلك عدد من الدراسات السابقة. ولهذا تم اللجوء إلى حلول بديلة تقوم على تقدير معدل الدوران ومن ثم زكاة الصناديق استناداً على عدة افتراضات مبنية على المعلومات المتاحة حالياً وخاصة: (1) مصاريف التعامل Dealing expenses و(2) أكبر عشرة استثمارات للصندوق والتي أصبحت الصناديق تنشرها في تقاريرها الربعية بناء على متطلبات هيئة السوق المالية. حيث تم استخدام طريقتين لتقدير معدل الدوران بناء على هذه المعلومات.

1-1-3 طريقة تقدير معدل الدوران بناء على مصاريف التعامل

تستند فكرة تقدير معدل الدوران بناء على مصاريف التعامل على حقيقة أن مصاريف تعامل أي صفقة في السوق المالية السعودية تبلغ حالياً (0.00155) بحسب قرار مجلس هيئة السوق المالية في 2016 (صحيفة مكة المكرمة، 2016)؛ أي ما يساوي (15.5) نقطة أساس، أو 15.5 ريال لكل عشرة آلاف ريال من قيمة الصفقة. وتوزع هذه العمولة بين هيئة السوق المالية، وشركة السوق المالية السعودية "تداول"، وشركة مركز إيداع الأوراق المالية "إيداع"، والوسيط المتمثل في مؤسسات السوق المالية، وفقاً للنسب المحددة في جدول (2)

جدول 2: توزيع نسبة مصاريف التعامل على الجهات المستحقة لها

النسبة (%)	السقف الأعلى للعمولة	الجهة المستحقة للعمولة
23.26	5.0	هيئة السوق المالية، وشركة تداول وشركة إيداع
67.74	10.5	مؤسسة السوق المالية (شركة الوساطة)
100	15.5	المجموع

ومن المتوقع أن تقوم شركات الوساطة التي تدير صناديق الاستثمار بتقديم حسومات للصناديق التي تديرها، قد تتجاوز 70%، وحيث أن هذه المعلومة غير معلنة فسيتم افتراض خمس نسب يتحملها الصندوق تتراوح من 0% (لا يتحمل الصندوق أي نسبة من رسوم شركة الوساطة) إلى 100% (يتحمل الصندوق كامل رسوم شركة الوساطة).

ولتوضيح آلية تقدير حصيلة الزكاة بناء على هذه الطريقة نأخذ كمثال أحد صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم السعودية ضمن عينة البحث. حيث تم الحصول على تقارير الإفصاح الربعية للصندوق لعام 2021 من موقع تداول، والتي تتضمن مصاريف التعامل (مبلغاً ونسبة). ويبين الجدول 3 مصاريف التعامل للصندوق، وحجم الصندوق، ونسبة المصاريف لحجم الصندوق باستخدام البيانات المنشورة في هذه الإفصاحات، بالإضافة إلى مبالغ الاشتراكات والاستردادات لكل ربع، والتي تم الحصول عليها من هيئة السوق المالية.

جدول 3: مصاريف التعامل لصندوق استثمار متخصص في الأسهم السعودية لعام 2021

الربع	مصاريف التعامل (D)	حجم الصندوق (V)	نسبة مصاريف التعامل	الاشتراكات Sub	الاستردادات Red
1	17,188.05	40,587,772.40	0.000423	5,455,639.31	8,319,549.73
2	9,297.36	43,193,434.96	0.000215	6,945,080.50	3,405,775.96
3	48,102.33	58,732,981.15	0.000819	15,516,694.18	4,508,784.52
4	41,171.91	60,185,669.47	0.000684	8,587,183.17	12,641,082.01
المجموع	115,759.65	*50,674,964.50	0.002284	36,504,597.16	28,875,192.22

* متوسط حجم الصندوق خلال السنة

وتمهيداً لتقدير زكاة هذا الصندوق، نستذكر معادلة معدل دوران المحفظة PTR وهي:

$$PTR = \frac{\min\{S,B\}}{V} \quad \dots (1)$$

حيث S (B) هي قيمة الأصول المالية المباعة (المشترأة) خلال سنة، و V هي قيمة الأصول المملوكة للمحفظة خلال سنة. وكما يظهر من البيانات المتاحة في الجدول (3)، من السهل الحصول على المتغير V، في حين لا تُعلن الصناديق عن B أو S. ولهذا سنلجأ لمتغير بديل لتقدير بسط المعادلة وهو "مصاريف التعامل". فباعتبار مدير الصندوق ملزم بدفع مصاريف تعامل عن صفقات الشراء والبيع، فيمكن من خلال المعلومات المعلنة عن مصاريف التعامل الحصول على تقدير تقريبي لقيمة الأصول المالية المباعة (المشترأة) من قبل



مدير الصندوق. وتوضح المعادلات الآتية طريقة اشتقاق قيمة الأصول المالية المباعة (المشترأة) من مبلغ مصاريف التعامل:

$$(S + B) c = D \quad \dots (2)$$

$$S + B = \frac{D}{c} \quad \dots (3)$$

حيث D هي قيمة مصاريف التعامل التي تعلنها الصناديق، و c هي النسبة المفترضة التي يتحملها الصندوق في كل صفقة شراء/بيع. وبحسب الجدول (2) تتحمل الصناديق بالضرورة 5 نقاط أساس بالإضافة الى نسبة من نقاط الأساس المخصصة لمدير الصندوق والتي سنفترض أنها قد تكون (0%، 25%، 50%، 75%، 100%) حسب نسبة الحسم التي يحصل عليها الصندوق. ويبين الجدول (4) النسب المفترضة الخمس التي يمكن أن يتحملها الصندوق عن كل صفقة.

جدول 4: النسب الخمس المفترض تحميلها على الصندوق من كل صفقة

النسبة المفترضة التي يتحملها الصندوق من عمولة مؤسسة السوق (مدير الصندوق) x	نسبة العمولة المدفوعة من الصندوق (نقطة أساس) $c_i = 5 + 10.5 (x_i)$	c
0%	5+0 = 5	C ₁
25%	5+10.5(0.25) = 7.625	C ₂
50%	5+10.5(0.5) = 10.25	C ₃
75%	5+10.5(0.75) = 12.88	C ₄
100%	5+10.5 = 15.5	C ₅

وكما أشرنا أعلاه لا تعلن الصناديق عن B أو S، ولهذا من المنطقي أن نفترض ضمناً تساويهما أي S=B، وبناء عليه تصبح المعادلة (3):

$$2B = \frac{D}{c} \quad \dots (4)$$

وعليه، نضع في بسط المعادلة (1) قيمة B التي تساوي:

$$B = \frac{D}{2c} \quad \dots (5)$$

فيصبح معدل دوران المحفظة في معادلة (1) كما يلي:

$$PTR = \frac{D}{2cV} \quad \dots (1)'$$

باستخدام مثال الصندوق السابق، نطبق فيما يلي طريقة تقدير معدل دوران محفظة الصندوق لعام 2021. حيث بلغت مصاريف التعامل، D، 115,759.65 ريال، وكان متوسط صافي قيمة الصندوق خلال



العام، ٧، 50,674,964.50 ريال. والتي بناء عليه تم حساب قيمة معدل الدوران (PTR_0) حسب الافتراضات الخمس أعلاه في الجدول (5). علاوة على ذلك، تم تعديل معدل دوران المحفظة من خلال طرح القيمة الأكبر من الاشتراكات أو الاستردادات خلال السنة (PTR_1) أو طرح مجموعهما (PTR_2) من بسط المعادلة كما هو مقترح في بعض الدراسات السابقة.

جدول 5: معدل دوران محفظة صندوق استثماري بناء على عدة افتراضات

الافتراض حول c	B	$ PTR_0 $	$ PTR_1 $	$ PTR_2 $
0	115,759,650	228.44%	163.93%	99.42%
25	75,907,967	149.79%	85.28%	20.78%
50	56,468,122	111.43%	46.92%	-17.59%
75	44,955,204	88.71%	24.20%	-40.31%
100	37,341,823	73.69%	9.18%	-55.33%

ويتضح بشكل جلي من الجدول (5) أن معدل الدوران يتأثر بافتراضنا حول معدل نسبة العمولة التي يدفعها الصندوق لمؤسسة الوساطة وعلى حجم الاشتراكات والاستردادات وطريقة تضمينها في معادلة معدل الدوران. والعلاقة كما هو واضح تدل على انخفاض معدل الدوران بافتراض أن الصندوق يتحمل نسبة عمولة أعلى، كما ينخفض معدل الدوران مع ارتفاع مبلغ الاشتراكات و/أو الاستردادات. وننبه هنا إلى أنه عند استخدامنا لمعدل الدوران لحساب زكاة الصندوق سنعتبر أي معدل أعلى من 100% بغض النظر عن ارتفاعه مُوجباً لزكاة عروض التجارة على مجموع أصول الصندوق بنسبة 2.5%، وفي المقابل، سنعتبر أي معدل سالب للدوران صفراً، ما يعني ضمناً عدم وجوب زكاة عروض التجارة على أصول الصندوق.

3-1-2 طريقة تقدير معدل الدوران بناء على أكبر عشرة استثمارات الصندوق

كما أوضحنا في الدراسات السابقة يوجد طريقة ثانية لحساب معدل الدوران تعتمد على معرفة معدل دوران كل أصل من أصول المحفظة، والتي يمكن تقديرها بمعرفة التغير في مكونات محفظة الصندوق من الأسهم التي يمتلكها. وتنتشر الصناديق حالياً معلومات عن أكبر عشرة استثمارات للصندوق في شكل نسب، والتي يمكن بناء عليها معرفة قيمتها بضرب كل نسبة بحجم الصندوق في ذلك الربع. وهو ما يمكن من متابعة التغير في قيمة ما يملكه الصندوق من كل أصل خلال السنة، ولكن هذه المعلومة لا تسمح بمعرفة عدد الأسهم التي يملكها الصندوق من كل أصل، أو عدد الأسهم التي اشتراها أو باعها الصندوق من كل سهم. وعليه، لا يمكن استخدام المعادلة (2) في حساب معدل دوران كل سهم على حدة. ومع ذلك توفر هذه البيانات إمكانية تقدير قيمة الأصول المالية المباعة (المشترأة) خلال سنة، أي S (B) في بسط المعادلة (1)، والتي سنعتمد عليها في الوصول لمؤشر آخر لمعدل دوران المحفظة كما يتضح من الجدول (6) الذي اعتمدنا فيه على بيانات الإفصاح الربع سنوي للصندوق نفسه لعام 2021. ونشير هنا إلى أنه في حال الحصول على بيانات عن حجم النقد في محفظة الصندوق فإنه يضاف إلى وعاء زكاة الصندوق بشكل تلقائي.



جدول (6): نشاط المتاجرة لصندوق استثمار متخصص في الأسهم السعودية من واقع ملاحظة التغير في أكبر عشرة استثمارات للصندوق

م	السهم/الربع	(%)1	(%)2	(%)3	(%)4	(م)1	(م)2	(م)3	(م)4	B	S
1	الراجحي	13.9	16.2	18.02	19.62	5.64	7.00	10.58	11.81	6.17	
2	أرامكو	9.88	9.47	6.97	8.59	4.01	4.09	4.09	5.17	1.16	
3	اس تي سي	8.86	9.14	6.29	8.05	3.60	3.95	3.69	4.84	1.25	
4	اسمنت ينبع	6.93				2.81	0.00	0.00	0.00		-2.81
5	التعاونية	6.31	5.12			2.56	2.21	0.00	0.00		-2.56
6	المواساة	6.17				2.50	0.00	0.00	0.00		-2.50
7	سيسكو	6.15				2.50	0.00	0.00	0.00		-2.50
8	الحمادي	6.04	5.33		5.16	2.45	2.30	0.00	3.11	5.16	-5.33
9	البلاد	6.02				2.44	0.00	0.00	0.00		-2.44
10	صافولا	5.86	5.61			2.38	2.42	0.00	0.00		-2.38
11	الانماء		6.84	4.91	8.05	0.00	2.95	2.88	4.84	4.84	
12	اكسترا		6.57	4.76	5.09	0.00	2.84	2.80	3.06	3.06	
13	المجموعة السعودية		5.15			0.00	2.22	0.00	0.00		-2.22
14	معادن		5.08	7.12	7.16	0.00	2.19	4.18	4.31	4.31	
15	كيان			6.87	5.61	0.00	0.00	4.03	3.38	3.38	
16	سابك مغذيات			5.18		0.00	0.00	3.04	0.00	0.00	-3.04
17	ميكو			4.82		0.00	0.00	2.83	0.00	0.00	-2.83
18	اعمار			4.48		0.00	0.00	2.63	0.00	0.00	-2.63
19	اتحاد اتصالات					5.5	0.00	0.00	3.31	3.31	
20	الجزيرة					5.16	0.00	0.00	3.11	3.11	
	مجموع النسب (%)	76.12	74.51	69.42	77.99						
	حجم الأصول (م)	40.59	43.19	58.73	60.19	30.89541	32.18343	40.7724355	46.9388	35.75	-31.26

م: مليون ريال



ونلاحظ من الجدول (6) أن أكبر عشر أسهم استثمر فيها الصندوق تمثل ما يقارب ثلاثة أرباع أصول الصندوق، وأنها قد تغيرت من حيث نسبها خلال السنة. وبعد تحويل هذه النسب إلى مبالغ مالية، توصلنا بشكل تقريبي لمبالغ الشراء/البيع التي أجراها الصندوق خلال السنة، وهو ما مكن من حساب معدل دوران المحفظة باستخدام المعادلة (1)، حيث V تمثل متوسط قيمة (الأصول العشرة فقط) خلال السنة.

$$PTR_0 = \frac{\min\{S, B\}}{V} = \frac{31.26}{37.7} = 0.83$$

وإذا ما عدلنا البسط بطرح القيمة الأكبر من الاشتراكات أو الاستردادات، نحصل على النتيجة الآتية:

$$PTR_1 = \frac{\min\{S, B\} - \max(\text{Red}, \text{Sub})}{V} = \frac{31.26 - 36.5}{37.7} = -0.14$$

حيث Sub تمثل قيمة الاشتراكات، و Red تمثل الاستردادات.

وأخيراً، في حالة طرح مجموع الاشتراكات والاستردادات من البسط نحصل على النتيجة الآتية:

$$PTR_2 = \frac{\min\{S, B\} - (\text{Red} + \text{Sub})}{V} = \frac{31.26 - 65.38}{37.7} = -0.91$$

ويمكن مقارنة هذه المعدلات بما تم التوصل له في الجدول (4). والملاحظة العامة هي أن الطريقة الأولى تميل مقارنة بالثانية إلى رفع معدل الدوران. وقد يكون ذلك بسبب تجاهل الطريقة الثانية لما قام به الصندوق في بقية أصول الصندوق.

وبناء على معدل الدوران المقدر يمكن حساب زكاة الصناديق، وفق الرأي الذي يربط الزكاة بعمل الصندوق. فلو اعتمدنا على سبيل المثال PTR_0 ، فإن زكاة الصندوق المقدرة تساوي:

$$\text{زكاة صندوق الاستثمار} = \text{معدل الدوران} \times \text{قيمة الصندوق} \times \text{نسبة الزكاة}$$

$$\text{زكاة صندوق الاستثمار} = 0.83 \times 50.67 \times 0.025 = 1.05 \text{ مليون ريال}$$

أما في حالة استخدام PTR_1 أو PTR_2 فلا تجب زكاة عروض التجارة على الصندوق؛ لأن معدل الدوران سالب في هاتين الحالتين.

2-3 عينة البحث

تتكون عينة البحث من صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم، والصكوك، والأصول العقارية. ونقدم فيما يلي نبذة عن البيانات التي تمكن فريق البحث من جمعها عن هذه الصناديق.

1-2-3 عينة صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم

استهدف البحث صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية المتخصصة في الأسهم (باستثناء الأسهم الدولية)، والمتوافقة مع الشريعة، والتي تبلغ أصولها على الأقل 40 مليون ريال. وقد بلغ عدد الصناديق التي



تتطبق عليها هذه الشروط 48 صندوقاً للأعوام من 2019 الى 2021. وقد تم استبعاد 16 صندوقاً بسبب عدم توافر الإفصاحات الربعية لها، كما اقتضت العينة على بيانات العام 2021 بسبب عدم توافر الإفصاحات الربعية في موقع تداول إلا لهذا العام فقط. وتتضمن بيانات هذه العينة الزكاة المقدرة من قبل فريق البحث. وحيث يوجد 18 تقديراً لهذا المتغير فسيتم الاختصار في الدراسة التطبيقية على متغيرين فقط هما تقدير زكاة الصندوق بناء على: (1) قيمة PRT_1 القائمة على مصاريف التعامل بافتراض حصول الصندوق على حسم بمقدار 50% من المؤسسة المالية المديرة للصندوق، و(2) قيمة PRT_0 القائمة على التغير في أكبر عشرة استثمارات للصندوق. كما تتضمن البيانات التي تم جمعها عن هذه العينة أداء الصندوق ممثلاً بمعدل العائد لعام 2021، ودرجة مخاطرة الصندوق وحجم الصندوق وعمره ونسبة الرسوم الإدارية التي يحصل عليها مدير الصندوق حسب البيانات في الإفصاحات الربعية.

2-2-3 عينة صناديق الاستثمار المتخصصة في الصكوك

استهدف البحث صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية المتخصصة في الصكوك وعددها 17 صندوقاً، وقد اتضح من خلال فحص البيانات المتاحة عن هذه الصناديق في موقع تداول، غياب معلومات أساسية عن هذه الصناديق، حيث نشرت أربع صناديق الإفصاحات الربعية لكل أرباع العام 2021، في حين لم يتضمن موقع تداول أي تقارير عن سبع صناديق، وتوفرت بعض التقارير الربعية للصناديق الست المتبقية. ولا تسمح هذه العينة بإجراء دراسة تطبيقية مماثلة لدراسة صناديق الاستثمار المتخصصة بالأسهم، ومع ذلك فسنقدم قراءة تحليلية عامة لما تتضمنه بيانات هذه الصناديق في القسم التالي.

3-2-3 عينة صناديق الاستثمار المتخصصة في الأصول العقارية

استهدف البحث صناديق الاستثمار العقارية المتداولة (ريت REIT) في السوق المالية السعودية والتي بلغ عددها 17 صندوقاً، للعامين 2019 و2020. وحيث تختلف آلية عمل الصناديق العقارية عن صناديق الأسهم والصكوك، باعتبار أن أصولها عقارية وليست مالية، فإن طريقة تقدير زكاتها مختلفة، وتعتمد على بيانات القوائم المالية. وتقوم المنهجية على دراسة القوائم المالية لكل صندوق وتقدير زكاتها وفق ثلاثة آراء:

1. رأي الجمهور الذي أيده الحجيلان (1442)، والذي لا يوجب الزكاة في أعيان العقارات التي تملكها هذه الصناديق وتستثمرها بتأجيرها، في حين تجب زكاة عروض التجارة في قيمة ما يستثمر من أموال الصندوق في المتاجرة بأعيان العقارات.
2. الدليل التوعوي لهيئة الزكاة بشأن آلية احتساب الصناديق العقارية طبقاً للائحة التنفيذية لجباية الزكاة الصادرة بالقرار الوزاري رقم (2216) وتاريخ 1440/7/7 هـ (هيئة الزكاة، 1440)
3. الرأي الذي يقيس المستغلات (ومنها العقارات المؤجرة) على زكاة الزروع والثمار ويوجب الزكاة في صافي الربح بنسبة 10% والذي قال به بعض الفقهاء المعاصرين.

ونقدم في الجدول (7) نتائج تطبيق هذه الآراء الفقهية على صندوقين، باستخدام بيانات عام 2020. ويجب التنويه هنا إننا افترضنا أن الإنشاءات الرأسمالية تحت التطوير هي لغرض بيعها، أما إذا كان الغرض هو استغلالها في التأجير من قبل الصندوق فإن الزكاة لا تجب عليه بحسب رأي الجمهور.



جدول 7: طريقة تقدير زكاة الصناديق العقارية المتداولة وفق ثلاثة آراء فقهية

البيان	البند	صندوق الرياض ريت	صندوق المعذر ريت
الدخل والتكاليف	الإيرادات	186,020,615	51,337,805
	المصروفات	88,517,867	26,402,944
التعديل على صافي الربح	صافي الربح (الخسارة) المحاسبي	97,502,748	24,934,861
	مصاريف غير جائزة الحسم		
الإضافات للوعاء	صافي الربح (الخسارة) المعدل	97,502,748	24,934,861
	صافي الموجودات (رأس المال + الأرباح المرحلة)	1,591,356,925	549,405,253
	الأرباح المعدلة	97,502,748	24,934,861
	المخصصات		2,119,349
الحسميات من الوعاء	ديون طويلة الأجل	833,907,492	85,547,771
	إجمالي الإضافات	2,522,767,165	662,007,234
	الاستثمارات العقارية الجائزة الحسم	2,381,410,747	589,792,818
وعاء الزكاة	الإنشآت الرأسمالية تحت التنفيذ	15,257,530	14,580,305
	إجمالي الحسميات	2,396,668,277	604,373,123
مقدار الزكاة	وعاء الزكاة (طريقة هيئة الزكاة)	126,098,888	57,634,111
	وعاء الزكاة (رأي الجمهور)	15,257,530	14,580,305
	وعاء الزكاة (رأي بعض الفقهاء)	97,502,748	24,934,861
نسبة الزكاة للأصول	الزكاة حسب طريقة هيئة الزكاة (2.5%)	3,152,472	1,440,853
	الزكاة حسب رأي الجمهور (2.5%)	381,438	364,508
	الزكاة حسب رأي بعض الفقهاء (10%)	9,750,275	2,493,486
نسبة الزكاة للأصول	صافي الأصول المدارة	1,646,575,199	544,440,600
	نسبة الزكاة من صافي الأصول المدارة 1	0.19%	0.26%
	نسبة الزكاة من صافي الأصول المدارة 2	0.02%	0.07%
	نسبة الزكاة من صافي الأصول المدارة 3	0.59%	0.46%



وبالإضافة إلى تقدير زكاة هذه الصناديق، تتضمن البيانات التي تم جمعها عن هذه العينة أداء الصندوق ممثلاً بمعدل العائد، ودرجة مخاطرة الصندوق والتي تم تقديرها بناء على البيانات المتاحة عن أسعار كل صندوق ومؤشر السوق، بالإضافة إلى حجم الصندوق وعمره وأتعباه.

ونشير في ختام استعراض عينة البحث إلى أن السوق المالية السعودية تتضمن صناديق متداولة (ETF) متخصصة في الأسهم والصكوك، وهي مستبعدة من عينة البحث، لأن أصولها مزكاة باعتبار أنها تتضمن أسهماً لشركات سعودية تخرج زكاتها لهيئة الزكاة، أو صكوكاً التزمت الحكومة بتحمل زكاتها. وباعتبارها متداولة، فإن عمل مدير الصندوق بالمتاجرة منتف في حقها، وبالتالي ينطبق عليها الرأي الذي توصل إليه (السحبياني والغفيلي، 1434) وهو أن الزكاة لا تجب على المستثمرين في هذه الصناديق.

3-3 منهجية تحليل البيانات

بهدف تحقيق أهداف البحث واختبار فرضياته، سيطبق البحث المنهجيات التالية لوصف وتحليل بيانات عينات البحث.

بالنسبة لعينة بيانات صناديق الاستثمار المتخصصة بالأسهم، تركز المنهجية في البداية على تحليل معدلات دوران الصناديق التي تم تقديرها (18 معدلاً)، وزكاة الصناديق المحسوبة بناء عليها، وعلاقتها ببقية المتغيرات المستقلة المفسرة لأداء الصناديق والمتمثلة في خصائص الصناديق:

1. درجة مخاطر الصندوق: قيمة (بيتا) للصندوق، وسيتم اعتماد متوسط قيمة بيتا للصندوق لعام 2021.
2. حجم الصندوق: متوسط صافي أصول الصندوق خلال ارباع سنة 2021 كما تعلنها الصناديق في افصاحاتها الربعية.
3. عمر الصندوق: عدد السنوات منذ إنشاء الصندوق
4. نسبة رسوم الصندوق: حسب نشرة الإصدار، والمفصح عنها في التقارير الربعية.

ونختتم تحليل هذه البيانات باستخدام نموذج الانحدار لدراسة علاقة خصائص الصناديق بما فيها حصيلة الزكاة المقدرة على أداء الصناديق. وحيث استخدمنا طريقتين لتقدير حصيلة الزكاة، فسوف نجري انحدارين باستخدام مُقدّرين مختلفين لزكاة الصناديق بناء على هاتين الطريقتين.

أما ما يتعلق بصناديق الاستثمار المتخصصة بالأصول العقارية، فتركز المنهجية في البداية على تحليل زكاة الصناديق المحسوبة بناء على الآراء الفقهية الثلاثة، وعلاقتها ببقية المتغيرات المستقلة المفسرة لأداء الصناديق والمتمثلة في خصائص الصناديق:

1. درجة مخاطر الصندوق: والتي تمثل قيمة بيتا للصندوق للعام محل الدراسة (2019 و2020)، وتم احتسابها من قبل فريق البحث باستخدام أسعار الصناديق ومؤشر السوق لهذين العامين.
2. حجم الصندوق: متوسط صافي أصول الصندوق خلال العام محل الدراسة.
3. عمر الصندوق: عدد السنوات منذ إنشاء الصندوق.
4. اتعاب الصندوق: الاتعاب المباشرة للصندوق.



ونختتم تحليل هذه البيانات باستخدام نموذج الانحدار البيانات الطولية لدراسة علاقة خصائص الصناديق بما فيها حصة الزكاة المقدرة خلال العامين 2019 و2020 على أداء الصناديق. وحيث استخدمنا ثلاث طرق لتقدير حصة الزكاة، فسوف نجري الانحدار باستخدام حصة الزكاة المقدرة بناء على كل طريقة.

4 - التحليل والمناقشة

يركز هذا القسم على تحليل ومناقشة نتائج تطبيق المنهجية على بيانات صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم والأصول العقارية، في حين نقدم نظرة عامة حول زكاة صناديق الاستثمار المتخصصة في الصكوك بسبب عدم توافر بيانات كافية لتطبيق المنهجية المقترحة.

4-1 نتائج الدراسة التطبيقية لصناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم

تمهيدا لتحليل بيانات صناديق الاستثمار في الأسهم، نعرض في البداية ملخصاً وصفيًا لتقديرات معدل الدوران، وحصة الزكاة منسوبة لإجمالي أصول الصناديق في هذه العينة. ثم نتفحص العلاقة بين هذه الخصائص بما فيها الزكاة المقدرة وأداء الصناديق.

4-1-1 معدل الدوران وزكاة الصناديق

تم احتساب معدل الدوران لكل الصناديق في العينة باستخدام طريقتين. تستند الأولى على مصاريف التعامل كما هي موضحة في الفقرة (3-1-1)، وتستند على خمس افتراضات حول نسبة الحسم من رسوم التداول، وثلاث افتراضات حول طريقة طرح مبالغ الاشتراكات والاستردادات. وبالتالي يكون لدينا 15 معدلاً (3x5) بناء على هذه الطريقة. أما الطريقة الثانية الموضحة في الفقرة (3-1-2) فتقوم على تقدير قيمة الأصول المالية المباعة (المشترأة) خلال سنة من خلال ملاحظة التغير في أكبر عشر استثمارات للصندوق، وثلاث افتراضات حول طريقة طرح مبالغ الاشتراكات والاستردادات. ويلخص الجدول (8) الإحصاءات الوصفية لهذه المعدلات.

ويتضح من الجدول (8) أن العلاقة عكسية بين معدل الدوران والنسبة التي يتحملها الصندوق من مصاريف التعامل، كما يؤكد على انخفاض المعدل مع طرح الاشتراكات و/أو الاستردادات. وبلغ أعلى متوسط لمعدل الدوران بناء على افتراضات الطريقة الأولى 208% وأقل متوسط 12%. كما يلحظ وجود تفاوت ملحوظ بين الصناديق في نشاط المتاجرة حسب هذه الطريقة، حيث بلغت أعلى نسبة 661%، ما يدل على أن هذا الصندوق يحتفظ في المتوسط بأصوله لمدة أقل من شهرين. في المقابل نلاحظ أن أقل نسبة لمعدل الدوران بالسالب، دلالة على أن الصندوق يميل للمحافظة على أصوله ويتجنب المتاجرة إلا لغرض الاستجابة للاشتراكات والاستردادات.

وتؤكد نتائج الطريقة الثانية ما توصلنا إليه في المثال السابق الموضح في الجدول (6). فبالمقارنة يتضح أن الطريقة الأولى تميل مقارنة بالثانية إلى رفع معدل الدوران. حيث كان متوسط معدل دوران المحفظة حسب الطريقة الثانية سالباً في الحالتين التي يتم فيها طرح الاشتراكات/الاستردادات. وقد يكون ذلك بسبب تجاهل



الطريقة الثانية لما قام به الصندوق في بقية أصول الصندوق. ويؤكد هذا التفاوت في تقديرات معدلات الدوران أهمية توفير مزيد من المعلومات عن نشاط الصندوق في المتاجرة بما يسمح بحساب المعدل بأعلى دقة ممكنة. وسنشير إلى ذلك بمزيد من التفاصيل عند مناقشة النتائج وفي خاتمة البحث.

جدول 8: معدل دوران صناديق الاستثمار في الأسهم حسب الافتراضات المتعلقة بنسبة الحسم من العمولة، وحسم الاشتراكات/الاستردادات

القسم أ: معدل الدوران بدون طرح الاشتراكات أو الاستردادات (PTR_0)						
طريقة حساب المعدل	الأولى					نسبة تحمل مصاريف التعامل (%)
	100	75	50	25	0	
المتوسط الحسابي	67.28%	81.00%	101.74%	136.77%	208.58%	54.01%
الانحراف المعياري	0.42068 7	0.50645 8	0.63616 1	0.85516 7	1.30412 9	27.20%
المدى	213.41%	256.92%	322.71%	433.81%	661.56%	104.40%
أكبر قيمة	221.85%	267.08%	335.48%	450.97%	687.74%	105.72%
أصغر قيمة	8.44%	10.17%	12.77%	17.17%	26.18%	1.32%
القسم ب: معدل الدوران مع طرح الأكبر من الاشتراكات أو الاستردادات (PTR_1)						
المتوسط الحسابي	30.39%	44.10%	64.85%	99.88%	171.68%	-1.37%
الانحراف المعياري	0.40115 3	0.46698 8	0.57658 7	0.77585 3	1.20594 6	45.64%
المدى	219.14%	234.67%	258.14%	353.38%	581.13%	189.18%
أكبر قيمة	161.57%	195.34%	246.41%	350.12%	586.88%	68.48%
أصغر قيمة	-57.58%	-39.33%	-11.73%	-3.26%	5.75%	-
عدد المشاهدات	120.70%					
القسم ج: معدل الدوران مع طرح مجموع الاشتراكات والاستردادات (PTR_2)						
المتوسط الحسابي	12.44%	26.16%	46.91%	81.93%	153.74%	-28.49%
الانحراف المعياري	0.52730 7	0.57178 8	0.65484 2	0.82292 6	1.21913 9	66.24%
المدى	321.46%	336.99%	360.46%	400.09%	546.04%	278.73%
أكبر قيمة	157.72%	191.49%	242.56%	328.80%	543.51%	60.83%
أصغر قيمة	-	-	-	-71.29%	-2.54%	-
عدد المشاهدات	217.90%	145.49%	117.90%			
	32	32	32	32	32	32



وقد تم تقدير زكاة كل صندوق اعتماداً على معدلات دورانه المحسوبة، باستخدام المعادلات الآتية:

$$\begin{aligned} Z &= PTR \times V \times 0.025 && \text{if } 0 \leq PTR \leq 1 \\ &= V \times 0.025 && \text{if } PTR > 1 \\ &= 0 && \text{if } PTR < 0 \end{aligned}$$

وتعني هذه المعادلات أن معدل الدوران يكون مؤثراً في تقدير زكاة الصندوق إذا كان أقل من واحد وأكبر من الصفر، أما إذا كان المعدل أكبر من 100%، اعتبرت جميع أصول المحفظة لغرض المتاجرة بغض النظر عن مدى ارتفاع المعدل. وبالمقابل، إذا كان المعدل أقل من الصفر، اعتبرت جميع أصول المحفظة لغرض الاستثمار بغض النظر عن مدى انخفاض المعدل.

وبناء على تقدير زكاة الصناديق حسب المعادلات أعلاه تم نسبة الزكاة المقدرة لصافي أصول الصندوق. ويلخص الجدول (9) متوسطات هذه النسب، مع ملاحظة أن مقدار الزكاة Z_0 تمثل الزكاة المحسوبة بناء على معدل الدوران (PTR_0) ، في حين يمثل Z_1 و Z_2 الزكاة المحسوبة بناء على (PTR_1) و (PTR_2) على التوالي.

جدول 9: متوسط نسبة الزكاة إلى أصول الصندوق حسب الافتراضات المختلفة

الطريقة	الافتراض حول c	Z_0	Z_1	Z_2
الأولى	0	2.36%	2.25%	2.09%
	25	2.20%	1.85%	1.57%
	50	2.01%	1.39%	1.12%
	75	1.76%	1.02%	0.81%
	100	1.52%	0.77%	0.60%
الثانية		1.34%	0.40%	0.23%

ويؤكد الجدول (9) على العلاقة عكسية بين متوسط نسبة زكاة الصندوق إلى إجمالي أصوله والنسبة التي يتحملها الصندوق من مصاريف التعامل، وعلى انخفاض متوسط نسبة زكاة الصندوق مع طرح الاشتراكات و/أو الاستردادات. وتتناغم العلاقتين مع علاقة معدل الدوران بهذين المتغيرين، وإن كانت علاقة نسبة الزكاة أقل حدة لأنها تستبعد تأثير القيم العليا (أكبر من 100%) والدنيا (أقل من 0%) عند حساب زكاة الصندوق. كما تؤكد هذه المتوسطات أن الطريقة الثانية متحفظة في تقدير الزكاة مقارنة بالأولى.

وعلى الرغم من إمكانية تقدير الزكاة بناء على كل هذه الافتراضات، فسنعتمد في التحليل الآتي على تقدير واحد يقوم على افتراض أن نسبة الحسم 50% مع طرح الأكبر من الاشتراكات أو الاستردادات بالنسبة للطريقة الأولى. والذي بلغ متوسطه لكل الصناديق في العينة 1.65% حسبما يظهر في الجدول أعلاه. أما بالنسبة للطريقة الثانية فسنعتمد على التقدير الأساسي Z_0 ، لأنه الأقرب للمتوسط حسب الطريقة الثانية.



وللتعرف على مدى ملاءمة هذا الاختيار تم حساب مصفوفة الارتباط بين نسب الزكاة المقدرة حسب الطريقتين (وعددها 21 نسبة)، ويبين جدول (10) معامل ارتباط التقديرين المختارين مع بقية التقديرات.

جدول 10: معامل الارتباط بين نسب الزكاة المقدرة

الطريقة الثانية $Z_0 (PTR_0)$	الطريقة الأولى $Z_1 (PTR_1, c = 50\%)$	التقدير المختار / الافتراض حول c	الطريقة
5%	52%	0	الأولى
-10%	64%	25	PTR_0
-15%	68%	50	
-12%	72%	75	
-6%	73%	100	
-3%	60%	0	الأولى
-8%	92%	25	PTR_1
5%	100%	50	
14%	97%	75	
22%	91%	100	
3%	79%	0	الأولى
1%	95%	25	PTR_2
12%	96%	50	
18%	91%	75	
25%	85%	100	
100%	5%	PTR_0	الثانية
51%	25%	PTR_1	
30%	36%	PTR_2	

ويتضح من الجدول أن الارتباط مرتفع بين نسبة الزكاة المقدرة المختارة حسب الطريقة الأولى Z_1 ($PTR_1, c = 50\%$) وبقية النسب حسب هذه الطريقة. ما يعني أن هذا الاختيار يمثل إلى حد كبير الزكاة المقدرة حسب الطريقة الأولى. أما ما يتعلق بدرجة الارتباط بين نسبة الزكاة المقدرة المختارة حسب الطريقة الثانية Z_0 (PTR_0) وبقية النسب حسب هذه الطريقة، فمتوسط إلى ضعيفة. والملاحظة العامة هي أن الارتباط بين نسب الزكاة المقدرة حسب الطريقتين ضعيف، وهو ما يسوغ استخدام هذين التقديرين في تحليل نتائج البحث.

2-1-4 أثر الزكاة على أداء الصناديق

لتحليل أثر الزكاة على أداء الصناديق، تجري انحداراً لخصائص الصندوق (المتغيرات المستقلة) على أداء الصندوق (المتغير التابع)، حسب تعريف المتغيرات الموضحة في تلك الفقرة. ويوضح الجدول (11)



الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الأساسية في الدراسة وهي المتغيرات المستقلة الخمس بالإضافة إلى المتغير التابع.

جدول 11: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع

الإحصائية	العائد	بيتا (المخاطرة)	عمر الصندوق	حجم الصندوق	رسوم الإدارة	الزكاة المقدرة (الطريقة الأولى)	الزكاة المقدرة (الطريقة الثانية)
المتوسط الحسابي	0.34725	0.91	14.25	393.66	0.73%	6,173,860	4,540,582
الانحراف المعياري	0.095768	0.15	6.76	605.09	0.52%	11,228,372	6,493,122
أصغر قيمة	0.0139	0.39	4	50.67	0.29%	0	17,988
أكبر قيمة	0.4915	1.12	29	2557.44	2.39%	51,047,750	31,285,003
المدى	0.4776	0.73	25	2506.77	2.10%	51,047,749	31,267,015

ويبين الجدول (12) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة. ويظهر من الجدول عدم وجود ارتباط تام بين جميع المتغيرات المستقلة. كما نلاحظ وجود ارتباط إيجابي للزكاة المقدرة مع كل من درجة مخاطرة الصندوق، وعمره، وحجمه، في حين كان الارتباط سلبياً مع نسبة الرسوم الإدارية حسب الطريقة الأولى لتقدير الزكاة وإيجابياً حسب الطريقة الثانية. وارتباط الزكاة المقدرة (حسب الطريقة الأولى) مع حجم الصندوق هي الأعلى حيث بلغت 95%، بسبب دخول حجم الصندوق في معادلة حساب الزكاة.

جدول 12: الارتباط بين المتغيرات المستقلة (%)

المتغير المستقل	بيتا (المخاطرة)	عمر الصندوق	حجم الصندوق	نسبة رسوم الإدارة	الزكاة المقدرة (الطريقة الأولى)	الزكاة المقدرة (الطريقة الثانية)
بيتا (المخاطرة)	100.0					
عمر الصندوق	1.2	100.0				
حجم الصندوق	9.7	36.3	100.0			
نسبة رسوم الإدارة	-21.4	1.7	-2.7	100.0		
الزكاة المقدرة (الطريقة الأولى)	7.1	28.5	95.3	-6.1	100.0	
الزكاة المقدرة (الطريقة الثانية)	0.3	33.7	64.9	12.5	66.0	100.0



ونتيجة لارتفاع درجة الارتباط بين حجم الصندوق والزكاة المقدرة تم استبعاد متغير حجم الصندوق، كما تم استخدام لوغار يتم متغيرات الزكاة المقدرة وعمر الصندوق في انحدار المتغيرات المستقلة على المتغير التابع المتمثل في الأداء والذي يلخص نتائجه جدول (13).

جدول 13: العلاقة بين خصائص الصناديق ومعدل أدائها

باستخدام تقدير الزكاة حسب الطريقة الثانية		باستخدام تقدير الزكاة حسب الطريقة الأولى		المتغير
قيمة P- value	تقدير المعامل	قيمة P- value	تقدير المعامل	
0.281383	-0.228351	0.240648	0.160206	الثابت
0.379286	0.099449	0.545272	0.066385	بيتا (المخاطرة)
0.412196	2.647240	0.34388	2.967668	نسبة رسوم الإدارة
0.559464	-0.019817	0.576009	-0.01823	عمر الصندوق
0.011121	0.035379	0.005853	0.011135	الزكاة المقدرة

وتظهر هذه النتائج أن الزكاة المقدرة بأي من الطريقتين هي العامل الوحيد المعنوي احصائياً عند نسبة 1%، وإن تأثيرها إيجابي على الأداء.

2-4 نظرة عامة لواقع صناديق الاستثمار المتخصصة في الصكوك

يبلغ عدد صناديق الاستثمار المتخصصة في الصكوك 17 صندوقاً، وعلى الرغم من عدم توافر المعلومات الأساسية اللازمة لتحليل هذه العينة، فقد تم الاطلاع على ما يتوافر من افصاحات ربعية للصناديق والمنشورة في موقع تداول لأرباع العام 2021، ونقدم فيما يلي ملاحظات عامة على ما تضمنته هذه الافصاحات:

- معظم مصاريف التعامل المنشورة لهذه الصناديق صفر او قريبة من الصفر، وهذا يدل على أن هذه الصناديق ليست ناشطة في المتاجرة، ويؤيد ذلك البيانات المنشورة عن أكبر عشرة استثمارات لهذه الصناديق حيث إنها تميل للاستقرار، وليس للتغير من ربع لآخر كما عليه الأمر بالنسبة لصناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم. ويحتمل أن يعود انخفاض مصاريف التعامل لانخفاض عمولة تداول الصكوك والسندات المدرجة والتي تصل إلى 0.5 نقطة أساس، وبسبب تداول نسبة من الصفقات خارج المنصة باعتبار أن أغلب صكوك الشركات المحلية غير مدرجة في سوق تداول.



- عدم توجه صناديق الاستثمار المتخصصة في الصكوك للمتاجرة أمرٌ متوقع؛ لأن أصولها سواء كانت صكوك سيادية أو صكوك شركات هي من النوع القائم على المداينات مثل الإجارة والمرابحة، والتي تتميز بعوائد محددة مسبقاً، وبالتالي لا مجال للاستفادة من المتاجرة فيها لتحقيق عوائد أعلى. وينطبق الأمر على الصكوك السيادية السعودية، لأنها وإن كانت قائمة على هيكل هجينة من المضاربة والمرابحة، إلا أن دور المضاربة شبه معدوم في التأثير على العوائد المتوقعة من هذه الصكوك.
- ينبغي على ذلك أن هدف صناديق الاستثمار في الصكوك هو الاستثمار طويل الأجل للاستفادة من عوائد هذه الصكوك، وبالتالي لا تجب فيها زكاة عروض المتاجرة، كما لا تجب على المستثمر زكاة أصول هذه الصناديق المتمثلة في الصكوك في حال كانت مزكاة كما هو الحال في الصناديق السيادية السعودية. ولكن يجب على هذه الصناديق أو مالك وحداتها إخراج زكاة الصكوك في حال كونها غير مزكاة، كما هو الحال في صكوك الشركات. وهذا يتطلب تبني طريقة لحساب زكاة الصناديق بناء على طبيعتها موجوداتها، أو اللجوء إلى التقدير في حال تعذر ذلك.

3-4 نتائج الدراسة التطبيقية لصناديق الاستثمار المتخصصة في الأصول العقارية

تمهيداً لتحليل لبيانات صناديق الاستثمار العقارية المتداولة، نعرض في البداية ملخصاً وصفاً لتقديرات الزكاة بناء على الآراء الفقهية الثلاثة، وحصيلة الزكاة منسوبة لإجمالي أصول الصناديق في هذه العينة. ثم نبين طبيعة العلاقة بين حصيلة الزكاة وبقية خصائص الصناديق، وأخيراً نتفحص العلاقة بين هذه الخصائص بما فيها الزكاة المقدرة وأداء الصناديق.

3-4-1 زكاة الصناديق العقارية المتداولة حسب الآراء الفقهية

أشرنا في الفقرة (3-2-3) إلى ثلاث طرق لتقدير زكاة الصناديق العقارية، تعتمد جميعها على البيانات المنشورة في القوائم المالية لهذه الصناديق، وليس على معدل الدوران. ويقدم الجدول (14) الإحصاءات الوصفية للزكاة المقدرة بناء على هذه الآراء الثلاثة.

ويتضح من هذا الجدول التفاوت الواضح بين الزكاة المقدرة حسب رأي الجمهور والرأيين الآخرين. ويرجع هذا إلى أن رأي الجمهور لا يوجب الزكاة على الدخل من العقارات المستغلة بالإيجار، ويوجبها فقط على العقارات في مرحلة التطوير والمعدة للبيع. وبناء عليه، لم تجب الزكاة بناء على هذا الرأي إلا على صندوق واحد في العام 2019 وصندوقين فقط في العام 2020. كما نلاحظ استقرار الزكاة حسب طريقة هيئة الزكاة في العامين محل الدراسة، وانخفاضها حسب رأي بعض الفقهاء في العام 2020 الذي شهد جائحة كورونا. وهذه نتيجة متوقعة وتدل على أن الزكاة حسب رأي بعض الفقهاء، الذي يجعل وعاء الزكاة هو الدخل فقط، هي أكثر مرونة للتغير في الظروف الاقتصادية من طريقة هيئة الزكاة التي تعتمد على الدخل وجزء من ثروة الصناديق.



جدول 14: زكاة الصناديق العقارية المتداولة حسب الآراء الفقهية الثلاثة

الزكاة حسب رأي بعض الفقهاء	الزكاة حسب رأي الجمهور	الزكاة حسب هيئة الزكاة	الرأي الفقهي
القسم أ: بيانات عام 2019			
4,116,106	260,890	1,999,633	المتوسط الحسابي
2,777,264	1,075,676	1,280,697	الانحراف المعياري
9,089,787	4,435,125	3,924,695	أكبر قيمة
0	0	0	أصغر قيمة
9,089,787	4,435,125	3,924,695	المدى
17	17	17	عدد المشاهدات
القسم ب: بيانات عام 2020			
2,669,947	43,879	1,990,186	المتوسط الحسابي
3,760,379	123,903	2,217,991	الانحراف المعياري
15,409,271	381,438	7,661,144	أكبر قيمة
0	0	0	أصغر قيمة
15,409,271	381,438	7,661,144	المدى
17	17	17	عدد المشاهدات
القسم ج: بيانات العاميين 2019 و2020			
3,393,027	152,384	1,994,910	المتوسط الحسابي
3,336,824	761,959	1,783,387	الانحراف المعياري
15,409,271	4,435,125	7,661,144	أكبر قيمة
0	0	0	أصغر قيمة
15,409,271	4,435,125	7,661,144	المدى
34	34	34	عدد المشاهدات



ويظهر الجدول (15) متوسط نسبة الزكاة المقدرة إلى صافي أصول الصناديق العقارية في العينة حسب الآراء الفقهية الثلاثة، بالإضافة إلى الرأي الفقهي السائد في صناديق الاستثمار.

جدول 15: متوسط نسبة زكاة الصناديق العقارية إلى صافي أصولها

السنة/ الطريقة	هيئة الزكاة	رأي الجمهور	رأي بعض الفقهاء	الرأي الفقهي السائد
2019	0.26%	0.02%	0.41%	2.5%
2020	0.25%	0.01%	0.24%	2.5%
2019 و 2020	0.25%	0.01%	0.32%	2.5%

ويؤكد الجدول (15) ما تم ملاحظته على جدول (14)، كما يدل على أن الزكاة المقدرة للصناديق العقارية المتداولة حسب طريقة هيئة الزكاة متحفظة نسبياً مقارنة بالزكاة المقدرة حسب رأي بعض الفقهاء. وفي الواقع أن التفاوت بين متوسط نسبة الزكاة المقدرة حسب الطريقتين صغير نسبياً، ويرجع في الأساس لاختلاف الوعاء ونسبة الزكاة بحسب هذين الرأيين. وتدعم هذه النتيجة فكرة الاعتماد على طريقة صافي الربح في تقدير الزكاة. وفي هذا السياق أوضح (نور، 1441: 389) أن هذه الطريقة هي إحدى طرق حساب الزكاة على وجه التقدير دون فحص موجودات الشركة والتزاماتها. وتظهر هذه المتوسطات عموماً أن تقدير زكاة الصناديق العقارية المتداولة بحسب أي من الآراء الثلاثة هو أقل بكثير من تركيتها بحسب الرأي السائد في صناديق الاستثمار والذي يوجبها على إجمالي قيمة أصولها زكاة عروض التجارة بنسبة 2.5%.

4-3-2 أثر الزكاة على أداء الصناديق العقارية

لتحليل أثر الزكاة على أداء الصناديق العقارية، تجري انحداراً لخصائص الصندوق (المتغيرات المستقلة) على أداء الصندوق (المتغير التابع)، حسب تعريف المتغيرات الموضحة في الفقرة (3-3). ويوضح الجدول (16) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الأساسية في الدراسة وهي المتغيرات المستقلة الخمس بالإضافة إلى المتغير التابع. وننبه هنا إلى أننا استبعدنا متغير الزكاة المقدرة حسب رأي الجمهور من التحليل لكون قيمة هذا المتغير 0 لجميع المشاهدات ماعدا ثلاث.

جدول 16: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع

الإحصائية	العائد السنوي	ألعاب الصندوق	عمر الصندوق	معامل بيتا	حجم الصندوق (مليون ريال)	الزكاة المقدرة (طريقة هيئة الزكاة)	الزكاة المقدرة (رأي بعض الفقهاء)
المتوسط الحسابي	0.140	0.009	2.382	0.378	946.04	1,994,910	3,393,027
الانحراف المعياري	0.191	0.004	0.853	0.232	535.78	1,783,387	3,336,824
أكبر قيمة	0.854	0.017	5.000	1.005	1,850.18	7,661,144	15,409,271
أصغر قيمة	-0.100	0.001	1.000	0.052	82.13	0	0



15,409,27 1	7,661,144	1,768.05	0.953	4.000	0.016	0.954	المدى
34	34	34	34	34	34	34	عدد المشاهدات

ويبين الجدول (17) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة. ويتضح منه عدم وجود ارتباط تام بين جميع المتغيرات المستقلة ما يسمح باستخدامها في نموذج انحدار البيانات الطولية على العائد. كما نلاحظ وجود ارتباط إيجابي للزكاة المقدرة (حسب طريقة هيئة الزكاة) مع كل من اتعاب الصندوق وعمره، وحجمه، في حين كان الارتباط سلبياً مع معامل المخاطرة. وفيما يتعلق بالزكاة المقدرة (حسب رأي بعض الفقهاء)، نجد أنها ترتبط عكسياً مع كل من اتعاب الصندوق ودرجة المخاطرة، وطردياً مع عمر الصندوق وحجمه. كما يظهر الجدول أن الارتباط بين الزكاة المقدرة حسب الطريقتين طردي، ولكن ضعيف، ما يعطي قيمة لإجراء انحدارين مختلفين للتعرف على طبيعة تأثير الزكاة بحسب طريقة التقدير.

جدول 17: الارتباط بين المتغيرات المستقلة (%)

الزكاة المقدرة (رأي بعض الفقهاء)	الزكاة المقدرة (طريقة هيئة الزكاة)	حجم الصندوق	معامل بيتا	عمر الصندوق	أتعاب الصندوق	المتغير المستقل
					100	أتعاب الصندوق
				100	36.2	عمر الصندوق
			100	51.1	-0.2	معامل بيتا
		100	-27.0	17.1	5.0	حجم الصندوق
	100	10.7	-8.4	5.1	36.6	الزكاة المقدرة (طريقة هيئة الزكاة)
100	29.2	73.5	-31.9	1.7	-0.7	الزكاة المقدرة (رأي بعض الفقهاء)

وأخيراً، يبين الجدول (18) نتائج انحدار البيانات الطولية للمتغيرات المستقلة (خصائص الصناديق العقارية المتداولة) على المتغير التابع (أداء الصناديق). ونشير إلى أننا استخدمنا لوغاريتم متغيرات الزكاة المقدرة وعمر الصندوق وحجم الصندوق في هذا الانحدار.

جدول 18: العلاقة بين خصائص الصناديق العقارية المتداولة ومعدل أدائها

رأي بعض الفقهاء		هيئة الزكاة		طريقة تقدير متغير "زكاة الصندوق"
P- قيمة value	تقدير المعامل	P- قيمة value	تقدير المعامل	المتغير
0.1158	1.981355	0.2085	1.412048	الثابت
0.7611	3.168889	0.4059	8.738122	اتعاب الصندوق



0.7123	0.046063	0.6766	0.052041	عمر الصندوق
0.4778	-0.15217	0.2304	-0.247918	بيتا (المخاطرة)
0.1287	-0.095145	0.2656	-0.059856	حجم الصندوق
0.2914	0.008277	0.311	-0.006211	الزكاة المقدرة

وتظهر هذه النتائج عدم وجود علاقة معنوية إحصائياً بين خصائص الصناديق العقارية المتداولة وأدائها.

4-4 مناقشة النتائج

نناقش فيما يلي النتائج التي تم التوصل إليها بناء على تحليل البيانات المتاحة، ومدى توافقها مع الفرضيات التي انطلق منها البحث.

1-4-4 معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار والرأي الفقهي السائد

الرأي الفقهي السائد (الذي يوجب زكاة عروض التجارة في جميع وحدات صناديق الاستثمار)، مبنى على افتراض نشاط صناديق الاستثمار في المتاجرة بأصول الصناديق. فهل يدعم الدليل الإحصائي المبنى على معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار في الأسهم هذه الفرضية؟

نسبة الزكاة إلى أصول الصندوق حسب الرأي الفقهي السائد تساوي 2.5%. ويبين الجدول (9) أن الافتراض الذي يقوم عليه هذا الرأي متحقق في بعض نتائج الطريقة الأولى. ولكن مستبعد في أغلب نتائج هذه الطريقة. وهو ما يؤيد الرأي الفقهي البديل (الذي يربط الزكاة بعمل المتاجرة من الصندوق كما يظهره معدل الدوران)، والذي سيكون لتطبيقه تأثير واضح على سلوك مدير الصندوق بناء على معظم نتائج الطريقة الأولى. أما الطريقة الثانية لحساب الزكاة فتدعم الرأي البديل بشكل واضح.

وعلى الرغم من أن متوسط نسبة الزكاة في أغلب نتائج الجدول (9) أقل من زكاة عروض التجارة، إلا إنه لا يمكن الخروج بنتيجة قاطعة حول هذه الفرضية، إلا في حال معرفة معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار بشكل دقيق، وهو ما يؤكد أهمية الإفصاح عن هذه الإحصائية المهمة. وهو ما سنناقشه في الفقرة الآتية (4-4-7)

2-4-4 أثر الآراء الفقهية على الاستثمار المؤسسي

يُنبط الرأي الفقهي السائد (الذي يوجب زكاة عروض التجارة في صناديق الاستثمار) من توجه الأفراد للاستثمار المؤسسي من خلال الاشتراك في صناديق الاستثمار، لأنه يحفزهم بطريقة غير مباشرة على تكوين محافظهم الاستثمارية الخاصة، التي لا تجب فيها زكاة عروض التجارة إلا في حال وجود نية وعمل المتاجرة في المحفظة. فهل تؤيد نتائج تحليل البيانات هذه الفرضية؟



في الواقع أن الفرضية قوية من الناحية النظرية، والمتوقع تأييدها من الدليل الإحصائي. ولكن لا يمكن التحقق منها فعلاً إلا في بعد احتساب الزكاة على صناديق الاستثمار، ومن ثم دراسة أثرها على سلوك المستثمرين الأفراد، خاصة وأن الأثر سوف يعتمد على آلية تطبيق الزكاة: هل سنتبنى الرأي السائد أم الرأي البديل، وهل ستوجب الزكاة على محافظ الصناديق أم جميع محافظ الاستثمار في السوق؟ على أية حال، تشير البيانات المتاحة حول النمو في عدد المشتركين في صناديق الاستثمار العامة مقابل النمو في محافظ الأفراد والمحافظ الخاصة إلى صحة هذه الفرضية. فكما يتضح من الجدول (19) والذي يغطي الفترة من الربع الثالث لعام 2015 إلى الربع الثالث لعام 2021، يوجد نمو ملحوظ في عدد المحافظ الاستثمارية للأفراد مقابل تناقص عدد المشتركين في صناديق الاستثمار العامة المستثمرة في الأسهم. كما يلحظ وجود نمو في عدد المحافظ الخاصة (DPMs) والمشاركين في صناديق الاستثمار الخاصة.

جدول 19: النمو في عدد المشتركين في صناديق الاستثمار مقابل عدد المحافظ الاستثمارية للأفراد

الربع	المشاركين في الصناديق العامة	عدد المحافظ الاستثمارية للأفراد	عدد المحافظ الخاصة (DPMs)	المشاركين في الصناديق الخاصة
2015Q3	183,551	9,135,818	953	3467
2015Q4	181,997	8,665,901	993	3476
2016Q1	180,007	8,793,291	1,013	3529
2016Q2	177,596	8,972,042	989	3578
2016Q3	174,901	9,101,797	1,001	3771
2016Q4	172,315	9,206,167	988	3521
2017Q1	169,608	9,332,378	1,032	3635
2017Q2	177,391	9,218,599	1,074	3814
2017Q3	175,245	9,328,156	1,072	3900
2017Q4	172,697	9,369,057	1,035	4048
2018Q1	180,151	9,505,529	1047	3966
2018Q2	158,574	9,625,413	1,103	3942
2018Q3	157,102	9,751,510	1,175	3939
2018Q4	155,278	9,832,164	1,287	3939
2019Q1	153,673	9,872,523	1,345	3978
2019Q2	151,737	9,110,472	1,443	4030
2019Q3	150,275	8,806,322	1,478	4101
2019Q4	148,367	9,864,757	1,662	4487
2020Q1	147,110	9,955,764	1,963	4802
2020Q2	146,443	9,087,997	1,968	5028
2020Q3	144,995	9,196,367	2,113	5136
2020Q4	142,968	9,032,507	2,092	5301



6023	2,232	9,203,768	141,405	2021Q1
6211	2,360	9,296,287	140,782	2021Q2
6444	2,644	10,015,196	141,570	2021Q3

3-4-4 الاستثمار مقابل المتاجرة

لا يفرق الرأي الفقهي السائد في حكم زكاة صناديق الاستثمار بحسب سلوك المدير: الاستثمار أو المتاجرة، بل يعاملهما معاملة زكوية واحدة فيوجب على جميع أصول الصناديق المالية زكاة عروض التجارة بنسبة 2.5%. ومن الآثار المتوقعة لهذا الرأي إضعاف حافز مدراء الصناديق للاستثمار طويل الأجل على حساب المتاجرة قصيرة الأجل، حيث لا يعطي هذا الرأي أي مزية زكوية للتركيز على الاستثمار مقابل المتاجرة. فهل تؤيد نتائج البحث هذه الفرضية؟

تعني هذه الفرضية ضمناً، أن الرأي البديل (الذي يربط زكاة صناديق الاستثمار بنشاط الصندوق في المتاجرة) يفرض تكلفة إضافية على نشاط الصندوق في المتاجرة، وتبعاً لذلك ستحد من توسعه في المتاجرة وتحفزه للتركيز بشكل أكبر على هدف الصندوق الاستثماري. ويتمثل الدليل الإحصائي من نتائج البحث حول هذه الفرضية في الإحصاءات الوصفية لمعدلات دوران محافظ الصناديق لعينة البحث والموضحة في جدول (8)، والتي تشير إلى معدلات دوران مرتفعة نسبياً، وتتجاوز في المتوسط 50%، ما يدل على أن الرأي الفقهي السائد حالياً لا يحد من توسع مدراء الاستثمار في المتاجرة. كما يدل الجدول (9) على إمكانية تخفيض زكاة الصندوق بناء على الرأي البديل مع توجه الصندوق للاستثمار بدلاً عن المتاجرة.

وبلا شك أن الحكم القاطع على هذه الفرضية سيكون بعد احتساب الزكاة على صناديق الاستثمار، ومن ثم دراسة أثرها على سلوك مدراء الصناديق. على أية حال، يؤيد هذه الفرضية الدليل الموضح في الجدول (19) أعلاه، والذي يظهر انخفاضاً ملحوظاً في عدد المشتركين في صناديق الاستثمار العامة مقابل تزايد محافظ الأفراد والمحافظ الخاصة.

4-4-4 زكاة الصناديق وأدائها

يوجب الرأي الفقهي السائد زكاة عروض التجارة في صناديق الاستثمار بغض النظر عن معدل دوران محافظها، وعلى الرغم من أن ذلك سوف يخفض عوائد الصناديق بشكل ملحوظ، إلا إنه بالإضافة إلى ذلك قد يشجع مدراء الصناديق على التوسع في المتاجرة، وما تجره من تكاليف مباشرة مثل مصاريف التعامل وتكاليف غير مباشرة مرتبطة بأثر هذه التعاملات على توسيع الفارق بين أفضل عرض وطلب وعلى سعر الأصل محل التعامل.

في المقابل يربط الرأي البديل بين زكاة صناديق الاستثمار ومعدل الدوران بعلاقة طردية قوية. وبالتالي، لا يتوقف أثر ارتفاع معدل الدوران في زيادة زكاة الصناديق المقدره، بل يؤدي بالطبع إلى ارتفاع التكاليف المباشرة وغير المباشرة التي يتحملها الصندوق نتيجة توسعه في المتاجرة. ولهذا من المتوقع أن يكون لزكاة الصناديق حسب هذا الرأي أثر محفز على تقليل المتاجرة وما يرتبط فيها من تكاليف ومن ضمنها الزكاة،



وتبعاً لذلك يحفز الرأي البديل مقارنة بالرأي السائد على تخفيض تكاليف المتاجرة، وتحسين معدل أداء الصناديق.

والدليل ذو العلاقة بهذه الفرضية هو النتيجة التي توصل له البحث في الجدول (13)، والذي يظهر أن للزكاة المقدرة بصفتها متغير مفسر أثرٌ إيجابي ومعنوي على الأداء. ولكن يجب أخذ هذه النتيجة بحذر؛ لأنها في الواقع تعني ضمناً أن النشاط في المتاجرة يسهم في تحسين الأداء بسبب الارتباط القوي بين الزكاة المقدرة ومعدل الدوران. وفي الواقع المطبق حالياً، لا يعطي مدير الصندوق أي اعتبار للزكاة المقدرة عند اتخاذ قراراته الاستثمارية، لأنه غير مفروضة على الصناديق من قبل هيئة الزكاة، وبالتالي لا تنص عليها في قوائمها المالية، بل من يدفعها فعلاً هو حامل الوحدات؛ حيث تنص القوائم المالية للصناديق على أن الزكاة وضريبة الدخل هي مطلوبات على حامل الوحدات. وعليه فإن اختبار هذه الفرضية لا يمكن أن يتم عملياً إلا بعد تطبيق الزكاة على الصناديق.

4-4-5 زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري

مقلوب معدل الدوران مقدرٌ مناسبٌ لمدة احتفاظ مدير الصندوق بأصوله المالية، وعليه يمكن استخدام جدول (8) لتقدير الأفق الاستثماري لصناديق الاستثمار في عينة البحث. ويتضمن الجدول (20) متوسط عدد سنوات احتفاظ صناديق الاستثمار بأصولها المالية.

جدول 20: متوسط عدد سنوات احتفاظ الصناديق بأصولها المالية

نسبة الحسم c (%)	0	25	50	75	100
$1/PTR_0$	0.48	0.73	0.98	1.23	1.49
$1/PTR_1$	0.58	1.00	1.54	2.27	3.29
$1/PTR_2$	0.65	1.22	2.13	3.82	8.04

ومن الواضح التفاوت في متوسط احتفاظ الصناديق بأصولها الاستثمارية، حسب الافتراضات التي تم بناء عليها تقدير معدل الدوران. وبحسب المتوسط المعتمد في الدراسة التطبيقية $PTR_{1, c=0.5}$ يبلغ متوسط احتفاظ الصناديق بأصولها عام ونصف تقريباً. ولكن السؤال الأهم هو: هل يوجد علاقة عكسية بين زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري كما تحدده سياسة الصندوق المعلنة؟

للإجابة عن هذا السؤال تم مراجعة سياسة الصناديق في عينة البحث وتحديد هدف الصندوق كما هو موضح في صفحة الصندوق في موقع تداول. وقد اتضح من خلال هذه المراجعة أن 20 صندوقاً (بمتوسط معدل دوران يساوي 74%) نصت في هدفها على تنمية رأس المال أو الاستثمار على المدى الطويل أو البعيد، في حين أشار 4 صناديق (بمتوسط معدل دوران يساوي 53%) إلى أن الهدف هو الاستثمار على المدى المتوسط إلى الطويل. ولم تشر 6 صناديق (بمتوسط معدل دوران يساوي 39%) إلى مدى استثمار الصندوق واكتفت بعبارة الاستثمار أو تنمية رأس المال. ويوجد صندوق واحد أشار إلى أنه يهدف للإدارة النشطة (بمعدل دوران 81%)، وآخر أعلن أن هدفه تعقب مؤشر (بمعدل دوران 73%). وتدل هذه المؤشرات الأولية على وجود علاقة طردية وليست عكسية بين زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري المعلن في سياساتها.



4-4-6 زكاة الصناديق وجاذبيتها للمستثمرين

الفرضية السادسة التي تطرقنا لها في الفقرة (2-2-3) مفادها أن تطبيق الزكاة على صناديق الاستثمار سيؤدي إلى التقليل من عوائدها بعد الزكاة، وهو ما سيجعل المستثمرون يهتمون بمتابعة أداء الصناديق قبل الزكاة وبعدها. ومن المتوقع بناء على ذلك أن يؤدي ارتفاع معدل الدوران، إلى تقليل عوائد الصناديق بعد الزكاة، وبالتالي، تضعف جاذبية الصناديق للمستثمرين. ويمكن اختبار هذه الفرضية من خلال دراسة العلاقة بين زكاة صناديق الاستثمار وصافي الاشتراكات في صناديق الاستثمار. وعلى الرغم من إمكانية حساب أثر الزكاة المقدرة على عوائد الصناديق، إلا أن اختبار هذه الفرضية غير ممكن فعلاً إلا بعد تطبيق الزكاة على الصناديق؛ لأن التأثير سيكون على حافز المستثمرين على الاشتراك في الصناديق من عدمه، وهو ما لا يمكن تقييمه إلا في حال معرفة هؤلاء المستثمرين بتأثير الزكاة على عوائد الصناديق الفعلية.

4-4-7 الحاجة لحساب معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار

اتضح من خلال مناقشة فرضيات البحث أن الاختبار الدقيق والقاطع لصحتها يتطلب وجود زكاة محتسبة على صناديق الاستثمار، أو على الأقل توافر مقياس دقيق ومنشور لمعدل دوران محافظها، وهو ما يفتح المجال لأبحاث مستقبلية عديدة مرتبطة بهذه الإحصائية المهمة، خاصة في حال إيجاب الزكاة على صناديق الاستثمار، ومنها مجالات البحث التي أشرنا إلى بعضها في هذا القسم. وأملًا في أن توفير هذه الإحصائية بما يخدم تقدير زكاة صناديق الاستثمار بشكل دقيق نقترح فيما يلي الطريقة الآتية لحساب هذه الإحصائية.

كما هو معلوم الزكاة تحصل على أساس سنوي، ولهذا فالمطلوب نشر معدل دوران محفظة الصندوق سنوياً، أو نشر المعلومات المطلوبة لحسابه بشكل دقيق. وحيث توجهت هيئة السوق المالية لإلزام الصناديق بالإفصاح الربعي، فيقترح أن تلزم الصناديق بنشر الإحصائيات الآتية في هذه الإفصاحات الربعية: (1) قيمة الأصول المالية المباعة خلال الربع، (2) قيمة الأصول المالية المشتراة خلال الربع (3) قيمة صافي الاشتراكات (الاشتراكات - الاستردادات) السالبة خلال الربع، (4) قيمة صافي الاشتراكات (الاشتراكات - الاستردادات) الموجبة خلال الربع. والهدف من حساب الإحصائيتين الأخيرتين هو استبعاد تأثير الاشتراكات/الاستردادات من عمل المتاجرة من خلال طرح صافي الاشتراكات السالبة من قيمة الأصول المالية المباعة، وطرح صافي الاشتراكات الموجبة من قيمة الأصول المالية المشتراة، وبالتالي يكون العنصر المهم في حساب معدل الدوران هو مجموع صافي الاشتراكات وليس مجموع الاشتراكات أو الاستردادات. وحيث إن الصناديق تنفذ الاشتراكات/الاستردادات في يوم أو يومين في الأسبوع، فلا بد من حساب صافي الاشتراكات في كل يوم من أيام التعامل، ويتم نشر مجموع صافي الاشتراكات الموجبة كإحصائية مستقلة عن مجموع صافي الاشتراكات الموجبة. بناء على ذلك، يمكن حساب معدل الدوران من خلال هذه المعادلة:

$$PTR = \frac{\min\{B - nSub, S - nRed\}}{V}$$



حيث تمثل S و B و nRed و nSub القيم المبينة في الإحصائيات الأربعة أعلاه على التوالي. أما V فتتمثل إحصائية حجم الصندوق التي تنشر حالياً في الإفصاحات الربعية. ويمكن حساب المعدل على أساس سنوي في نهاية كل سنة في ظل توافر هذه المعلومات على أساس ربعي. ومن المهم أيضاً الإبقاء على مصاريف التعامل ضمن إحصائيات الإفصاح الربعي، للاستفادة منها في التحقق من دقة المعلومات المنشورة عن المتغيرات الأربعة أعلاه.

4-4-8 الحساب الدقيق للزكاة مقابل تقديرها

اتضح من خلال مناقشة زكاة الصناديق التي تستثمر في أصول غير مزكاة، وكذلك مناقشة مسألة الازدواجية في الزكاة، أنه بالإمكان حساب زكاة صناديق الاستثمار بشكل دقيق وعادل في حال توافر البيانات المطلوبة لحساب الزكاة في القوائم المالية للشركات التي يساهم فيها الصندوق، ومعرفة مقدار الزكاة للسهم الواحد، وجميع المعلومات المطلوبة لحساب معدل دوران محفظة الصندوق. ويسهم الاعتماد بشكل متزايد على التقنيات المالية في توافر بيانات ضخمة يمكن معالجتها باستخدام الذكاء الاصطناعي لحساب الزكاة بشكل دقيق، وتقليل مجال التقدير في حساب الزكاة إلى أدنى حد ممكن. ومع ذلك يظل نقص المعلومات المطلوبة لحساب الزكاة بشكل دقيق أمر وارد، وهو ما يفتح المجال لدور أكبر لفقهاء التقدير ومنهجية التحري في تحديد الزكاة على وجه التقريب (نور، 1441). وقد أظهرت الدراسة التطبيقية لزكاة الصناديق العقارية المتداولة أن التقدير بالاعتماد على متغير واحد (صافي الربحي المتحقق) قد يكون ملائماً في تقدير زكاة هذه الصناديق. فمن خلال مقارنة حساب الزكاة بطريقة الهيئة (التي تعتمد على حساب 10 بنود) وحسب رأي بعض الفقهاء (التي تعتمد على بند واحد فقط)، اتضح أن الفارق بينهما ضئيل نسبياً إذا ما أخذنا نسبة زكاة الصناديق العقارية إلى صافي أصولها (0.25% مقابل 0.32% للطريقتين على التوالي). من جهة أخرى، اتضح أن درجة الارتباط بين التقديرين طردية، ولكن ضعيفة (29%)؛ ما يتوجب أخذ الحذر في تفسير هذه النتيجة.

5 - الخاتمة

1-5 أهم النتائج

توصل البحث إلى عدد من النتائج المهمة التي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- يدعم تقدير معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم الرأي الفقهي البديل الذي يربط الزكاة بعمل المتاجرة من قبل مدير الصندوق كما يظهره معدل دوران محفظته الاستثمارية.
- تظهر البيانات المتاحة تناقص عدد المشتركين في صناديق الاستثمار العامة مقابل تزايد محافظ الأفراد والمحافظ الخاصة وهو ما يدعم فرضية وجود أثر للرأي الفقهي السائد (الذي يوجب زكاة عروض التجارة في صناديق الاستثمار) في تحفيز الأفراد لتكوين محافظهم الاستثمارية الخاصة بدلاً من الاشتراك في الصناديق.
- أظهرت نتائج تحليل بيانات صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم أن للزكاة المقدرة أثرًا إيجابيًا ومعنوي على أداء هذه الصناديق. ولكن يجب أخذ هذه النتيجة بحذر؛ لأنها في الواقع تعني ضمناً أن النشاط في المتاجرة يسهم في تحسين الأداء بسبب الارتباط القوي بين الزكاة المقدرة ومعدل الدوران. ولأن مدراء الصندوق في ظل الوضع الحالي لا يأخذون في الاعتبار الزكاة المقدرة عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- اتضح من خلال مراجعة سياسات الصندوق الاستثمارية ومتوسط معدلات دوران محافظها وجود علاقة طردية (خلافًا للمتوقع) بين زكاة الصناديق المقدرة وأفقها الاستثماري المعلن في سياساتها.



- لا تنشط صناديق الاستثمار المتخصصة في الصكوك في المتاجرة؛ لأن أصولها سواء كانت صكوك سيادية أو صكوك شركات هي من النوع القائم على المديانات التي تتميز بعوائد محددة مسبقاً، وبالتالي لا مجال للاستفادة من المتاجرة فيها لتحقيق عوائد أعلى.
- يوجد تفاوت واضح بين الزكاة المقدره على الصناديق العقارية المتداولة حسب رأي الجمهور وطريقة هيئة الزكاة ورأي بعض الفقهاء؛ لأن الجمهور لا يوجبون الزكاة على الدخل من العقارات المستغلة بالإيجار.
- التفاوت بين متوسط نسبة الزكاة المقدره حسب طريقة هيئة الزكاة ورأي بعض الفقهاء ضئيل نسبياً. وتدعم هذه النتيجة إعادة النظر في طريقة ايجاب الزكاة على معظم الأنشطة المعاصرة التي تصنف على أنها مستغلات، أو الاعتماد على طريقة صافي الربح في تقدير الزكاة.
- عدم وجود علاقة معنوية إحصائياً بين خصائص الصناديق العقارية المتداولة وأدائها.
- يسهم الاعتماد بشكل متزايد على التقنيات المالية في توفير بيانات ضخمة يمكن معالجتها باستخدام الذكاء الاصطناعي لحساب الزكاة بشكل دقيق عن كل أصل مالي، وتجنب الازدواجية، وبالتالي تقليل مجال التقدير في حساب الزكاة إلى أدنى حد ممكن.
- تعد هذه النتائج أولية؛ لكونها مبنية على عدد من الافتراضات، وبالتالي لا يمكن الخروج بنتيجة قاطعة حول معظم فرضيات البحث، إلا في حال نشر معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار، أو الإحصاءات المطلوبة لحسابه، وتطبيق الزكاة فعلاً على الصناديق الاستثمارية، ومعرفها أثرها الفعلي على حوافز مدراء الصناديق والمستثمرين في السوق.

2-5 توصيات البحث

وفي ضوء النتائج أعلاه يوصي البحث بما يلي:

فيما يتعلق بخيارات إيجاب الزكاة على صناديق الاستثمار، يطرح البحث الخيارات الأربع الآتية، مع اقتراح الطريقة المناسبة لحساب الزكاة وتحصيلها وفق كل خيار من الخيارات الأربع، والإشارة إلى مزايا كل خيار والمآخذ عليه:

الخيار (أ): تولّي هيئة الزكاة تحصيل الزكاة مباشرة من الصناديق. وتتم عملية حساب الزكاة حسب طبيعة أصول كل صندوق (أسهم، صكوك، عقارات). ويتطلب هذا الخيار بالنسبة للصناديق المتخصصة بالأصول المالية تحديد مقدار الزكاة للسهم/للصك، سواء كان مزكّي أو غير مزكّي، لغرض تجنب الثني، بالإضافة إلى حساب معدل دوران محفظة الصندوق لقياس درجة نشاط الصندوق في المتاجرة. أما بالنسبة للصناديق المتخصصة بالأصول العقارية، فلا بد من الاستقرار على اجتهاد محدد في طريقة اخراج زكاتها من بين آراء الفقهاء في زكاة المستغلات، ومنها الآراء الثلاثة التي تم استعراضها في البحث. وفي حال تبني هذا الخيار يوصي البحث بتعميم طريقة حساب الزكاة على محافظ صناديق الاستثمار الخاصة ومحافظ الأفراد سواء كانت تدار من قبلهم أو عبر المؤسسات المالية بالوكالة.

ويدعم تبني هذا الخيار من الناحية الفقهية أن الجباية العامة للزكاة تزيل الإشكال على أغلب المتداولين الذين يتعذر عليهم التعرف على الوعاء الزكوي الخاص باستثماراتهم المالية (المزيني، 1429، ص 29)، ولأن محافظ الاستثمار وخاصة التي تديرها صناديق الاستثمار أصبحت من الأموال الظاهرة التي يمكن التحقق من مقدار الزكاة الواجبة فيها بسهولة، باستخدام المعلومات المفصلة التي يوفرها نظام التداول الإلكتروني، والمعايير المحاسبية التي يتم الاتفاق عليها للتحقق من غرض المتاجرة، وتجنب الثني في الزكاة. كما يدعم تعميم هذا الخيار على جميع المحافظ الاستثمارية، عدم وجود أساس فقهي للتفريق في حكم زكاتها بحسب كونها



مملوكة لصناديق، أو مملوكة لمستثمرين مؤهلين أو أفراد. بالإضافة إلى ذلك، يؤدي قصر تحصيل الزكاة من محافظ الصناديق دون المحافظ الخاصة، إلى أثر سلبي على الاستثمار المؤسسي من خلال الصناديق.

ويعد هذا الخيار تغييراً جوهرياً لما هو معمول به في الوقت الراهن، وقد يؤدي إلى آثار غير مواتية، حسب نوع المستثمرين في السوق المالية السعودية. ولهذا يوصى بالنظر في تبني هذا الخيار بعد مدة من تبني أحد الخيارات (أ، ب، ج) الآتية، ودراسة مستفيضة لآثاره المتوقعة على تدفق الاستثمارات نحو السوق المالية السعودية.

الخيار (ب): إلزام الصناديق بالإفصاح عن مقدار الزكاة على الصناديق وتكون مسؤولية دفع الزكاة على المكلف. وتتم عملية حساب الزكاة من قبل مدير الصندوق وفق الطريقة المبينة في الخيار (أ)، ولكن بدلاً من قيام الصندوق بدفعها لهيئة الزكاة، يفصح عنها ليعرف المشترك في الصندوق ما يخص وحداته من الزكاة، فيدفع الزكاة التي كان من المفترض أن يدفعها الصندوق. ويحقق هذا الخيار مقصد الخيار (أ) وهو رفع عبء التحري والاجتهاد في معرفة مقدار الزكاة عن المتداولين.

ويرى فريق البحث أن هذا هو الخيار الأفضل في الوقت الراهن، بالنظر لتنوع شرائح المستثمرين في السوق المالية السعودية، ولكونه يهيئ السوق بشكل تدريجي لتقبل خيارات الإلزام بتحصيل الزكاة، مثل الخيار (أ)، فيما لو اتجهت الجهات التنظيمية لمثل هذا الخيار في المستقبل.

الخيار (ج): بقاء الوضع الراهن على ما هو عليه، أي بقاء مسؤولية دفع الزكاة على مالكي وحدات الصناديق، ولكن مع إلزام الصناديق بالإفصاح عن المعلومات الأساسية التي تمكن المشتركين في الصناديق من حساب الزكاة الواجبة عليهم بشكل دقيق وعادل، وذلك تجنباً للأخذ بالرأي المتحوط السائد الذي يوجب زكاة عروض التجارة في قيمة ما يملك من وحدات الصندوق.

وفي حال الاتجاه لهذا الخيار، فالحد الأدنى من المعلومات الأساسية المطلوب الإفصاح عنها لحساب الزكاة بأكبر دقة ممكنة، هي مقدار الزكاة المستحقة على كل أصل مالي، وهل تمت تزكيته أم لا، ومعدل دوران محفظة الصندوق.

وهذا الخيار، وإن كان مفضلاً بالنسبة للخيار (ب)، إلا إنه يقلل من تكلفة الاجتهاد والتحري في تقدير الزكاة على المشتركين في الصناديق، مقارنة بالخيار الرابع (د).

الخيار (د): بقاء الوضع الراهن على ما هو عليه، وعدم التدخل بإلزام الصناديق بالإفصاحات المقترحة في الخيار (ج)، والاكتفاء باتخاذ إجراءات اختيارية محفزة لتشجيع الصناديق على المبادرة للإفصاح عن مقدار زكاتها، أو المعلومات الأساسية المطلوبة لحسابها، والذي قد يدفع الصناديق للتنافس في التسويق لخدماتها بمزيد من الإفصاح بهدف تجنب تصنيفها ضمن الصناديق التي لا تعلن مقدار زكاتها، والتي تجب فيها زكاة عروض التجارة حسب الرأي الفقهي السائد.

وفي حال تبني أي من الخيارات الثلاث الأخيرة، فإن المؤمل ألا يقتصر دور مؤسسات الوساطة المالية على تقدير زكاة الصناديق التي تديرها فقط، بل تقدم الخدمة نفسها لأصحاب المحافظ الخاصة لديها؛ لمساعدتهم على أداء الزكاة الواجبة عليهم، باعتبارها خدمة إضافية، سواء كانت مجانية أو مدفوعة.

وبغض النظر عن الخيار الذي سيتم تبنيه لإيجاب الزكاة على صناديق الاستثمار، ستكون هناك حاجة ماسة لتطوير طرق قياسية لحساب أو تقدير زكاة الأوراق المالية غير المزكاة، بهدف معرفة مقدار الزكاة على كل محفظة بشكل أدق، وتجنب الثني. ولهذا من المتوقع ارتفاع الطلب على خدمات الشركات المتخصصة في



الفرز الشرعي للأصول المالية وتطهيرها؛ والتي تستطيع الوصول إلى معلومات مفصلة وحديثه عن القوائم المالية لجميع الشركات المساهمة في العالم. ويوصي البحث بأن تقوم الهيئة بتشجيع رواد الأعمال في مجال التقنية المالية لتطوير برامج تقدم خدمة الفرز الشرعي وحساب الزكاة، بهدف تقليل تكلفة حساب الزكاة على مدراء صناديق الاستثمار وجمهور المستثمرين.

وحيث إن معدل دوران المحافظ الاستثمارية، سيكون عاملاً مهماً في تقدير زكاة الصناديق والمحافظ الاستثمارية في حال تبني أي من الخيارات الأربع أعلاه، فإن البحث يوصي بقوة بالزام مدراء الاستثمار بحساب هذا المعدل ونشره ضمن الإفصاحات الربعية والسنوية للصناديق الاستثمارية، أو على الأقل المعلومات الأساسية لحسابه بشكل دقيق، وفق الطريقة المقترحة في الفقرة (4-4-7).

وعلاوة على دور الإفصاح عن هذه البيانات في تسهيل حساب الزكاة الواجبة على الصناديق، فإنها تفتح الطريق لمزيد من الأبحاث التطبيقية، وفي مقدمتها إعادة اختبار فرضيات هذا البحث بناء على بيانات فعلية عن معدلات دوران، بالإضافة إلى دراسة أثر معدلات دوران محافظ الصناديق على أدائها، وأفقها الاستثماري وجاذبيتها للمستثمرين.



المراجع

- الأهلي كابيتال (2021)، كيف تؤدي زكاة استثمارتك؟، موقع الأهلي كابيتال على شبكة الإنترنت: (alahlicapital.com)، تاريخ الزيارة: 20 سبتمبر 2021.
- بيت الزكاة (1427)، دليل الإرشادات لحساب زكاة الشركات، الكويت
- بيت الزكاة (1433)، أبحاث وقرارات الندوة الحادية والعشرون لقضايا الزكاة المعاصرة، موقع بيت الزكاة الكويتي على الانترنت (zakathouse.org.kw)، تاريخ الزيارة، 25 ربيع الثاني 1443.
- تداول السعودية (1442)، إعلان إلحاق من البلاد المالية، موقع تداول السعودية على شبكة الإنترنت (saudiexchange.sa)، تاريخ الزيارة: 5 ذو الحجة 1442.
- تداول السعودية (1443)، صناديق الاستثمار، موقع شركة تداول السعودية على شبكة الإنترنت (saudiexchange.sa)، تاريخ الزيارة: 5 ذو الحجة 1442.
- الحجيلان، عبد العزيز (1442)، زكاة الصناديق العقارية (ريت REIT)، مجلة البحوث الإسلامية، العدد 124: 203-251، www.alifta.gov.sa/Ar/Pages/allMagazine.aspx
- الختلان، سعد (1442)، السلسيل في شرح الدليل: شرح دليل الطالب مع ذكر أبرز النوازل والمسائل المعاصرة، دار أطلس الخضراء- الرياض.
- آل دائلة، حسن (1429). زكاة الصناديق الاستثمارية. بحث مقدم في ندوة (زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية) الذي نظمتها الهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل بالرياض في 17 جمادى الأولى 1429.
- دار المنظومة (2021)، قواعد المعلومات، موقع الدار على شبكة الإنترنت (mandumah.com)، تاريخ الزيارة 15 سبتمبر 2021.
- الزرقا، محمد (1411)، تفسير محتمل لعدم قول جمهور الفقهاء بتزكية غلة المستغلات فور قبضها، في كتاب: محمد السحيباني (1410)، أثر الزكاة على تشغيل الموارد الاقتصادية، منشور في: <https://ssrn.com/abstract=3188369>
- السحيباني، محمد وعبد الله الغفيلي (1434)، زكاة صناديق المؤشرات، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م26، ع2، 3-44.
- السحيباني، محمد وخالد المهنا (1438)، زكاة المحافظ والصناديق الاستثمارية: رؤية جديدة، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مجلد 23، العدد 2، البنك الإسلامي للتنمية، جدة.
- آل سيف، عبد الله (1431)، زكاة المستغلات، مجلة الجمعية الفقهية السعودية، العدد 5، 227-376
- الشبيلي، يوسف (1433)، زكاة الصناديق والمحافظ والصكوك الاستثمارية، ضمن ندوة بيت الزكاة بعنوان (زكاة الصناديق والمحافظ والصكوك الاستثمارية)، تونس.
- الشبيلي، يوسف (1434)، طرق حساب زكاة الأسهم والديون التمويلية، بحث مقدم لندوة البركة الرابعة والثلاثين، جدة.
- صحيفة مكة المكرمة (2016)، ثلاث جهات تقسم عمولة الأسهم بعد رفعها إلى 15.5 نقطة، عدد يوم الخميس 21 يوليو 2016، موقع الصحيفة على شبكة الإنترنت (makkahnewspaper.com)، تاريخ الزيارة: 20 محرم 1443.



- العصيمي، محمد (1443)، ملخص أحكام الزكاة، موقع مركز مقاصد على شبكة الإنترنت، (qa.halal2.com/zakah-summary)، تاريخ الزيارة 15 ربيع الأول 1443هـ.
- العميرة، أحمد (1432)، نوازل العقار، دار الميمان، الرياض.
- الغفيلي، عبد الله (1429). النوازل في الزكاة. رسالة دكتوراه. جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية. الرياض. 1429هـ.
- الغفيلي، عبد الله (1433). زكاة الصناديق والمحافظ والصكوك الاستثمارية، ضمن ندوة بيت الزكاة بعنوان (زكاة الصناديق والمحافظ والصكوك الاستثمارية)، تونس.
- القرني، محمد (1432)، زكاة الأسهم وصناديق الاستثمار والصكوك، ورقة غير منشورة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة.
- مجمع الفقه الإسلامي (1442). قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي (الإصدار الرابع: الدورات 2-24، القرارات 1-238)، مجمع الفقه الإسلامي، جدة.
- المجموعة الشرعية في الراجحي المالية (2021) زكاة الصناديق الاستثمارية وأهم أحكامها، موقع الراجحي المالية على شبكة الإنترنت (alrajhi-capital.com)، تاريخ الزيارة، 10 أكتوبر 2021.
- المزيني، خالد (1429). أثر الجباية في سوق الأسهم. ضمن أبحاث ندوة زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية. الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل. الرياض. 17 جمادى الأولى 1429هـ.
- المصلح، خالد (1436)، زكاة صناديق الاستثمار: رؤية شرعية، بحث مقدم للندوة الدولية للمالية الريادية، الدورة الثانية، أكادير، المغرب
- نور، على (1441)، فقه التقدير في حساب الزكاة - دراسة تأصيلية تطبيقية لمنهجية التحري والتقريب في زكاة الشركات المساهمة، دار سليمان الميمان للنشر والتوزيع، الرياض.
- هيئة السوق المالية وهيئة الزكاة والضريبة والجمارك (2019)، مواد توعوية لألية احتساب زكاة بعض أنواع الصناديق الاستثمارية، موقع هيئة السوق المالية على شبكة الانترنت (cma.org.sa)، تاريخ الزيارة 3 ربيع الأول 1443.
- هيئة الزكاة والجمارك والدخل (1440)، اللائحة التنفيذية لجباية الزكاة، صادرة بقرار وزير المالية رقم (2216) وتاريخ 7-7-1440هـ، موقع الهيئة على الإنترنت (zatca.gov.sa)، تاريخ الزيارة: 20 سبتمبر 2021.
- وزارة المالية (1440أ)، قرار تحمل الدولة الزكاة المترتبة على الاستثمار في الصكوك الحكومية بالريال السعودي، القرار الوزاري رقم (2218) وتاريخ 7/7/1440هـ، موقع وزارة المالية على شبكة الإنترنت (mof.gov.sa)، تاريخ الزيارة 3 صفر 1443.
- وزارة المالية (1441ب)، مذكرة معلومات برنامج إصدار الصكوك المحلية، موقع المركز الوطني لإدارة الدين (ndmc.gov.sa)، تاريخ الزيارة: 14 محرم 1443.

Amadi, C. W., & Amadi, F. Y. (2017). Another Look at Portfolio Turnover and Mutual Fund Performance. *International Journal of Economics and Finance*, 9(10), 95.
<https://doi.org/10.5539/ijef.v9n10p95>



- Bailey Jonathan, & Godsall Jonathan. (2013). Focusing capital on the long term: short-termism: insights from business leaders. *McKinsey & Company and CPP Investment Board*.
- Bergstresser, D., & Poterba, J. (2002). Do after-tax returns affect mutual fund inflows? \$. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 63).
- Bogle, J. C. (2017). *The little book of common-sense investing: the only way to guarantee your fair share of stock market returns* (Anniversary Edition). John Wiley.
- Brooks, R. (2016). *Financial Management: Core Concepts with MyFinanceLab*. Global Edition, 3rd Edition | Pearson; 3rd Edition | Pearson.
- Bullard, M. (2006). The Mutual Fund as a Firm: Frequent Trading, Fund Arbitrage and the SEC's Response to the Mutual Fund Scandal. *Houston Law Review*, 42(5), 4797.
<http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/useftp.cgi?IPAddress=>
- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57.
<https://doi.org/10.2307/2329556>
- Cuthbertson, K., Nitzsche, D., & Sullivan, N. (2010). Mutual fund performance: Measurement and evidence. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 19(2), 95–187.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-0416.2010.00156.x>
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Das, S., & Hlavka, M. (1993). *Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios*.
- Gassner, M. (2021), Equity Screening and Zakat Calculation,
<https://github.com/IslamicWealthManagement/Googlesheet>.
- Jensen, M. C. (1968). PROBLEMS IN SELECTION OF SECURITY PORTFOLIOS THE PERFORMANCE OF MUTUAL FUNDS IN THE PERIOD 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389–416.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>
- Junarsin, E. (2013). The Characteristics of Fund Holdings and Performance with Characteristic-Based Benchmarks: A Study on Mutual Funds in the United States. In *International Journal of Management* (Vol. 30, Issue 1, pp. 12–19).
- Kostovetsky, L., & Warner, J. B. (2015). You're fired! New evidence on portfolio manager turnover and performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(4), 729–755.
<https://doi.org/10.1017/S0022109015000125>
- Lan, C., Moneta, F., & Wermers, R. (2018). *Holding Horizon: A New Measure of Active Investment Management* (No. 15; 06).
- Mekonnen, M., Mayer, R., & Chien, W.-W. (2018). A Study on Factors Influencing Mutual Fund Portfolio Performance. *International Journal of Corporate Finance and Accounting*, 5(2), 1–11.
<https://doi.org/10.4018/IJCF.2018070101>



- Næs, R., & Ødegaard, B. A. (2007). What is the relationship between investor holding period and liquidity? *Working paper*, Norges Bank.
- Næs, R., & Ødegaard, B. A. (2009). Liquidity and Asset Pricing: Evidence on the Role of Investor Holding Period. *ISSUE*, 59(March).
- Poirier, R., & Soe, A. M. (2017). RESEARCH Persistence CONTRIBUTORS Fleeting Alpha: Evidence from the SPIVA and Persistence Scorecards. *S&P Dow Jones Indices*.
- Singh, A. B., & Tandon, P. (2021). Association between fund attributes and fund's performance: a panel data approach. *Benchmarking*. <https://doi.org/10.1108/BIJ-10-2020-0545>
- Tucker, A. M., Roe, M., Fried, J., Krug, A., Palmiter, A., Birdthistle, W., Lukomnik, J., Barry, J., Solomon, S. D., Sokol, D., Taub, J., Bratton, B., Cremers, M., & O'kelley, C. (2018). The Long and The Short: Portfolio Turnover Ratios & Mutual Fund Investment Time Horizons. *The Journal of Corporation Law*, 43(3), 581–648.

