

## زكاة صناديق المؤشرات (\*)

محمد بن إبراهيم السحيباني

أستاذ كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية- جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

وعبدالله بن منصور الغفيلي

أستاذ مساعد، قسم الفقه المقارن

المعهد العالي للقضاء - جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

**المستخلص.** استعرض البحث صناديق المؤشرات المتداولة (Exchange Traded Funds-ETF) التي تم إدراجها مؤخرًا في السوق المالية السعودية، من حيث خصائصها الاقتصادية مقارنة بصناديق الاستثمار المشتركة (Mutual Funds)، ثم ركز على بيان حكم زكاتها في ضوء هذه الخصائص. وقد توصل البحث إلى أن صناديق المؤشرات المتداولة نوع خاص من صناديق الاستثمار تتميز بإدارة خاملة، بصفة أن مديرها ملتزم بمتابعة مؤشر معين، وأن هذه الخاصية لها أثر في الحكم بنوع الزكاة الواجبة في وحداتها المتداولة ومقدارها. حيث إن هذه الخاصية تستبعد ابتداء نية وعمل التجارة من

---

(\*) بحث مدعوم من برنامج المنح البحثية لكرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية (مشروع رقم ٠٨-١١) ويشكر الباحثان شركة فالكم للخدمات المالية على ما قدموه من معلومات حول آلية عمل صناديق المؤشرات السعودية. كما نشكر المحكمين الأفاضل على ملاحظاتهم التي استفدنا منها.

قبل مدير الصندوق، ما يجعل الحكم بزكاتها يعتمد على نية وعمل متداول وحداتها، وعلى ما إذا كانت أصولها مزكاة من عدمه. فإذا كان المتداول (١) ينوي بشراء وحدات صندوق المؤشر الاستثمار، (٢) ولم يخالف هذه النية بالمتاجرة فيها، (٣) وكانت أصول الصندوق مزكاة، فلا يجب على المتداول في هذه الحالة إخراج الزكاة عن ما يملكه من وحدات الصندوق. أما إن كانت أصول الصندوق غير مزكاة فيزيكياً حسب طبيعة نشاط الصندوق. وقد بين البحث أن هذا الحكم يؤثر في قرارات الاستثمار المالي لأنه يشجع الاستثمار في وحدات صناديق المؤشرات مقارنة بالرأي الفقهي السائد الذي يوجب فيها زكاة عروض التجارة كبقية صناديق الاستثمار، خاصة وأن هذه الصناديق تتفوق على نظيرتها من الصناديق التقليدية بعدة مزايا من أبرزها السيولة والشفافية وانخفاض رسوم الإدارة.

## ١ - مقدمة

صناديق المؤشرات (index funds) منتجٌ حديثٌ نسبياً؛ حيث بدأت هذه الصناديق في الظهور عام ١٩٧٣م؛ نتيجة لأداء صناديق الاستثمار التقليدية التي لم تستطع - في المتوسط - التفوق على أداء مؤشرات الأسواق المالية. وقد جذبت صناديق المؤشرات اهتمام المستثمرين؛ ما أدى إلى نموها بمعدلات كبيرة خلال فترة قصيرة.

وترتكز فكرة صناديق المؤشرات على تحقيق عائد مؤشر معين من خلال تكوين محفظة تملك نسباً ثابتة من الأوراق المالية التي يمثلها المؤشر المستهدف. وهي بهذا تدخل ضمن الصناديق ذات الإدارة السالبة أو الخاملة Management Passive؛ كونها تعتمد على استراتيجية استثمارية لا تتيح لمدير الصندوق أي دور في اختيار توليفة الأوراق المالية في الصندوق أو تغييرها. وتعد صناديق المؤشرات بهذه الخاصية على النقيض تماماً من صناديق الاستثمار ذات الإدارة النشطة Active Management، التي يحق لمديرها تحديد توليفة محفظة الصندوق من الأوراق المالية حسب الهدف العام للصندوق، واختيار التوقيت المناسب لتغيير مكوناتها بالشراء والبيع حسب تبدل أداء الشركات وتحول الظروف الاقتصادية.

وقد بدأت صناديق المؤشرات بصيغة الصناديق التقليدية (Mutual Funds) غير القابلة للتداول، ثم بصيغة حديثة قابلة للتداول في السوق، تعرف بالصناديق المتداولة (Exchange Traded Funds (ETF)). وسيتم التركيز في هذا البحث على صناديق المؤشرات التي تم إنشاؤها بصيغة الصناديق المتداولة ETF، على الرغم من أن نتائج البحث يمكن تعميمها لتشمل جميع صناديق المؤشرات وغيرها من الصناديق التي تلتزم بإدارة خاملة، دون صناديق الإدارة النشطة ولو كانت قابلة للتداول.

### ١-١ أهمية البحث

من خلال تتبع الاجتهادات الفقهية في مسائل زكاة الصناديق الاستثمارية، يتضح - كما سنبين في القسم (٣-١) - أن هناك توجهًا قويًا لإيجاب زكاة عروض التجارة في قيمة ما يملكه المشتركون من وحدات الصناديق الاستثمارية. وهذا الرأي قائم على افتراض ضمني هو أن الصناديق تدار بنية المتاجرة أو أنها ذات إدارة ناشطة في المتاجرة بأصول الصندوق لمصلحة المشتركين في الصندوق، دون تفريق في الحكم بحسب نية المشترك في الصندوق، أو نية مدير الصندوق، أو عملهما، أو طبيعة الموجودات الزكوية للصندوق ونشاطه.

وكما أشرنا، تختلف صناديق المؤشرات بشكل جوهري عن صناديق الاستثمار التقليدية فيما يتعلق باستراتيجية الاستثمار التي تمنع مدير الصندوق من المتاجرة بأصول الصندوق بناء على توقعاته الخاصة، والتي تعد عاملاً حاسماً في الحكم على الزكاة الواجبة على المدير. ومن هنا تبرز أهمية البحث، حيث سيكون للنتيجة التي سيتم التوصل إليها بشأن زكاة صناديق المؤشرات أثر واضح على قرارات الاستثمار المالي للمتداولين في السوق، وتحديدًا مدى تفضيل المستثمرين لهذه الصناديق أوعية لاستثماراتهم من عدمه، كما سنبين ذلك في القسم الرابع.

وعلاوة على أهمية البحث من الناحية التطبيقية، يمثل البحث إضافة جديدة لدراسة مستجدات ونوازل الزكاة، حيث لم يسبق - فيما نعلم - دراسة زكاة صناديق المؤشرات.

### ٢-١ هدف البحث ومنهجه

يهدف البحث إلى بيان حكم زكاة صناديق المؤشرات، وتحليل الأثر المتوقع للحكم على قرارات الاستثمار المالي في السوق. ومنهج البحث في تحقيق هذا الهدف هو تصور المسألة محل البحث من خلال عرض مفصل لصناديق المؤشرات، وآلية عملها من واقع الدراسات السابقة حول صناديق المؤشرات، والتواصل المباشر مع الممارسين في إصدار وإدارة صناديق المؤشرات في السوق المالية السعودية. ثم الحكم على زكاة جميع الأطراف ذوي العلاقة بصناديق المؤشرات باستخدام قواعد المناقشة والترجيح الفقهي، فيما عدا المسائل الفقهية التي يستند عليها البحث وسبق دراستها بالتفصيل في بحوث سابقة، إذ نكتفي من هذه المسائل بذكر الأقوال الراجحة فيها تجنباً للاستطراد، مع إحالة القارئ إلى المراجع التي تتضمن تفاصيل الأقوال والأدلة والموازنة بينها والترجيح.

ولتحقيق هدف البحث وفق المنهجية أعلاه، يستعرض القسم الآتي تاريخ صناديق المؤشرات، وآلية عملها، وخصائصها الاستثمارية مقارنة بغيرها من الصناديق الاستثمارية، في حين يدرس القسم الثالث زكاة صناديق المؤشرات من خلال مناقشة حكم زكاة كل من مدير صندوق المؤشر بصفته شخصية اعتبارية، وصانع سوق وحدات الصندوق، والمتداولون بهذه الوحدات. وبناء على ذلك، يبين القسم الرابع أثر هذه الأحكام على قرارات الاستثمار المالي في السوق المالية، ويختتم الجزء الخامس البحث بالإشارة إلى أهم النتائج، والمسائل التي تحتاج إلى مزيد من الدراسة في بحوث مستقبلية.

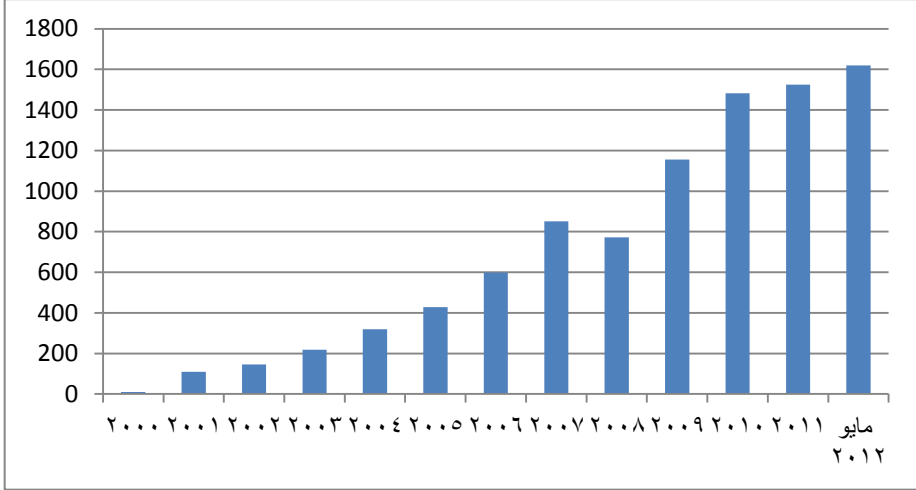
## ٢- صناديق المؤشرات

## ٢-١ نبذة تاريخية

تاريخياً، بدأ تطبيق صناديق المؤشرات كصناديق استثمار مشتركة، حيث أطلقت مجموعة من الشركات الاستثمارية أول صندوق مؤشر عام ١٩٧٣م في الولايات المتحدة الأمريكية، وكان موجهاً للمؤسسات الاستثمارية، ثم أطلقت مجموعة فانقارد (Vanguard) الأمريكية أول صندوق مؤشر للمستثمرين الأفراد عام ١٩٧٦م. وتم بعد ذلك تطوير صناديق مؤشرات بصيغة الصناديق القابلة للتداول ETF، حيث ظهر أول صندوق مؤشر قابل للتداول عام ١٩٨٩م في الولايات المتحدة الأمريكية بمسمى (Index Participation Shares) والذي يحاكي مؤشر (S&P 500)، ولكنه لم يستمر بسبب إشكال قانوني. وأعيد إصدار المنتج بمسمى مماثل يحاكي مؤشر (TSE 35) في السوق الكندية عام ١٩٩٠م، وأدى نجاحه إلى إعادة التفكير في استحداث صناديق المؤشرات في الولايات المتحدة، ليتم استحداث صندوق مؤشرات جديد في عام ١٩٩٣م، من أبرزها صندوق سبايدر (Spiders) الذي أصبح من أكبر صناديق المؤشرات المتداولة في العالم (Gastineau, 2010).

وقد نمت صناديق المؤشرات المتداولة بعد ذلك بشكل كبير، وتتنوع من حيث المؤشرات التي تحاكيها، حيث تجاوز عدد صناديق المؤشرات على مستوى العالم (٤,٥٠٠) صندوقاً، تدير أصولاً تجاوزت قيمتها في منتصف عام ٢٠١٢م (٦,١) ترليون دولار أمريكي كما يتضح من الشكل (١) الذي يبين النمو الكبير في الأصول التي تديرها صناديق المؤشرات خلال السنوات الماضية (BlackRock, 2012).

## شكل (١): النمو في أصول صناديق المؤشرات المتداولة (بالمليون دولار)



المصدر: BlackRock, 2012

وتستحوذ الولايات المتحدة الأمريكية على نصيب الأسد من أصول صناديق المؤشرات بنسبة (٧٠٪) تليها أوروبا بنسبة (١٨٪). وتحاكي معظم الصناديق (٧٠٪) مؤشرات الأسهم، مركزة على أسهم دول أو مناطق أو قطاعات معينة. وقد نمت أصول صناديق المؤشرات التي تتبع مؤشرات الأسواق المالية الناشئة في الفترة الأخيرة، كون هذه الصناديق هي الوسيلة الوحيدة لوصول المستثمر الأجنبي لهذه الأسواق. في المقابل، تمثل الصناديق التي تحاكي الأصول ذات العوائد الثابتة (١٨٪) وتركز بشكل خاص على السندات الحكومية، فيما تحاكي النسبة المتبقية (١٠٪) مؤشرات السلع. وتتركز صناديق مؤشرات السلع على المعادن الثمينة، وخاصة الذهب. (BlackRock, 2012; Kosev and Williams, 2011)

## ٢-٢ آلية عمل صناديق المؤشرات

تمثل إجراءات إنشاء صناديق المؤشرات نظيرتها من صناديق الاستثمار الأخرى؛ حيث يتم إنشاء صناديق المؤشرات كصندوق استثماري مفتوح (يمكن أن

يتغير حجم أصوله وعدد وحداته مع مرور الوقت) من قبل مؤسسة مالية تتولى غالبًا إدارة الصندوق، وذلك بعد تحديد المؤشر الذي يحاكيه، وبالتالي سلة الأوراق المالية التي تمثل مكونات الصندوق، بالإضافة إلى عدد وحدات الصندوق، وسعر الوحدة وغيرها من التفاصيل التي لا بد من الإفصاح عنها في نشرة اكتتاب الصندوق.

ونتيجة لطبيعة صندوق المؤشر المتداول، يلتزم مديره بتوقيع مجموعة من الاتفاقيات مع عدة جهات أهمها:

- حافظ أوراق الصندوق المالية (وسنشير له فيما يلي بالحافظ)؛ ليحفظ الأوراق المالية التي يملكها الصندوق، ويدير سجلات تبادلها مع صانع السوق بحزم من وحدات الصندوق. كما يقوم بتوزيع الأرباح على مالكي الوحدات، حسب سياسة توزيع الأرباح المعتمدة من الصندوق.

- صانع سوق وحدات الصندوق (وسنشير له فيما يلي بصانع السوق)؛ ليقوم بشراء سلة من الأوراق المالية الممثلة لمكونات المؤشر بأموال الاكتتاب في الصندوق، ومن ثم إيداعها لدى الحافظ مقابل إصدار حزم من وحدات الصندوق، تسجل باسم صانع السوق.

- مزود معلومات المؤشر الذي يحاكيه الصندوق، والتي يتم الحصول عليها من السوق المالية أو إحدى الشركات المتخصصة ببناء المؤشرات وبت معلوماتها.

- السوق المالية: لإدراج وحدات الصندوق للتداول، وتسوية الصفقات التي تتم بين المتداولين وصانع السوق.

وبعد الحصول على موافقة الجهة المشرفة على إنشاء الصندوق، يقوم المدير بشراء سلة الأوراق المالية الممثلة للمؤشر المستهدف، وإيداعها لدى الحافظ، الذي يصدر مقابلها حزمًا كبيرة من وحدات الصندوق (تتراوح من ٢٥ ألف إلى ٢٠٠

ألف وحدة) لصالح صانع السوق، الذي يقوم - بمعرفة المدير - ببيعها على المؤسسات الاستثمارية، وتجزئة بعضها وبيعها على المتداولين الأفراد من خلال السوق المالية الثانوية.

ويعد من المهام الروتينية لمدير الصندوق حساب صافي قيمة الأصول في نهاية كل يوم تداول، والقيمة الإرشادية لوحدات التداول وبيعها كل ١٥ ثانية أثناء فترة التداول، ومسك سجل الحسابات والمصاريف وغير ذلك.

ولصانع السوق دور كبير في جعل وحدات الصندوق قابلة للتداول وفي استقرار أسعارها من خلال التزامه في السوق المالية وبشكل مستمر بإعلان عروضه لبيع الوحدات على من يريد شراءها، وطلباته لشراء الوحدات ممن يريد بيعها، بأسعار يشترط أن تكون قريبة جداً من القيمة الإرشادية للوحدة.

ففي حال زيادة طلبات الشراء من المتداولين على وحدات الصندوق ترتفع أسعارها عن قيمتها الإرشادية، ويقل مخزون صانع السوق من وحدات الصندوق، نتيجة لالتزامه المستمر ببيع أي كميات تطلب منها، ما يدفعه لشراء سلة أوراق مالية بنسب مماثلة لمكونات المؤشر، ويرسلها للحافظ لمقايضتها بحزمة وحدات مساوية لها في القيمة. ثم يقوم بتجزئة هذه الوحدات وطرحها في السوق لمواجهة الطلب المتزايد عليها في السوق. ويحدث العكس إذا قل الطلب على وحدات الصندوق (المتداولون يبيعون)، حيث يبدأ مخزون صانع السوق منها بالتزايد، نتيجة التزامه المستمر بشراء أي كميات تعرض للبيع منها، وحينئذ يرسل ما يتجمع لديه من وحدات في شكل حزم قياسية إلى الحافظ لمقايضتها بسلة من الأوراق المالية مساوية لها في القيمة، وتكون النتيجة إعادة التوازن للسوق ولكن مع انخفاض في أصول الصندوق. ويعرف هذا الدور الذي يقوم به صانع السوق لموازنة الأسعار بالمراجحة السعرية (price arbitrage).



ويحصل صانع السوق على ربحه من فروقات أسعار البيع والشراء. وبالتالي فهو يعد متاجرًا في الأوراق المالية بيعًا وشراء بهدف الربح. ويلحظ على عمل صانع السوق ما يلي:

- يتعامل صانع السوق مع حافظ أوراق الصندوق بالمقايضة العينية (سلة أوراق مالية مقابل حزمة من وحدات الصندوق) في حين يتعامل مع المتداولين في السوق المالية بالبيع والشراء النقدي. وفي الواقع أن التعبير بالمقايضة في تعامل صانع السوق مع الحافظ غير دقيق؛ لأن المقايضة مبادلة سلعتين موجودتين، أما هنا فالوحدات لا تنشأ إلا بعد تسليم الأوراق المالية، فنكون حقيقة المعاملة مشاركة صانع السوق في الصندوق بأصول مالية وليس بنقود. وفي مقابل مشاركته يحصل على وحدات بقيمتها، فالوحدة هي حصة مشاركة وليست سلعة.

- يتعامل صانع السوق بالجملة (رزم) مع الحافظ في السوق الأولية (سوق تكوين وحدات الصندوق)، ويتعامل بالوحدات الإفرادية مع المتداولين في السوق الثانوية (سوق تداول وحدات الصندوق). ويلزم التنويه إلى أن مقايضة صانع السوق مع الحافظ ليست متاجرة؛ لأن البديلين متماثلين في القيمة ولا يمكن أن يربح من المقايضة في هذه الحالة. ولكن تعامل صانع السوق النقدي مع المتداولين هو محل المتاجرة بالنسبة له وهو مصدر ربحه.

- يسهل من عمل صانع السوق السماح له في الأسواق المالية التقليدية بالبيع القصير أو المسبق (short selling) الذي يمكنه من اقتراض الأوراق المالية التي يقايضها مع الحافظ - بدلاً من شرائها - وذلك عند حاجته لإصدار حزم جديدة من وحدات الصندوق، ثم يعيدها لمن اقترضها منه عندما يفيض ما لديه من وحدات الصندوق. وقد عد مجمع الفقه الإسلامي البيع المسبق من التعامل في الأسهم بطرق ربوية (مجمع الفقه الإسلامي، ١٤١٢هـ).

• تشترط بعض الجهات الإشرافية وجود أكثر من صانع سوق لوحدة الصندوق لحفز التنافس في صناعة السوق وتقليل الفرق بين العروض والطلبات والقيمة الإرشادية للوحدات إلى أدنى حد ممكن. فعلى سبيل المثال تشترط السوق المصرية تعاقد مدير الصندوق مع صانعين على الأقل (وزارة الاستثمار، ٢٠٠٧م).

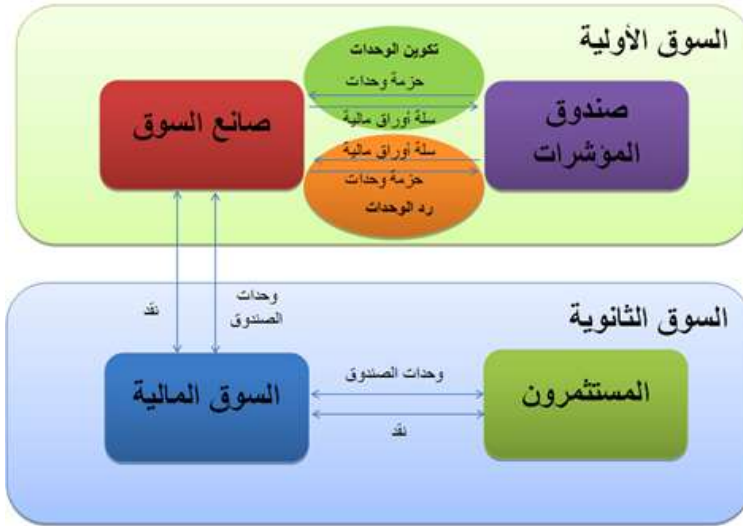
• يتحدد سعر وحدة الصندوق في السوق بناء على كل من: (١) أداء مكونات الصندوق كما تلخصها القيمة الإرشادية للوحدة و(٢) العرض والطلب على وحداته في السوق. ولهذا يمكن أن يكون هناك فارق ضئيل بين سعر وحدات الصندوق والقيمة الإرشادية للوحدة (أقل من ٢٪ في المتوسط).

وتستفيد جميع الأطراف المساهمة في إصدار الصندوق من نجاحه، فيحصل كل من مدير الصندوق والحافظ على رسوم إدارة وحفظ تمثل نسبة محددة من أصول الصندوق، ويربح مزود المؤشر رسوم رخصة استخدام المؤشر، وتربح السوق المالية رسوم الإدراج والتسجيل، علاوة على عمولات البيع والشراء التي تشترك فيها مع الوسطاء الماليين الذين يمكنون المتداولين من بيع وشراء وحدات الصندوق في السوق. وتتحقق للمستثمرين في وحدات الصندوق عدة مزايا سنناقشها بالتفصيل عند مقارنة الصناديق المتداولة بغيرها في الفقرة الآتية (٢-٣).

ولصناديق المؤشرات مزايا ضريبية في الدول الغربية تعود إلى الآلية التي يتم بها الاستجابة لطلبات الاسترداد، حيث لا تقوم صناديق المؤشرات ببيع ما لديها من أوراق مالية بل مقايضتها بوحدات مع صانع السوق، وهو ما يجنبها ضرائب الأرباح الرأسمالية التي تدفعها عادة صناديق الاستثمار التقليدية في هذه الحالة.

ويوضح الشكل (٢) آلية عمل صناديق المؤشرات، في حين يتضمن الملحق (أ) نبذة مختصرة عن أحد صناديق المؤشرات التي أدرجت مؤخرا في السوق المالية السعودية، وهو صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية (فالكم ٣٠).

### شكل (٢): آلية عمل صناديق المؤشرات



### ٢-٣ الفروق بين صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار

حسب التسلسل التاريخي الموضح في الفقرة (٢-١)، تعد الصناديق التقليدية غير المتداولة بأنواعها المختلفة هي الأقدم، وقد ظهرت صناديق المؤشرات غير المتداولة كنوع جديد من هذه الصناديق قبل استحداث صناديق المؤشرات المتداولة. وتشارك صناديق المؤشرات المتداولة وغير المتداولة في أنها صناديق ذات إدارة خاملة. ولم يتوقف التطور والتنوع عند هذا الأمر، حيث أطلقت سوق نيويورك المالية في عام ٢٠٠٨م صناديق متداولة ناشطة مماثلة لصناديق الاستثمار التقليدية ذات الإدارة النشطة، لكونها تعطي مديرها حرية المتاجرة، ولا تقيدته بمتابعة مؤشر معين (SEC, 2008). وهناك فروق بين هذه الأنواع الأربعة من الصناديق. وبالنظر

لهدف البحث، نركز في الجدول (١) الآتي على بيان أبرز الفروقات بين صناديق الاستثمار التقليدية غير المتداولة وصناديق المؤشرات المتداولة.

وقد تجنب الباحثان في هذا الجدول المقارنة بين صناديق المؤشرات غير المتداولة والصناديق التقليدية المتداولة لما قد تسببه من تشويش للقارئ، كونها تجمع بين بعض خصائص صناديق الاستثمار التقليدية وخصائص صناديق المؤشرات المتداولة. ولأن ما يهمننا في هذا البحث هو خاصية نوع إدارة المحفظة التي تعد من أهم الخصائص المؤثرة في حكم زكاة صناديق الاستثمار. وتتشترك كل من صناديق الاستثمار التقليدية المتداولة وغير المتداولة في أنها ذات إدارة ناشطة، في حين أن صناديق المؤشرات المتداولة وغير المتداولة ذات إدارة خاملة. ولا يتوقع بناء على ذلك أن يختلف حكم زكاة صناديق المؤشرات المتداولة مع نظيرتها غير المتداولة لتمامتهما في هذه الخاصية.

جدول (١): ملخص الفروقات بين صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق المؤشرات المتداولة

عنصر المقارنة	صناديق الاستثمار التقليدية	صناديق المؤشرات المتداولة
أصول الصندوق	تتمثل أصول الصندوق في الأوراق المالية التي يملكها الصندوق	تتمثل أصول الصندوق في وحدات تمثل كل وحدة منها سلة من الأوراق المالية الممثلة للمؤشر.
مصاريف الإدارة	مرتفعة نسبياً، وتتراوح بين ١-٣٪	منخفضة، أقل من ١٪.
عمولة	يتحمل المشترك تكلفة عملية الاشتراك أو الاسترداد	يتحمل المتداول عمولة صفقة البيع أو الشراء في السوق المالية
السيولة	منخفضة	عالية
الشفافية	متوسطة، حيث لا يستطيع المشترك معرفة مكونات الصندوق إلا بعد صدور التقرير الدوري للصندوق. إذ لا يلزم مدير الصندوق من قبل الجهات الإشرافية بإصدار تقارير آنية أو يومية عن الصندوق.	عالية، حيث يعلم المتداول مكونات الصندوق، وتفصيل المؤشر من حيث الشركات المكونة للصندوق والأوزان النسبية للاستثمار بسبب طبيعة الصندوق ومتطلبات الإفصاح العالية التي تفرضها الجهات الإشرافية على مدير الصندوق.

نوع إدارة المحفظة	ناشطة (توليفة محفظة الصندوق خاضعة لتقدير مدير الصندوق).	خاملة (توليفة محفظة الصندوق ثابتة، ولا تتغير إلا بسبب خارجي هو تغير مكونات المؤشر).
معدل الدوران	مرتفع نسبيًا ويعتمد على سياسة الاستثمار الخاصة بالصندوق، ويخضع لتقدير مدير الصندوق فيما يتعلق بالأوراق المالية المناسبة للمحفظة، وتوقيت الدخول والخروج من السوق المالية.	محدود نسبيًا، ومرتبطة بعوامل خارجية مستقلة عن إرادة مدير الصندوق وهي: ظروف العرض والطلب على وحدات الصندوق، أو تغير مكونات المؤشر.
الاشتراك والاسترداد	يمكن أن يقع خارج أوقات التداول، أو في أيام محددة من الأسبوع، ومن خلال مدير الصندوق مباشرة، ويحد أدنى مرتفع نسبيًا. ويتم ذلك وفقًا لشروط وأحكام الصندوق التي توضح آلية وكيفية الاشتراك والاسترداد.	يتم من خلال صانع السوق، ويحزم كبيرة نسبيًا، وبشكل عيني، حسب ظروف العرض والطلب على وحدات الصندوق.
الضريبة	عالية، بسبب اضطراب الصندوق لبيع بعض الأوراق المالية للوفاء بطلبات الاسترداد.	منخفضة، لكون الصندوق يقايض أوراقه المالية بوحدات الصندوق.
إمكانية التفوق على أداء مؤشر مستهدف	ممكن النجاح أو الفشل في ذلك.	تحقق أداء موافق لأداء المؤشر المستهدف.
إمكانية التداول	غير ممكنة إلا في حالة الصناديق التقليدية المغلقة.	ممكنة من خلال تداول وحدات الصندوق في السوق المالية بالبيع والشراء، عبر أي وسيط مالي
التسعير	متقطع (مرة في اليوم أو مرتين في الأسبوع)، ويتحدد بناء على قيمة الموجودات الصافية ناقصًا العمولات والمصاريف	مستمر، ويكون مقارب للقيمة الإرشادية لصافي أصول الوحدة (التي تحدث كل ١٥ ثانية)
توزيع الأرباح	تضاف تلقائيًا لأصول الصندوق، وتتعاكس على صافي قيمة الوحدات.	توزع على حملة الوحدات أو يعاد استثمارها لصالح المتداول من خلال شراء وحدات إضافية، أو تخصص لتغطية مصاريف الصندوق

## ٢-٤ أحدث الابتكارات في منتجات صناديق المؤشرات المتداولة:

لم يقتصر التطور في سوق صناديق المؤشرات على النمو الكمي بل تعداه إلى التنوع في المنتجات المطروحة. ومن أبرز المنتجات المركبة التي طرحت مؤخرًا ما يلي (Kosev and Williams, 2011):

- الصناديق المتداولة المصطنعة (synthetic ETFs): وهي التي تستخدم المشتقات المالية (وتحديدًا عقود المقايضات swaps) بدلا من الأوراق المالية العادية لمحاكاة المؤشر المستهدف. وسبب ظهورها هو الرغبة في محاكاة مؤشرات معينة يصعب تملك ما تمثله، مثل بعض السلع كالنفط والسلع الزراعية، وأسهم الدول المغلقة أمام المستثمر الأجنبي. وهي صناديق أكثر تعقيدًا من التي تعتمد على تملك الأوراق المالية الأصلية، ولا تحاكي بدقة المؤشر المستهدف، وتفتقد للشفافية، وتعرض الصناديق لمخاطر الإفلاس.

- صناديق مؤشرات تحاكي أداء عملة دولة أو سلة من العملات.

- صناديق ذات رافعة مالية (leveraged ETFs) وأخرى ذات رافعة مالية عكسية (leveraged inverse ETFs) لمضاعفة عائد مؤشر معين (أو عكسه) مرتين أو ثلاث.

- استحداث صناديق متداولة ذات إدارة ناشطة (ابتداء من عام ٢٠٠٨م) في ظل اشتراطات متشددة تضمن الشفافية الكاملة فيما يتعلق بمكونات الصندوق والتغير اليومي فيها.

## ٣- زكاة صناديق المؤشرات

بالنظر لحقيقة صناديق المؤشرات التي تقدم بيانها يتضح لنا أن حكمها لا ينفك عن حكم زكاة صناديق الاستثمار من حيث الجملة؛ ولهذا نستعرض في هذا القسم مسار الاجتهاد في زكاة صناديق الاستثمار ومدى مناسبة الاستناد إليه في الوصول إلى حكم زكاة صناديق المؤشرات، ثم نعرض لعدد من المفاهيم الأساسية المؤثرة في

حكم زكاة صناديق المؤشرات، المتعلقة بالتفريق بين المتاجرة والاستثمار، وأثر النية والعمل في تقرير إيجاب الزكاة على هذه الصناديق ونوعها.

وقد آثرنا في هذا البحث استخدام المتاجرة مرادفًا لمصطلح المضاربة الشائع في أدبيات الأسواق المالية لوجود اعتراض معتبر على استخدام الأخير كونه يتداخل مع مفهوم شركة المضاربة في الفقه، ولارتباط مصطلح المضاربة في الأسواق المالية بالمجازفات الضارة (إصلاح، ١٤٣٠هـ)؛ ولأن المضاربة في الأسواق المالية هي في حقيقة الأمر نوع متاجرة، ولربط المصطلح بموضوع زكاة عروض التجارة.

ونظرا لوجود أكثر من طرف له علاقة بزكاة الصناديق، فسنركز فيما يلي على الزكاة الواجبة على ثلاثة أطراف رئيسة وهم:

١. المتداول: وهو من يقوم بتداول وحدات الصندوق سواء لغرض المتاجرة أو الاستثمار. وتجنبنا تسميته بالمستثمر؛ لأنه قد يكون مستثمرًا وقد يكون متاجرًا. وكل متداول هو مشترك في الصندوق، والعكس غير صحيح. ووصف المشترك أخص بصناديق الاستثمار التقليدية والتي يتم شراؤها بطلب الاشتراك وبيعها بطلب الاسترداد. أما وحدات صناديق المؤشرات المتداولة فهي متداولة مثل الأسهم كما يدل عليه اسمها. وحيثما ورد مصطلح المتداول فيما يلي، فإنه يشمل المشترك في الصندوق. والمتداول قد يكون شخصا طبيعياً أو اعتبارياً.

٢. مدير الصندوق: وهو الجهة التي تقوم بإدارة أصول الصندوق بالوكالة عن مالكي وحدات الصندوق، سواء لغرض الاستثمار أو المتاجرة في حال إمكان ذلك. وسنعبر فيما يلي عن الصندوق ومديره بمعنى مترادف. وأصول الصندوق قد تكون مالية مثل العملات والأسهم والسندات والصكوك، وقد تكون حقيقية مثل العقارات والمعادن والسلع. والمدير قد يكون مؤسسة أو فردًا، وفي الغالب توكل إدارة الصندوق إلى مؤسسة متخصصة في هذا المجال.

٣. صانع السوق: وهو من يعين لبيع وشراء وحدات صناديق المؤشرات المتداولة مع بقية المتداولين في السوق. وصانع السوق متاجر في هذه الوحدات لغرض الربح. وحددنا غرضه بالمتاجرة فقط؛ لأن وظيفة صناع السوق عموماً تتحصر في المتاجرة في الأوراق المالية التي يكلفون بصناعة سوق لها.

### ٣-١ مسار الاجتهاد في زكاة الصناديق الاستثمارية

زكاة وحدات صناديق الاستثمار فيها أوجه شبه بزكاة الأسهم، حيث تماثل الوحدات الأسهم والصناديق الشركات. ولهذا يمكن قياس بعض أحكام زكاة صناديق الاستثمار على أحكام زكاة الأسهم المستقرة. ويؤيد هذا أن نوع زكاة الشركة المساهمة مرتبط بطبيعة نشاطها وموجوداتها كالصناديق التي قد تنشط في التجارة أو الاستغلال أو غيرها.

ويُظهر استقراء الاجتهادات الفقهية في مسائل زكاة الصناديق الاستثمارية أن هناك اتجاهاً قوياً لإيجاب زكاة عروض التجارة في قيمة ما يملكه المتداولون من وحدات الصناديق الاستثمارية، ومن ذلك فتوى الشيبلي (١٤٣٣هـ)، والمجموعة الشرعية لبنك البلاد (١٤٣٣هـ)، والفوزان (١٤٢٩هـ)، حسب ما هو مبين في الملحق (ب). وفيما يخص زكاة صناديق المؤشرات تحديداً يرى القايدي (١٤٣١هـ) أن الخلاف في زكاتها مثل الخلاف في زكاة الصناديق الاستثمارية. وعمم الشيبلي (١٤٣٣هـ) في بحث حديث رأيه المعروف عنه في زكاة الصناديق على صناديق المؤشرات المتداولة فأوجب فيها زكاة عروض التجارة بصفتها أحد أنواع صناديق الاستثمار المفتوحة. وهذا الاتجاه الفقهي قائم على افتراض ضمني يتمثل في أن صناديق الاستثمار ذات إدارة ناشطة في المتاجرة بأصول الصندوق، لمصلحة المشتركين فيه، 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.



وفي مقابل هذه الآراء، فصلَّ كل من الغفيلي (١٤٢٩، ١٤٣٣هـ، ص ٢٢٥-٢٣١) وآل دائلة (١٤٢٩هـ) في حكم زكاة صناديق الاستثمار حسب طبيعة استثماراتها، ومجال نشاطها الاقتصادي، وبحسب مكونات الصندوق التي قد تشتمل على أسهم وغيرها من الأصول كالسندات والعملات والصكوك والمعادن النفيسة وغيرها. وقد بين الباحثان - خلافاً للاتجاه القوي أعلاه - أن للنية والعمل أثرًا في حكم زكاة الصناديق الاستثمارية؛ فإذا كان طبيعة نشاط الصندوق الاستثماري المتاجرة، فلا يلتفت للنية والغرض من المساهمة في الصندوق، بل الزكاة زكاة عروض التجارة. أما إن كان نشاط الصندوق الاستثماري غير المتاجرة، وقصد المساهم الربح والعوائد الدورية فيزكي الصندوق حسب طبيعة موجوداته الزكوية. وإن كان نشاط الصندوق الاستثماري في غير المتاجرة، وقصد المساهم المتاجرة بالوحدات الاستثمارية، فيزكي وحداته حينئذ زكاة عروض تجارة.

وهذه الآراء في زكاة صناديق الاستثمار أقرب لما عليه الاجتهاد في حكم زكاة أسهم الشركات، فكما بين الشيبلي (١٤٢٩هـ)، يوجد ثلاث اتجاهات معاصرة في كيفية زكاة الأسهم؛ فمن الفقهاء من غلب جانب المتاجرة بحيث تزكى الأسهم زكاة عروض التجارة مطلقاً، ومنهم من غلب جانب الاستثمار؛ بحيث تزكى الأسهم بحسب ما تملكه الشركة من موجودات زكوية، ومنهم من اعتبر نية مالك السهم، وفرق بناء على ذلك بين المستثمر (طويل الأجل) والمتاجر (قصير الأجل)، فالأول يزكي الأسهم بحسب ما تملكه الشركة من موجودات زكوية، والثاني يزكي الأسهم زكاة عروض التجارة. والرأي الأخير هو ما عليه معظم العلماء المعاصرين في حكم زكاة الأسهم.

ويُظهر اختلاف الآراء الفقهية أعلاه أهمية مراعاة نية وعمل كل من (١) المتداول لوحدات الصندوق، و(٢) مدير الصندوق عند دراسة حكم زكاة الصناديق

الاستثمارية عموماً بما فيها صناديق المؤشرات. كما يتطلب الحكم مناقشة حكم زكاة طرف ثالث لا يوجد إلا في حالة زكاة المؤشرات وهو صانع السوق الذي يتاجر بوحدة الصندوق مع المتداولين.

وحيث إن نية أو عمل متداول وحدات الصندوق أو مديره قد تنصرف إلى المتاجرة أو الاستثمار، فلا بد من وضع معيار موضوعي يميز بينهما سواء على مستوى النية أو العمل. ولهذا نستعرض فيما يلي الفرق بين معنى المتاجرة والاستثمار في الأسواق المالية، ثم نناقش بالتفصيل أثر النية والعمل في إيجاب الزكاة ومقدارها، وأثر اختلاف نية المتداول عن نية مدير الصندوق، لأهمية هذه المسائل في التوصل لحكم زكاة المؤشرات.

### ٢-٣ الفرق بين المتاجرة والاستثمار في الأسواق المالية

#### ١-٢-٣ المتاجرة في الأسواق المالية:

يكثر الحديث عن المتاجرة في الأسواق المالية (التي شاع وسمها بالمضاربة ترجمة لمصطلح speculation)، دون تحديد واضح لمفهومها؛ ما تسبب في اختلاف جمهور الناس والمختصين في الحكم عليها. وقد يكون من أسباب هذا الغموض تعدد أنواع المتاجرة، ومصاحبتها في العادة لاستراتيجيات تداول متعددة، بعضها نافع وآخر ضار بالسوق.

ولهذا لا يوجد في الاصطلاح تعريف متفق عليه للمتاجرة في الأسواق المالية. وحسب الاصطلاح الشائع، ينصرف مفهوم المتاجرة في الأسواق المالية إلى شراء وبيع الأوراق المالية لغرض الربح من التغيرات السريعة في أسعارها. وعادة ما يستخدم المتاجر في هذه الأسواق أدوات ووسائل تعظم أرباحه ومخاطره خلال فترة قصيرة نسبياً، مثل الشراء بالهامش، والبيع المسبق short-selling (السحبياني، ٢٠٠٨م).

### ٣-٢-٢ الاستثمار في الأسواق المالية

يقابل المتاجرة في الأسواق المالية، مصطلح الاستثمار. ويراد به شراء الأصول المالية لغرض الحصول على ما تدره من عوائد تتمثل في الأرباح الموزعة والفوائد أو الزيادة في قيمتها في نهاية مدة الاستثمار. وعليه فمصطلح الاستثمار في الأسواق المالية يدور حول معنى الاستغلال القائم على طلب الغلة، وأن غرض المستثمر الأساسي هو استثمار مدخراته في شراء الأوراق المالية، للإنفاق منها على حاجاته الاستهلاكية في المستقبل. ويفضل المستثمرون عادة التداول بشكل غير مباشر في الأسواق المالية من خلال صناديق الاستثمار (السحبياني، ٢٠٠٨م). ولا يوجد أجل محدد للاستثمار؛ ولكنه في الغالب يتجاوز السنة.

### ٣-٢-٣ الفرق بين المتاجرة والاستثمار

يتبين من تعريف كل من المتاجرة والاستثمار أن المتاجرة هي شراء الأصول (من قبل مدير الصندوق) أو الوحدات (من قبل المتداول) بقصد بيعها والإفادة من الفرق بين سعر الشراء والبيع. أما الاستثمار فهو شراء الأصول أو الوحدات بقصد الاحتفاظ بها والاستفادة من أرباحها التي توزعها الشركة أو الصندوق أو الزيادة في قيمتها في نهاية مدة الاستثمار. والاستثمار أطول أمداً، ومخاطره وعوائده منخفضة نسبياً مقارنة بمخاطر المتاجرة. في حين أن المتاجرة قصيرة الأجل، وتتبع استراتيجيات تداول مختلفة لتحقيق مكاسب سريعة. ويلخص الجدول (٢) أهم الفروق بين المتاجرة والاستثمار في الأسواق المالية.

## جدول (٢) الفرق بين المتاجرة والاستثمار في الأسواق المالية

معيار المقارنة	المتاجرة	الاستثمار
النية	الشراء بقصد الربح من البيع	الشراء بقصد الربح من الغلة وتحقيق مكاسب رأسمالية
العمل	تقليب الأصول المالية بتكرار الشراء والبيع في فترة قصيرة نسبياً	الشراء بهدف الاحتفاظ بالسهم للاستفادة من الغلة لمدة طويلة نسبياً
المدة	أقل من سنة (أيام أو أسابيع أو أشهر)	متفاوتة قد تكون طويلة (٥ سنوات فأكثر) أو متوسطة (١-٥ سنوات) أو قصيرة (أقل من سنة)
المخاطرة والعائد المتوقع	مرتفعة نسبياً	متفاوتة، ولكنها أقل مما في المتاجرة
استراتيجية التداول	تعتمد في الغالب على الاقتراض من خلال الشراء بالهامش والبيع المسبق	تعتمد في الغالب على الشراء والاحتفاظ بالأصل

وعند التأمل نجد أن الفرقين الأخيرين لا تأثير لهما في الزكاة، وإنما التأثير هو في الفرقين الأول والثاني وهما النية والعمل. ولأهميتهما نستعرض في الفقرة الآتية أثرهما في الزكاة.

أما الفرق الثالث وهو مدة استبقاء العرض فقد يكون مؤثراً في الحكم إذا اعتبر قرينة على النية، لاسيما إذا تجاوز الاحتفاظ به سنة، فقد اعتبرته بعض المعايير المحاسبية استثماراً؛ حيث فرقت بين الأوراق المالية لغرض الاتجار وهي التي تشتري بقصد بيعها لأقل من سنة، وبين ما يحتفظ بها لأكثر من ذلك فصنفتها بأنها أوراق مالية لغرض الاستثمار (الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، ص ١٥١١)، وهو ما عده بعض الباحثين عرفاً من أهل الخبرة في التفريق بين النوعين (الشبيلي، ١٤٢٩هـ).

### ٣-٣ أثر النية والعمل في الزكاة

حيث تبين أن النية والعمل من العوامل الرئيسية المؤثرة في حكم زكاة الصندوق أو وحداته، فنستعرض فيما يلي أثر النية والعمل واختلافهما في إيجاب الزكاة على من يملك هذه الأصول المالية.

#### ١-٣-٣ أثر النية في الزكاة

اتفق الفقهاء في زكاة التجارة على اشتراط النية لوجوب الزكاة (المغني، ٢٤٨/٤). وكما للنية تأثير في نوع الزكاة الواجبة فلها تأثير في مقدارها؛ فلو نوى المزكي بالعرض الاستغلال لا المتاجرة فإنه بحسب رأي الجمهور لا يزكي الأصل وإنما الغلة بعد قبضها وحولان الحول على القبض، فإن نوى المتاجرة فإنه يزكي أصلها كل حول زكاة عروض التجارة.

#### ١-٣-٣ أثر العمل في الزكاة

يمكن بحث أثر العمل في الزكاة من خلال تمحيص معنى الإعداد للبيع وتقليب العروض في إيجاب الزكاة عند الفقهاء، وهو ما يمكن تناوله من خلال استعراض مسألة التاجر المدير (الذي يقلب عروضه بالبيع والشراء ويبيع بالسعر الحاضر كيف ما كان) والتاجر المحتكر (الذي يرصد بعروضه ارتفاع الأسعار حتى إذا رأى ربحاً باع عروضه)، حيث بين الغفيلي (١٤٣٣ هـ) أن الفقهاء اختلفوا في هذه المسألة على قولين:

الأول: عدم التفريق بين التاجر المدير والمحتكر، فيزكي قيمة العرض الذي يملكه بنية البيع كل سنة سواء باعه أو لم يبيعه، وهو مذهب الجمهور.

الثاني: التفريق بين التاجر المدير والمحتكر، فالمدير يزكي قيمة عروض التجارة كل سنة، والمحتكر يزكيها عند بيعها زكاة سنة واحدة، وهو مذهب المالكية.

وسبب الخلاف اختلافهم في المراد بالعروض التي تجب زكاتها؛ فمن اعتبر عروض التجارة كل ما أعد للبيع ولو لم يعرض لم يجعل لتقليب المال أثرًا في وجوب الزكاة وإنما اكتفى بنية البيع وهم الجمهور، ومن جعل التقليب وصفًا معتبرًا في العروض التجارية لم يوجب الزكاة في العرض كل سنة، وهم المالكية.

والراجح هو قول الجمهور حسب ما هو مناقش في بحث الغفيلي (٤٣٣ هـ)، وهو ما يعني أن الزكاة تجب في حال وجود نية المتاجرة، ولو لم يوافقها العمل وهو هنا قيام المتعامل في السوق بالمتاجرة بما يملكه من وحدات أو المدير بما يديره من أصول. ولو وجد العمل وهو المتاجرة، فلا تؤثر النية ولا ينظر لاختلافها؛ لأن الإعداد للبيع حاصل بالعمل وهو أقوى من النية.

ويحسن التنبية هنا إلى وجود فرق بين نية المتاجرة ونية البيع لغرض الحصول على السيولة؛ فنية شراء الأوراق المالية لاستثمار السيولة أو بيعها للحصول على السيولة أقرب إلى مفهوم الاستثمار وليس لمفهوم المتاجرة حسب التفرقة التي أشرنا إليها أعلاه.

ومن الواضح أن الرأي الذي يوجب الزكاة بناء على النية يعتمد على أمر خفي خاص بالمكلف. ولا يمكن لجهاز الزكاة الاستدلال على وجوده من عدمه إلا بقرائن. وبالتالي لا يمكن في حال توجه جهاز الزكاة لجباية الزكاة من المتداولين أو الصناديق الاعتماد على هذا الرأي فقط، بل لا بد من الاستدلال على تعيين نية المتاجرة أو الاستثمار بأمر ظاهر يمكن لغير المكلف التحقق من وجوده.

ومن القرائن التي يمكن الاستدلال بها على النية: السياسة المعلنة للصندوق في نشرة الاكتتاب، أو عمل المتداول أو الصندوق في مدة محددة. إذ يمكن إيجاب زكاة عروض التجارة على المكلف (سواء كان متداولاً في وحدات الصندوق أو مديراً للصندوق) بناء على سياسته المعلنة أو عمله الظاهر الذي يمكن معرفته من خلال

معدل المتاجرة بما يملكه من أصول ماليه في فترة محددة (سنة مثلاً). ويمكن أن يشتق لذلك مؤشر إحصائي يحسب من المعلومات التي يقدمها المتداول أو الصندوق أو نظام التداول الإلكتروني عن معدل دوران مكونات المحفظة (Portfolio turnover). ويعد اشتقاق قرائن منضبطة للاستدلال بها على نية المكلف أحد مجالات البحث المستقبلية المهمة في موضوع زكاة صناديق الاستثمار.

### ٣-٤ أثر اختلاف النية والعمل بين المتداول ومدير الصندوق

كما أشار الغفيلي (١٤٣٣هـ) وآل دائلة (١٤٢٩هـ) إذا كان طبيعة نشاط الصندوق الاستثماري المتاجرة، فلا يلتفت للنية والغرض من المساهمة في الصندوق، إذ لا عبرة بنية تخالف العمل، بل الزكاة زكاة عروض التجارة. وكذلك الحال إن كان نشاط الصندوق الاستثماري في غير المتاجرة، وقصد المساهم المتاجرة بالوحدات، فيزكي وحداته حينئذ زكاة عروض تجارة. في مقابل ذلك، إن كان نشاط الصندوق الاستثماري غير المتاجرة، وقصد المساهم الربيع والعوائد الدورية فيزكي الصندوق حسب طبيعة موجوداته الزكوية.

وقد أشكل عليهما حكم الزكاة فيما إذا اختلفت نية المشترك عن نية مدير الصندوق. وسبب الإشكال أن المشترك هو المالك للوحدات الاستثمارية، والمدير هو وكيله المباشر لأمواله. ويبدو أن الإشكال منحصر في حالة ما إذا كان المشترك ينوي الاستثمار ومدير الصندوق ينوي المتاجرة أو العكس. ويرتبط هذا الإشكال في الواقع بالجهة الواجب عليها إخراج الزكاة: هل هو المتداول أم الصندوق. وناقش هذه المسألة في الفقرة التالية.

### ٣-٤ الجهة الواجب عليها إخراج الزكاة

جرى العرف على أن الصندوق لا يقوم بإخراج الزكاة على الأصول المستثمرة بواسطة الصندوق، كما أنه غير مسئول عن ذلك نظاماً، وبالتالي يكون إخراج

الزكاة مسئولية المشتركين أنفسهم، وهذا المتفق مع الأصول الشرعية التي تقرر وجوب إخراج المزكي زكاته بنفسه لأنه ماله وهو مخاطب شرعا بزكاته.

فإذا قام مدير الصندوق بتحديد الوعاء الزكوي ومقدار الزكاة الواجب إخراجه اعتماداً على طبيعة نشاط الصندوق (المتاجرة أو غيرها)، فيقوم كل مشترك بأداء زكاته، وإن لم يقم مدير الصندوق بحساب الزكاة، فيجب على المشترك حسابها، وفقاً لما يقدمه له الصندوق من معلومات وقوائم مالية.

ويمكن أن يخرج مدير الصندوق الزكاة عن مالكي الوحدات في حالات منها: إذا نص في نظام الصندوق على ذلك، أو ألزم بذلك قانون الدولة، أو فوض مالكو الوحدات مدير الصندوق بإخراج الزكاة نيابة عنه، ويكون الصندوق في هذه الحالة وكيلًا عن المالك للوحدة في إخراج زكاتها. فيحسب فيها الصندوق الزكاة وفقاً لمبدأ الخلطة في الأموال الزكوية؛ فتعد أموال المشتركين في الصندوق كالمال الواحد نوعاً ونصائباً ومقداراً (مجمع الفقه الإسلامي، ١٤٠٨هـ).

وينطبق ما ذكر أعلاه في حال كانت نية مالك الوحدات هي الاستثمار، أما إذا كانت نيته المتاجرة، فيزكي وحداته حينئذ زكاة عروض تجارة بناء على قيمتها السوقية. وهي في الغالب تكون مساوية أو أكبر من مقدار الزكاة التي يقوم الصندوق بتحديدتها. فلو كان الصندوق هو الجهة التي تخرج الزكاة نظاماً، فهل يلزم المتداول في هذه الحالة إخراج زكاة عروض تجارة عن القيمة السوقية لكل ما يملكه من وحدات؟ أم يخرج الفرق بين ما يجب عليه وما أخرجه الصندوق تجنباً للثني؟

الأسلم في ذلك الأخذ بما قرره بيت الزكاة ونصه: "إذا قامت الشركة بتزكية موجوداتها، فلا يجب على المساهم إخراج زكاة أخرى منعاً للازدواج، هذا إذا لم تكن أسهمه بغرض المتاجرة، أما إذا كانت بغرض المتاجرة فإنه يحسب زكاتها ويحسم منه ما زكته الشركة أو يزكي الباقي إن كانت زكاة القيمة السوقية لأسهمه



أكثر مما أخرجته الشركة عنه وإن كانت القيمة السوقية أقل فله أن يحتسب الزائد في زكاة أمواله الأخرى أو يجعلها تعجيلاً لزكاة قادمة" (بيت الزكاة، ١٤٢٧هـ، ص ٣٢). ويرى الشيبلي (١٤٢٩هـ) أن يقيد ذلك بمقدار الأيام التي تملك فيها السهم إلى عدد أيام الحول؛ لئلا يتكرر خصم ما دفعته الشركة من أكثر من متاجر، فينظر المتاجر إلى عدد الأيام التي تملك فيها الأسهم التي وجبت عليه زكاتها ويحسم من زكاته ما يعادل نسبة تملكه لها إلى أيام السنة.

ويتضح مما سبق أن اختلاف نية المتداول عن نية مدير الصندوق غير مؤثر في نوع ومقدار الزكاة الواجبة، فالزكاة المخرجة لا تقل بحال عن زكاة عروض التجارة سواء قام المتداول أم الصندوق بإخراجها. فإذا كان المتداول ينوي الاستثمار ومدير الصندوق ينوي المتاجرة، فإن الصندوق يقوم في هذه الحالة بتحديد مقدار الزكاة الواجب إخراجها اعتماداً على طبيعة نشاط الصندوق وهو المتاجرة، ويقوم الصندوق أو المتداول بأدائها. أما إذا كان المتداول ينوي المتاجرة ومدير الصندوق ينوي الاستثمار، فإن المتداول يقوم في هذه الحالة بتحديد مقدار الزكاة الواجب إخراجها اعتماداً على طبيعة عمله وهو المتاجرة، ويقوم بأدائها بنفسه.

### ٣-٥ زكاة صناديق المؤشرات

بعد توصيف عمل صناديق المؤشرات ودراسة أهم العوامل المؤثرة في حكم زكاة صناديق الاستثمار، نستعرض فيما يلي حكم زكاة أهم الأطراف ذات العلاقة بصناديق المؤشرات وهم: صانع سوق وحدات صناديق المؤشرات، ومديرو الصناديق، ومتداولو وحداتها من الأفراد والمؤسسات.

#### ٣-٥-١ زكاة صانع سوق وحدات صناديق المؤشرات

صانع السوق تاجرٌ يقوم بشكل يومي بشراء وحدات الصندوق من المتداولين وبيعها عليهم من حسابه الخاص لغرض الربح، ومصدر ربحه هو الفرق بين أسعار البيع والشراء الناتج عن المتاجرة بوحدات الصندوق. وبالتالي تجب عليه

زكاة عروض التجارة. ويزكي قيمة ما لديه من وحدات الصندوق بسعر السوق عند حلول الحول بمعدل (٢.٥٪).

فإن كان صانع السوق يجمع بين صناعة السوق من خلال المتاجرة بوحدات الصندوق والاستثمار طويل الأجل في هذه الوحدات؛ فإن حكم زكاة عروض التجارة يقتصر على ما يخصه من وحدات الصندوق لغرض المتاجرة. وتبرز إمكانية حدوث هذا الأمر أهمية البحوث المستقبلية التي تهدف لوضع معايير موضوعية يمكن الاستدلال بها على نسبة ما يلزم إخضاعه لزكاة عروض التجارة في مثل هذه الحالة.

### ٣-٥-٢ زكاة مدير صندوق المؤشرات

من خلال توصيف عمل صناديق المؤشرات اتضح أن عمل المتاجرة وهو تقليب الأصول المالية لصناديق المؤشرات غير وارد من قبل مدير الصندوق، وبالتالي تكون نية المتاجرة غير واردة من قبل المدير لأنه غير مخول للقيام بالمتاجرة ابتداءً.

ففي الحقيقة أنه لا نية لمدير الصندوق في المتاجرة (البيع والشراء لغرض الربح)، لأنه لا يمكن أن يربح بالتقليب (البيع والشراء الفعلي) قل أو كثر. وربحه إنما يأتي من العمولة أو حصة من الربح التي تزيد بزيادة عدد الوحدات المباعة، والتي ترفع بدورها من أصول الصندوق. فمدير الصندوق يريد أن يبيع فقط ولا يريد أن يشتري، وهو بهذا لا يماثل التاجر لا من ناحية النية ولا العمل. أما من ناحية النية فلأن سياسة الصندوق بطبيعتها تمنعه من ذلك (فهو مدير خامل لا يحق له المتاجرة سواء ببيع وشراء الوحدات أو ببيع وشراء الأسهم التي تمثلها)، ولا يمكنه أن يستفيد من أي تقليب يحصل نتيجة بيع وشراء الوحدات والذي يستأثر به صانع السوق فقط. وليس من العدل في هذه الحالة فرض الزكاة عليه وهو لم ينو المتاجرة في وحدات الصندوق ولا يمكن أن يستفيد من أرباحها إن وقعت.

وللتوضيح نقول إنه يجب التفريق بين نوعين من التقلب، الأول: التقلب بسبب تغير مكونات المؤشر وهذا أمر نادر ويحدث ليس لغرض الربح بل لجعل الصندوق يتعقب أداء المؤشر المستهدف. الثاني: التقلب بزيادة أو نقص عدد وحدات صندوق المؤشر، والذي يعتمد على نشاط المتداولين فيها بالسوق المالية. وكلا نوعي التقلب غير مقصود وخارج سيطرة مدير الصندوق. والذي ينتفع من تردد الوحدات بين البيع والشراء هو صانع السوق، أما مدير الصندوق فينتفع بزيادة إقبال الناس على شراء أصول الصندوق، ويتضرر ببيعهم لها.

وبناء على هذا فإن وعاء زكاة مدير الصندوق ينحصر فيما يتقاضاه المدير مقابل الإدارة، والذي قد يكون أجرًا مقابل العمل كما في حال الوكالة بالاستثمار، أو حصة من الربح في مقابل العمل كما في حال المضاربة، أو في مقابل العمل وجزء من رأس المال في حال المشاركة. وحسبما فصل الغفيلي (١٤٣٣هـ)، لا خلاف بين الفقهاء في حال المشاركة على وجوب الزكاة على مدير الصندوق في ماله أصلاً وريحاً، وأن حول الربح حول أصله، ويكون حساب زكاته كما لو كان أحد المستثمرين. والأظهر في حال المضاربة أن على مدير الصندوق زكاة حصته من الربح بمضي حول من تأسيس الصندوق؛ لأن المدير يخصم حصته من الربح من قيمة أصول الصندوق منذ اليوم الأول. كما يرى أن حكم زكاة الأجرة في حال الوكالة بالاستثمار كحكم زكاة ربح المضاربة؛ إذ يجب على المدير أن يزكي الأجر المستحق له بتمام الحول من حين تأسيس الصندوق إذا بلغ نصاباً؛ لأن هذا الأجر قد وجد سبب استحقاقه من حين التأسيس.

### ٣-٥-٣ زكاة متداول وحدات الصندوق

يعتمد حكم زكاة المتداول على نيته وعمله، فإن نوى الاستثمار بشرائه لوحدات الصندوق، ولم يقلبها متاجرة، فإنه لا يزكيها زكاة عروض التجارة وإنما يزكي غلتها - وهي الربح الناتج من الأسهم المكونة لها - بعد حول من قبضها

لأن لها حكم المستغلات عند الجمهور عندئذ، وأما من نوى بشراء الوحدات المتاجرة فيزيكياً زكاة عروض التجارة. هذا بافتراض أن الشركات المساهمة تقوم بإخراج زكاتها. إما إذا لم تزك الشركة أموالها، فتجب الزكاة بحسب ما تمثله من موجودات زكوية (مجمع الفقه الإسلامي، ١٤٠٨هـ).

وهنا يرد سؤال مهم وهو ما حكم زكاة أصول الصندوق - سواء كان ذلك من قبل المالك للوحدات أو مدير الصندوق - إذا كانت مزكاة كما هو الحال في أسهم الشركات السعودية؟ حيث تقوم الشركات المساهمة بإخراج زكاتها بنفسها لمصلحة الزكاة والدخل.

يختلف الحكم بحسب نية وعمل المتداول والمدير. فإن كان القصد والعمل هو الاستثمار فلا يجب على أي منهما إخراج الزكاة، لقيام الشركات المساهمة بذلك. وإن كان القصد أو العمل هو التجارة، فينطبق عليه قرار بيت الزكاة المبين في الفقرة (٣-٤) وهو أن المزكي بالخيار في إخراج ٢.٥٪ من صافي القيمة السوقية للوحدات، ويكون القدر الزائد من الزكاة صدقة، أو أن يحسم ما أخرج عنه من زكاة لها منعاً للثني.

### ٣-٦ خلاصة الرأي في حكم زكاة صناديق المؤشرات

اتضح مما سبق أن حكم زكاة صانع السوق لوحدات صناديق المؤشرات لا يثير أي إشكال فقهي، لكونه تاجرًا، فيزكي القيمة السوقية لما يملكه من وحدات الصندوق عند حولان الحول بنسبة (٢,٥٪). أما بالنسبة لزكاة متداول وحدات صناديق المؤشرات ومديريها، فيعتمد على مجموعة من العوامل أهمها: مدى اتفاق أو اختلاف نية كل واحد منهما مع عمله، ومدى اتفاق أو اختلاف نية أو عمل الطرفين، وهل النية والعمل للتجارة أم الاستثمار، وهل أصول الصندوق مزكاة أم لا، وبحسب الطرف الواجب عليه نظامًا لإخراج الزكاة.

ولكون الحكم يختلف باختلاف هذه الحالات، فنعرض في الشكل (٢) ملخصاً لحكم زكاة صناديق المؤشرات في ضوء كل الحالات التي تمت مناقشتها في هذا القسم. ومن الشكل يتضح ما يلي:

١. عدد الحالات: بناء على العوامل المؤثرة في زكاة صناديق الاستثمار يوجد (١٢) حالة، بين معظمها تشابه في الحكم، حيث تجب في (٨) منها زكاة عروض التجارة، نصفها بعد حسم ما أُخرج من زكاة في حال كون أصول الصندوق مزكاة. وتجب زكاة المستغلات في حالتين، في حين تسقط الزكاة عن المتداول في الحالتين المتبقيتين.

٢. تعارض النية مع العمل: في حال تعارض نية المتداول أو مدير الصندوق مع عمله، فالعبرة بنية المتاجر وإن خالفها العمل، وبنية الاستثمار ما لم يخالفها العمل. وبالتالي لا يجب على المتداول إخراج الزكاة إذا كان المتداول ينوي الاستثمار والمدير كذلك، وعملهما الفعلي هو الاستثمار، وموجودات الصندوق مزكاة أصلاً حسب طبيعتها الزكوية.

٣. تعارض نية أو عمل المتداول مع مدير الصندوق: في حال تعارض نية أو عمل أي من الطرفين، فتجب زكاة عروض التجارة في حال وجود نية المتاجر أو عملها عند أحدهما. وبالتالي لا تسقط الزكاة عن المتداول إلا إذا كان المتداول والمدير ينويان الاستثمار، وعملهما موافق لهذه النية، وأصول الصندوق مزكاة حسب طبيعتها الزكوية.

٤. زكاة أصول الصندوق: يؤثر كون أصول الصندوق مزكاة في حكم زكاة الوحدات ومقدار الزكاة الواجب إخراجها. وتكون أصول الصندوق مزكاة إذا كانت تتكون من أصول تم تركيبها نظاماً (كحال شركات المساهمة السعودية الملزمة نظاماً بإخراج زكاتها لمصلحة الزكاة والدخل)، أو كانت مزكاة من قبل مدير

الصندوق حسب اتفاقية إنشاء الصندوق، أو كان النظام يلزم الصناديق بتأديتها لجهاز الزكاة. فإذا كانت أصول الصندوق مزكاة فإن زكاة الوحدات تسقط عن المتداول إن كان مستثمرًا أو تقلل من مقدارها إن كان متاجرًا.

٥. يلتحق بما تقدم من جهة الحكم صناديق المؤشرات التي يحتفظ فيها الصندوق بالأرباح؛ لأن هذا لا يقطع ملكية الوحدة عن مالكةا، ولا يؤثر على نيته ولا على نية المدير وعمله، فكل ما في الأمر أنها سياسة اقتصادية يتبعها الصندوق لا أثر فقهي لها.

#### ٤- أثر زكاة صناديق المؤشرات على قرارات الاستثمار المالي

يستعرض هذا القسم الآثار المتوقعة لمسار الاجتهاد في زكاة صناديق المؤشرات على قرارات الاستثمار المالي. ونؤكد ابتداء على بعض الحقائق الاقتصادية التي تساعد في تبين هذه الآثار وهي:

- مقدار زكاة وحدات الصناديق في حال إيجاب زكاة عروض التجارة يكون عادة أكبر من مقدار الزكاة في حال إيجاب زكاة المستغلات؛ لأن وعاء زكاة عروض التجارة يشمل قيمة الوحدات وما تحققه من أرباح، في حين يقتصر وعاء زكاة المستغلات حسب رأي الجمهور على الأرباح. وهو ما يعني أن مقدار الزكاة الذي يجب على المتداول أو مدير الصندوق إخرجه يكون أكبر في حال تبنيهما استراتيجية المتاجرة بدلاً من استراتيجية الاستثمار.

- في حال إيجاب زكاة عروض التجارة في القيمة السوقية لوحدات الصناديق فإن مقدار الواجب على المكلف (المتداول أو المدير) يكون أكبر في حال عدم تجنب الثني في الزكاة ويكون أقل إذا تم تجنبه، لأن منع الثني يقلل من مقدار الزكاة الذي يجب أن يخرج المكلف المتاجر بوحدات أو أصول الصندوق.



بناء عليه، فإن الرأي السائد الذي يوجب زكاة عروض التجارة على متداول وحدات صناديق الاستثمار عموماً والمؤشرات خصوصاً، بغض النظر عن نيته وعمله، يشجع على الاستثمار المباشر في السوق المالية بدلاً من الاشتراك في صناديق الاستثمار. أي أنه 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 الصناديق حسب هذا الرأي). وقد يترتب على هذا القرار الآثار الاقتصادية الآتية:

- يضعف هذا الرأي حافز صغار المتداولين على اتخاذ القرار الاستثماري الأفضل بالنسبة لهم؛ وهو الاستثمار من خلال صناديق يديرها محترفون في التعامل مع الأسواق المالية.
- يسهم هذا الرأي في دخول عدد كبير من المتداولين غير المحترفين إلى السوق مباشرة، ويؤدي ذلك إلى التأثير بشكل واضح على تركيبة المتداولين في السوق، بزيادة نسبة المتداولين المسترسلين الذين لا يحسنون التداول على حساب الحاذقين في التداول. وربما شجع ذلك على التلاعب لكون المتداولين المسترسلين من النوع الذي يفضل التلاعب دخولهم السوق (السحبياني، ١٤٢٩هـ).
- قد يشجع هذا الرأي بشكل غير مباشر على المتاجرة، لأن المتداول الذي لديه محفظته الخاصة يرى أن باستطاعته من خلال محفظته إجراء التداول بيعاً وشراء بكل سهولة. وقد تغري التقلبات التي تحصل في السوق إلى تحولهم إلى مجازفين من خلال البيع والشراء اليومي، والذي لا يعد في مصلحتهم كما أثبتت ذلك الكثير من الدراسات التطبيقية في دول أخرى.



في مقابل ذلك، يؤدي الرأي الذي يعفي المتداولين المستثمرين في وحدات صناديق المؤشرات من الزكاة أو تزكيتها زكاة المستغلات إلى تشجيع الاستثمار في وحدات هذه الصناديق مقارنة بالرأي السابق، خاصة وأن صناديق المؤشرات تتفوق على الصناديق التقليدية بعدة مزايا نسبية أبرزها السيولة والشفافية وانخفاض رسوم الإدارة.

من جهة أخرى يؤدي الرأي الذي يمنع الثني في الزكاة إلى تشجيع المتاجرة بوحدات الصناديق مقارنة بالرأي الذي لا يعتبره؛ لأن الزكاة على المتاجر ستكون أقل في جميع الأحوال.

وفي حال تطبيق نظام يلزم صناديق الاستثمار بدفع الزكاة لجهاز الزكاة، فإن التفصيل بين زكاة الصناديق بحسب الاستراتيجية التي تعلنها وتتبعها يعطي مزايا زكوية للصناديق التي تتجه للاستثمار طويل الأجل مقارنة بالصناديق التي تختار المتاجرة قصيرة الأجل. كما أن مراعاة الثني يشجع عموماً على إنشاء صناديق الاستثمار لأن زكاتها تكون أقل في هذه الحالة.

## ٥ - الخاتمة

استعرض البحث آلية عمل صناديق المؤشرات، ثم ناقش زكاتها في ضوء عدد من المسائل الرئيسية المؤثرة في الحكم، ثم بين تأثير حكم زكاة الأطراف المختلفة ذات العلاقة بزكاة صناديق المؤشرات على قرارات الاستثمار المالي فيها.

ومن أبرز النتائج التي توصل إليها البحث أن صناديق المؤشرات نوع خاص من صناديق الاستثمار تتميز بإدارة سلبية خاملة، وأن هذه الخاصية لها أثر في الحكم بنوع الزكاة الواجبة في وحداتها المتداولة ومقدارها. حيث إن هذه الخاصية تستبعد ابتداء نية وعمل التجارة من قبل مدير الصندوق، ما يجعل الحكم بزكاتها يعتمد على نية وعمل متداول وحداتها، وعلى ما إذا كانت أصولها مزكاة من عدمه.

فإذا كان المتداول ينوي شراء وحدات صندوق المؤشر للاستثمار، ولم يخالف هذه النية بالمتاجرة فيها، وكانت أصول الصندوق مزكاة، فلا يجب على المتداول إخراج الزكاة عن ما يملكه من وحدات الصندوق في هذه الحالة. أما إن كانت أصول الصندوق غير مزكاة فتجب الزكاة بحسب ما تمثله من موجودات زكوية.

أما إذا نوى المتداول بشراء وحدات صندوق المؤشر المتاجرة، أو نوى الاستثمار ولكنه خالف النية بالمتاجرة فيها، فيجب على المتداول في هذه الحالة إخراج زكاة عروض التجارة، وهي (٢,٥%) من القيمة السوقية لكل ما يملكه من وحدات الصندوق. هذا إذا كانت أصول الصندوق غير مزكاة، أما إذا كانت مزكاة فيجوز له حسم ما يخص كل وحدة من الزكاة المخرجة منعاً للثني.

وقد بين البحث أن هذا الحكم يؤثر في قرارات الاستثمار المالي لأنه يشجع الاستثمار في وحدات صناديق المؤشرات مقارنة بالرأي السائد، خاصة وأن هذه الصناديق تتفوق على الصناديق التقليدية بعدة مزايا أبرزها السيولة والشفافية وانخفاض رسوم الإدارة.

وفي الحقيقة أن النتائج التي توصل لها البحث لا تقتصر على صناديق المؤشرات بل قد تغير مسار الاجتهاد الحالي في زكاة صناديق الاستثمار عمومًا. خاصة إذا علمنا من واقع الدليل الإحصائي أن صناديق الاستثمار القائمة لا تميل إلى المتاجرة بجميع ما تملكه من أصول، وليس بالضرورة لديها النية في ذلك باعتبار أن أهداف واستراتيجيات كثير من صناديق الاستثمار تنص على أن هدف الصندوق استثمار طويل الأجل. ما يعني أن إيجاب زكاة عروض التجارة على وحدات وأصول صناديق الاستثمار يؤدي بالضرورة إلى ازدواجية، وأن العدل يقتضي التفصيل في الحكم بحسب نية المتداول والمدير، وعملهما، وحسب نوع أصول الصندوق، وكونها مزكاة من عدمه.

وتبرز الحاجة لدراسة هذه المسائل في ظل التوجه لإلزام الصناديق بإخراج الزكاة، وهو ما يتطلب وجود قرائن يمكن الاستدلال بها على تعين نية التجارة أو الاستثمار سواء من قبل المتداول أو مدير الصندوق والتي يمكن استخلاصها في شكل مؤشرات من المعلومات التي يقدمها المتداول أو الصندوق أو نظام التداول الإلكتروني. ويعد اشتقاق معايير منضبطة لهذا الاستدلال وابتكار آلية لتجنب الثني في الزكاة أحد مجالات البحث المستقبلية المهمة في موضوع زكاة صناديق الاستثمار.

ويوصي البحث في هذا الصدد بأن تقوم الدولة بإلزام الصناديق بإخراج الزكاة وفق معايير محاسبية تفرق بين غرض الاستثمار والمتاجرة، وتتجنب الثني في الزكاة؛ لأن الجباية العامة للزكاة تزيل الإشكال على أغلب المساهمين الذين يتعذر عليهم التعرف على الوعاء الزكوي الخاص باستثماراتهم المالية (المزيني، ص ٢٩)، ولأن 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، وتتجنب الثني في الزكاة.

وإلى أن يتحقق ذلك، يوصي البحث بأن تبادر شركات الوساطة بإعلان مقدار الزكاة السنوية لصناديق الاستثمار التي تديرها، كما تفعل الشركات، وفق معايير محاسبية تفرق بين غرض الاستثمار والمتاجرة، وتتجنب الثني في الزكاة. ويتوقع أن يكون للصناديق التي تقوم بذلك ميزة تنافسية على غيرها في السوق. كما يوصى البحث بأن تقوم شركات الوساطة بمساعدة أصحاب المحافظ الخاصة لديها على أداء الزكاة الواجبة عليهم من خلال برنامج يطبق المعايير المحاسبية المشار إليها أعلاه على المحافظ الخاصة كخدمة إضافية لأصحاب المحافظ المتداولين من خلال شركة الوساطة.

## المراجع

### أولاً: باللغة العربية

إصلاح، عبدالعظيم (١٤٢٩هـ) مصطلح المضاربة في سوق الأسهم: (speculation) نقاش لغوي واصطلاح، منشور في كتاب حوار الأربعاء ١٤٢٧-١٤٢٨هـ مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبدالعزيز، جدة، ص ص: ٦٥-٧٥.

بنك البلاد (١٤٣٣هـ) الموقع الرسمي على شبكة الإنترنت:

www.bankalbilad.com.sa/ar/ZakatShares.asp، تاريخ الزيارة ١٢ شعبان ١٤٣٣هـ.

بيت الزكاة (١٤٢٧هـ)، دليل الإرشادات لحساب زكاة الشركات، الكويت.

آل دائلة، حسن (١٤٢٩هـ) زكاة الصناديق الاستثمارية، بحث مقدم في ندوة (زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية) الذي نظمتها الهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل بالرياض في ١٧ جمادى الأولى ١٤٢٩هـ.

السحبياني، محمد (١٤٣٠هـ) التلاعب في الأسواق المالية: صورته وآثاره، بحث مقدم للدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة.

السحبياني، محمد (٢٠٠٨م) المضاربة في الأسواق المالية، مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية، المجلة العلمية بكلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان.

الشبيلي، يوسف (١٤٢٩هـ) زكاة الأسهم، ضمن أبحاث ندوة زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية، الرياض، ١٧ جمادى الأولى ١٤٢٩هـ.

الشبيلي، يوسف (١٤٣٢هـ) الموقع الرسمي على شبكة الإنترنت:

www.shubily.com/index.php?news=35 تاريخ الزيارة ١٢ شعبان ١٤٣٣هـ.

الشبيلي، يوسف (١٤٣٣هـ) زكاة الصناديق والمحافظ والصكوك الاستثمارية، ضمن ندوة بيت الزكاة بعنوان (زكاة الصناديق و المحافظ والصكوك الاستثمارية)، تونس.

الغفيلي، عبدالله (١٤٢٩هـ) النوازل في الزكاة، رسالة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، ١٤٢٩هـ.

الغفيلي، عبدالله (١٤٣٣هـ) زكاة الصناديق والمحافظ والصكوك الاستثمارية، ضمن ندوة بيت الزكاة بعنوان (زكاة الصناديق و المحافظ والصكوك الاستثمارية)، تونس.

فالكم للخدمات المالية (٢٠١٠م) نشرة صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية.

الفوزان، صالح (١٤٢٩هـ) كيف تحسب زكاتك؟ الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض.  
 القايدي الحربي، عبدالرحمن (١٤٣٠هـ) الأحكام الفقهية لصناديق المؤشرات المتداولة، بحث  
 تكميلي لنيل درجة الماجستير من قسم الفقه المقارن بالمعهد العالي للقضاء، جامعة  
 الإمام محمد بن سعود الإسلامية.

مجمع الفقه الإسلامي (١٤٠٨هـ) قرار رقم : ٢٨ ( ٤/٣ ) بشأن زكاة الأسهم في الشركات،  
 الدورة الرابعة، جدة، المملكة العربية السعودية، من ١٨-٢٣ صفر ١٤٠٨هـ الموافق ٦-  
 ١١ فبراير ١٩٨٨م.

مجمع الفقه الإسلامي (١٤٠٨هـ) قرار رقم: ٦٣ (٧/١) بشأن الأسواق المالية، الدورة السابعة،  
 جدة، المملكة العربية السعودية ٧-١٢ ذو القعدة ١٤١٢هـ (٩-١٤ مايو ١٩٩٢).  
 المزيني، خالد (١٤٢٩هـ) أثر الجباية في سوق الأسهم، ضمن أبحاث ندوة زكاة الأسهم  
 والصناديق الاستثمارية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، ١٧  
 جمادى الأولى ١٤٢٩هـ.

الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، معايير المحاسبة، الرياض.  
 وزارة الاستثمار (٢٠٠٧م) قرار الوزير رقم ٢٩٤ لسنة ٢٠٠٧م، جمهورية مصر العربية.

ثانياً: باللغة الإنجليزية

**BlackRock** (2012) *ETP Landscape: Industry Highlights*, (May 2012).

**Gastineau, Gary** (2010) *The Exchange-Traded Funds Manual*, Wiley Finance.

**Kosev, Mitch and Thomas Williams** (2011) *Exchange-traded Funds*, Bulletin, Reserve bank of Australia.

**Securities and Exchange Commission** (SEC) (2008) *Exchange-Traded Funds*, SEC Release Nos. 33-8901, IC-28193, 73 Fed. Reg. 14618 (March 11, 2008).

## ملحق (أ)

## صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية (فالكم ٣٠)

يهدف صندوق فالكم ٣٠ لتحقيق نمو ومكاسب رأسمالية على المدى الطويل من خلال الاستثمار بشكل غير نشط في الأسهم السعودية لمطابقة أداء المؤشر (F30) قبل الرسوم والمصاريف. ويضم المؤشر أكبر ٣٠ شركة من حيث القيمة السوقية للأسهم المتداولة (الأسهم الحرة)، والمتوافقة مع الشريعة حسب معايير شركة فالكم المالية. ويتبع الصندوق أسلوب الإدارة غير النشطة للمحافظة بالاستثمار في الأسهم المكونة لمحفظه المؤشر بنفس التكوين والوزن النسبي لتوزيع الأصول بغرض محاكاة أداء المؤشر.

تأسس الصندوق بناء على موافقة هيئة السوق المالية رقم (٢٢٥٦/٥) بتاريخ ٢٢ مارس ٢٠١٠م وطرح في تداول يوم الأحد ٢٨ مارس ٢٠١٠م كأول إصدار في قطاع صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالية السعودية.

## ملخص المعلومات الأساسية للصندوق

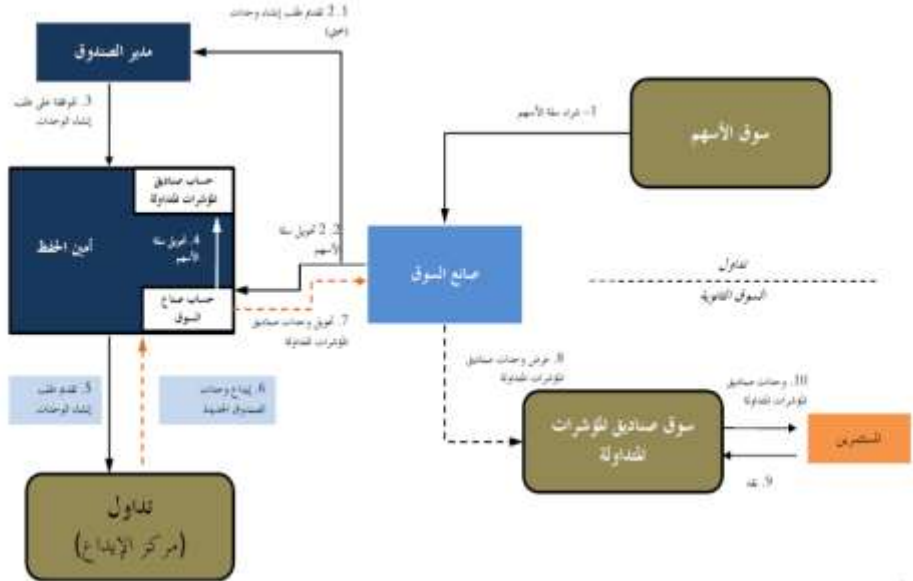
مدير الصندوق	شركة فالكم للخدمات المالية
صانع السوق الأول*	شركة فالكم للخدمات المالية
مزود خدمة المؤشر	السوق المالية السعودية (تداول)
السوق المدرجة فيه وحدات الصندوق	السوق المالية السعودية (تداول)
أمين الحفظ	مجموعة HSBC
حجم الرزمة	٢٥ ألف وحدة
قيمة أول إصدار لصانع السوق	٥٠٠ ألف ريال
القيمة الأولية لوحدة التداول	٢٠ ريالاً
رسوم الإدارة	٠.٥٪ من صافي قيمة الأصول سنوياً
رسوم الإداري	٠.٢٢٪ من صافي قيمة الأصول سنوياً
رسوم الحفظ	٠.١٪ من صافي قيمة الأصول سنوياً
رسوم استخدام المؤشر	٠.١٪ من صافي قيمة الأصول سنوياً
رسوم الإدراج والتسجيل	٠.٠٨٪ من صافي قيمة الأصول سنوياً

إجمالي الرسوم	١٪ من صافي قيمة الأصول سنويًا
التوزيعات	يتم الاحتفاظ بها في الصندوق مبدئيًا لأغراض الرسوم والمصاريف وما إلى ذلك، ويجوز أن يجري الصندوق وفقًا لتقدير مجلس إدارته توزيع الفائض في شكل توزيعات لحاملي الوحدات
الهامش بين سعر البيع والشراء	٢٪
القيمة الأولية للإصدار	٥٠ مليون ريال

\* أصبح البنك السعودي الفرنسي لاحقًا صانع سوق ثاني لوحدات الصندوق

ويلحظ على الإصدار مقارنة بما عليه العمل في الأسواق المالية الأخرى، أن مدير الصندوق، وصانع السوق، والحافظ جهة واحدة، وهو ما يمثل استثناء مرحلي. فالأصل أن يكون صانع السوق مستقلاً عن المدير بسبب تعارض المصالح. كما تشترط بعض الأسواق وجود أكثر من صانع سوق لوحدات المؤشر لضمان المنافسة.

ويوضح الشكل (أ-١) آلية عمل الصندوق.



المصدر: نشرة صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية (٢٠١٠م)

## ملحق (ب)

### نماذج من الفتاوى السائدة في زكاة صناديق الاستثمار

١- فتوى الدكتور يوسف الشبيلي، وجاء فيها:

الأموال التي في الصناديق الاستثمارية لها حكم عروض التجارة. ومن المعلوم أن هذه الصناديق لا تجب عليها الزكاة من قبل مصلحة الزكاة والدخل، وعلى هذا فيجب عليك أن تزكي كامل حصتك في هذه الصناديق، وذلك بتقييمها وقت حلول زكاتها وتخرج ربع عشر تلك القيمة أي (٢,٥٪) من قيمة حصتك في الصندوق بحسب ما وصلت إليه من زيادة أو نقصان. فمثلاً: لو أن شخصاً ساهم في الصندوق بثمانين ألف ريال، وكان معتاداً في أن يحسب زكاة أمواله يوم العاشر من رمضان، فإنه في ذلك اليوم يقيم حصته في الصندوق، فلو كانت تساوي ذلك اليوم مئة ألف ريالٍ مثلاً فالزكاة الواجبة عليه هي ربع عشر المائة ألف أي ألفان ونصف، أما لو نقصت قيمة حصته إلى خمسين ألف ريالٍ مثلاً فيزكي عن الخمسين ألف ريالٍ فقط أي يخرج ألفاً ومائتين وخمسين ريال، والله أعلم (الشبيلي، ١٤٣٣هـ).

٢- فتوى المجموعة الشرعية لبنك البلاد، وجاء فيها:

درست الهيئة الشرعية موضوع زكاة سهم البنك في جلسات عدة، وزكاة وحدات صناديق الاستثمار وبعد المداولة والمناقشة قررت الهيئة ما يأتي: زكاة وحدات صناديق الاستثمار: تجب على المتداول (مالك الوحدات) بقيمتها السوقية (آخر تقييم معلن من البنك) عند حلول الحول (حلول الموعد السنوي لزكاة المتداول). (بنك البلاد، ١٤٣٣هـ)



٣- الرأي الذي أورده الدكتور صالح الفوزان في كتاب (كيف تحسب زكاة أموالك؟)، ويمثل رأي مجموعة من الفقهاء في الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، وجاء فيه:

يجب على من يملك وحدات في الصناديق الاستثمارية إخراج زكاتها إلا أن كان مدير الصندوق يخرج الزكاة نيابةً عن المساهمين. وتُزكى وحدات الصناديق كزكاة عروض التجارة (٥,٢٪) حسب قيمتها يوم الحول، ويخصم منها الموجودات غير الزكوية كالأصول الثابتة والأصول المعدة للتأجير إن وُجدت. (الفوزان، ١٤٢٩هـ).

## **Zakat of Exchange Traded Funds**

**Mohammad Al-Suhaibani**

*Professor of SABIC Chair for Islamic Financial Markets Studies,  
College of Economics & Administrative Sciences, Al Imam Mohammad  
Ibn Saud Islamic University (IMSIU), Riyadh, Saudi Arabia*

**Abdullah Al-Ghufaili**

*Assistant Professor, Department of Comparative Jurisprudence,  
Higher Judicial Institute, Al Imam Mohammad Ibn Saud Islamic  
University (IMSIU), Riyadh, Saudi Arabia*

**Abstract.** The paper explores the economic structures of the Exchange Traded Funds (ETFs) that have been launched recently in the Saudi Capital Market, in order to examine the type of zakat payable by the trader of ETF units. The paper concluded that ETFs are a special type of investment funds characterized by passive management, which evidently impact the fiqh ruling regarding their Zakat. The passive management excludes both the intent for trading and the trading itself by the fund manager. As such, zakat ruling will depend on the intent and action of the trader of ETF units and on whether the zakat of fund assets already paid or not. If (1) the trader intends to purchase ETF units for investment, (2) he do not trade them contrary to this intention and (3) the zakat of fund assets is already paid, then the ETF trader do not need to pay zakat on all ETF unites owned by him. Otherwise, if the zakat of fund assets is not already paid, the ETF trader need to pay the zakat and the amount of zakat will depend in this case on the type of fund assets. The paper shows that this fiqh ruling encourages the financial investment in ETFs compared to the prevailing fiqh opinion that dose not differentiate between ETFs and other mutual fund in term of zakat.