

تاريخ الإرسال:
10 October 2022

تاريخ القبول:
3 December 2022

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم في السوق المالية السعودية

محمد بن إبراهيم السحيباني

خالد بن عبد الرحمن المهنا

سليم بن عبد السلام المسدي

المستخلص

هدف البحث إلى إجراء دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم 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 بمدى نشاط المدير في المتاجرة بمكونات المحفظة، وما إذا كانت الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق مزكاة من عدمه. وبالاعتماد على بيانات 32 صندوقاً استثمارياً متخصصاً في الأسهم لعام 2021؛ 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. وتعد هذه النتائج أولية؛ لكونها مبنية على عدد من الافتراضات. وقدم البحث عدداً من التوصيات العملية المتعلقة بخيارات تطبيق الزكاة على صناديق الاستثمار، وطريقة حساب معدل دوران محافظ الصناديق التي تستثمر في الأصول المالية.

كلمات مفتاحية: زكاة صناديق الاستثمار، معدل دوران المحفظة، الأسهم، السوق المالية السعودية، أداء الصناديق الاستثمارية.

INCEIF
UNIVERSITY

ISRA
RESEARCH
MANAGEMENT
CENTRE

مجلة إسرا الدولية للمالية
الإسلامية.
المجلد (13) العدد (2)
ديسمبر 2022
ص 67-104

eISSN:
2948-3549

DOI:
doi.org/10.55188/ijifarabic.
v13i2.334

نُشر في مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، من قبل مركز إدارة البحوث للأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية (إسرا)، جامعة إنسييف (INCEIF). تم نشر هذا المقال بموجب ترخيص Creative Commons Attribution (CC BY 4.0) ويُسمح لأي شخص بإعادة إنتاج وتوزيع وترجمة وإنشاء أعمال مشتقة من المقال (لأغراض تجارية وغير تجارية على حد سواء)، مع مراعاة الإحالة الكاملة إلى المنشور الأصلي والمؤلفين. يمكن الاطلاع على الشروط الكاملة لهذا الترخيص من خلال <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode>

Received
10 October 2022

Accepted
3 December 2022

Zakat of Investment Funds: An Applied Study on Equity Funds in the Saudi Stock Market

Mohammad I. Al-Suhaibani
Khaled A. Almuhanha
Slim A. Mseddi

Imam Mohammad Ibn Saud Islamic University, Saudi Arabia

Abstract

The aim of the paper is to estimate the zakat of equity funds in the Saudi stock market based on two *fiqh* rulings: the prevailing ruling that imposes zakat of trade merchandise on the value of all fund units, and the alternative ruling that links the fund zakat to the action of the fund manager in trading the fund components and whether or not zakat has already been paid on those components. The paper utilized the data of 32 equity funds on Saudi Exchange during 2021 and found that the estimated turnover ratios of equity funds support the alternative *fiqh* ruling. The results are preliminary as they are based on a set of assumptions to estimate the turnover ratios. Based on the results, the paper suggested four options for imposing zakat on equity funds and proposed a new formula to calculate the turnover ratio of equity funds.

Key words: Zakat of investment funds, portfolio turnover ratio, stocks, Saudi Exchange, mutual fund performance.

JEL classification: G10, G11



**ISRA International Arabic
Journal of Islamic Finance
(IJIF-Arabic)**

Vol. 13 • No. 2 • 2022
pp. 67-104

eISSN:
2948-3549

DOI:
doi.org/10.55188/ijifarabic.
v13i2.334

© Published in ISRA International Arabic Journal of Islamic Finance by ISRA Research Management Centre, INCEIF University. This article is published under the Creative Commons Attribution (CC BY 4.0) licence. Anyone may reproduce, distribute, translate and create derivative works of this article (for both commercial and non-commercial purposes), subject to full attribution to the original publication and authors. The full terms of this licence may be seen at <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode>

1. مقدمة

يهدف البحث إلى إجراء دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم بهدف تقدير زكاتها بناء على الرأي الفقهي السائد الذي يوجب زكاة عروض التجارة في جميع وحدات صناديق الاستثمار مقابل رأي آخر، نصلح على تسميته بالرأي البديل، والذي يربط الزكاة بنوع الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق ومدى نشاط المدير في المتاجرة بمكونات محفظة الصندوق. كما يهدف البحث إلى اختبار العديد من الفرضيات حول زكاة صناديق الاستثمار، وأثرها المتوقع على قرارات المستثمرين، والتي سوف نستعرضها في الفقرة (2-3). وتنبع أهمية البحث من الناحية النظرية في تقييم صحة الرأي السائد مقابل الرأي البديل بناء على الواقع الفعلي لعمل صناديق الاستثمار في الأسواق المالية. أما من الناحية التطبيقية، فتظهر أهمية البحث من دوره في تقديم توصيات عملية 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، يستعرض البحث بعد هذه المقدمة الإطار النظري للبحث، ويصف في القسم الثالث البيانات التي اعتمدت عليها الدراسة التطبيقية، ومنهجية تحليلها، تمهيداً للقسم الرابع الذي يركز على تحليل نتائج البحث والخامس الذي يناقش النتائج مقارنة بفرضيات البحث. ويختتم البحث بعرض أهم نتائج البحث وأبرز توصياته النظرية والعلمية.

2. الإطار النظري للبحث

استعرض السحيباني وآخرون (2022) الإطار النظري الممهّد للدراسة التطبيقية في هذا البحث، والذي سعى لتقييم إمكانية استخدام معدل الدوران مؤشراً لعمل المتاجرة في الأسواق المالية. وتوصل البحث إلى أن معدل دوران المحفظة الاستثمارية مُقدّر مناسب لعمل المتاجرة. كما استعرض البحث أهم الدراسات الفقهية السابقة بشأن حكم زكاة صناديق الاستثمار، وعدد من الدراسات المالية السابقة عن علاقة معدل الدوران بثلاثة متغيرات هي: (1) أداء

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم في السوق المالية السعودية

صناديق الاستثمار، (2) الأفق الزمني لاستثمارات الصناديق، (3) الضرائب التي يتحملها الصندوق. وقد انتهى البحث إلى اشتقاق ست فرضيات قابلة للاختبار الإحصائي حول زكاة الصناديق الاستثمارية، والتي سنركز على اختبارها في هذا البحث باستخدام عينة من صناديق الأسهم في السوق المالية السعودية. وتمهيداً للدراسة التطبيقية نلخص فيما يلي أبرز ما توصل إليه السحيباني وآخرون (2022) وخاصة الفرضيات التي سيركز هذا البحث على اختبارها.

1.2 آراء الفقهاء في زكاة صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم

أظهر استقراء الاجتهادات الفقهية في مسائل زكاة صناديق الاستثمار وجود رأيين أساسين في زكاة صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم هما:

الرأي السائد: وهو إيجاب زكاة عروض التجارة في وحدات صناديق الاستثمار، بحيث يقوم مالك الوحدات بإخراج ربع العشر (2.5%) من قيمة وحدات الصندوق سنوياً. وممن تبني هذا الرأي الشبيلي (1433)، والمصلح (1436) والعصيمي (1443) والقري (1432) والخثلان (2019: 349/3).

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، لذا يكون العامل المؤثر في الزكاة هو عمل المتاجرة من قبل مدير الصندوق. ومن أشهر من أخذ بهذا الرأي آل دائلة (1429) والغفيلي (1429 و1433)، والذي أكدته كل من السحيباني والغفيلي (1434) والسحيباني والمهنا (1438). وتبنت هذا الرأي مؤخراً المجموعة الشرعية في الراجحي المالية (2021) وتبناه الأهلي كابيتال (2021).

2.2 معدل دوران محافظ الاستثمار

تبين من مسح الدراسات الفقهية والمالية السابقة في السحيباني وآخرون (2022)، مناسبة استخدام معدل دوران المحافظ الاستثمارية Portfolio Turnover Ratio أو اختصاراً PTR؛ لتقدير حصيلة زكاة الصناديق المتخصصة بالاستثمار في الأسهم بناء على الرأي البديل، وذلك

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

بضرب قيمة وحدات الصندوق في معدل الدوران، وإخراج ربع العشر (2.5%) من الناتج؛ فقد أكدت الدراسات المالية السابقة على أن معدل دوران المحفظة أفضل قرينة دالة على غرض المتاجرة؛ لكونه معياراً موضوعياً يستند إلى قرائن واضحة يمكن الاستدلال بها للتفريق بين أصول المحفظة المعدة للاستثمار طويل الأجل أو تلك المعدة للمتاجرة قصيرة الأجل. حيث يقيس المعدل حدة تكرار بيع الأصول المالية وشرائها من قبل مدير المحفظة، وبحسب 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 (المشترأة) 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 يسهم في معدل الدوران. فكلما ازداد معدل دوران المحفظة، كان ذلك دلالة على وجود عنصر العمل الدال على المتاجرة في أصولها المالية. وبطبيعة الحال، إذا كان المعدل أكبر من 100%، اعتبرت جميع أصول المحفظة لغرض المتاجرة، وإذا كان سالباً، اعتبرت جميع أصول المحفظة لغرض الاستثمار.

3.2 الفرضيات القابلة للاختبار حول أثر زكاة صناديق الاستثمار

قام السحيباني وآخرون (2022) بتحليل أثر الآراء الفقهية على قرارات الاستثمار المالي، ومسح الدراسات المالية السابقة حول العلاقة بين معدل الدوران وثلاثة متغيرات هي: أداء الصناديق، والأفق الزمني لاستثماراتها، ومقدار الضرائب التي تتحملها. وبناء على ذلك تم استخلاص ست فرضيات بشأن الآثار الاقتصادية لزكاة صناديق الاستثمار، قابلة للاختبار الإحصائي في حال توافر بيانات عن متغيرات معينة. وهذه الفرضيات هي:

الفرضية الأولى : معدل دوران المحفظة والرأي الفقهي السائد

يدعم الدليل الإحصائي المبني على معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار الرأي الفقهي السائد الذي يوجب زكاة عروض التجارة في جميع وحدات صناديق الاستثمار. وتحديدًا: يبلغ معدل دوران معظم صناديق الاستثمار أعلى من 100%.

الفرضية الثانية: أثر الرأي الفقهي السائد على الاستثمار المؤسسي

يُثبِتُ الرأي الفقهي السائد من توجه الأفراد للاستثمار المؤسسي الذي يتم عبر 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.

الفرضية الثالثة: أثر الرأي الفقهي السائد على الاستثمار مقابل المتاجرة

لا يحفز الرأي الفقهي السائد مديري 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: أثر زكاة الصناديق في أدائها

حيث توجد علاقة طردية قوية بين زكاة صناديق الاستثمار ومعدل الدوران، وحيث يسهم ارتفاع معدل الدوران بزيادة زكاة الصناديق المقدرة بالإضافة إلى تكاليف ضمنية أخرى وهي: مصاريف التعامل، وتكاليف غير مباشرة مرتبطة بأثر هذه التعاملات على أفضل عرض وطلب، وعلى سعر الأصل محل التعامل؛ فالتوقع أن تؤدي زكاة الصناديق إلى تخفيض أدائها. ويتطلب اختبار هذه الفرضية استبدال معدل الدوران بوصفه متغيراً مفسراً للأداء بحصيلة زكاة الصندوق المقدرة.

الفرضية الخامسة: زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري

مقلوب معدل الدوران مقدّرٌ مناسبٌ لمدة احتفاظ مدير الصندوق بأصوله المالية، وحيث توجد علاقة طردية بين زكاة الصناديق ومعدل دورانها؛ يتوقع وجود علاقة عكسية بين زكاة

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم في السوق المالية السعودية

الصناديق وأفقها الاستثماري كما تحدده سياسة الصندوق المعلنة. ويتطلب اختبار هذه الفرضية دراسة العلاقة بين زكاة الصناديق وسياساتها الاستثمارية.

الفرضية السادسة: زكاة الصناديق وجاذبيتها للمستثمرين

من الواضح أن زكاة صناديق الاستثمار سوف تقلل من عوائدها بعد الزكاة، ومن المتوقع بناء على ذلك أن يؤدي ارتفاع معدل الدوران إلى تقليل عوائد صناديق الاستثمار بعد الزكاة بنسبة أكبر، ومن ثم ضعف جاذبية الصناديق للمستثمرين. ويمكن اختبار هذه الفرضية من خلال دراسة العلاقة بين عوائد صناديق الاستثمار بعد الزكاة وصافي الاشتراكات في الصناديق. وتتمثل الإضافة الرئيسية لهذا البحث في اختبار صحة هذه الفرضيات باستخدام البيانات والمنهجية الموضحة في القسم التالي.

3. البيانات والمنهجية

بحسب ما تم توضيحه في القسم السابق، تقوم أطروحة البحث على تقدير زكاة الصناديق بناء على معدل دوران محفظة الصندوق. وبناء عليه، يعد المتغير الأساس في هذا البحث هو "زكاة الصناديق" المقدرة 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 أنها لا تنشر إحصائية "معدل دوران محفظة الصندوق" ضمن إحصاءاتها السنوية أو الربعية؛ إذ لم نطلع على أي صندوق قام بذلك بشكل تطوعي، كما أن 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 (انظر على سبيل المثال: Tucker, 2018 و Frohlich et al, 2020 و Livingston et al, 2019). ولهذا تم اللجوء إلى حلول

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

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، وقد 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 الجدول (1)

جدول 1: توزيع نسبة مصاريف التعامل على الجهات المستحقة لها

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

ومن المتوقع أن تقوم شركات الوساطة التي تدير صناديق الاستثمار بتقديم حسومات للصناديق التي تديرها قد تتجاوز 70%، وحيث إن 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).

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

ولتوضيح آلية تقدير حصيلة الزكاة بناء على هذه الطريقة نأخذ مثالا 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 (2) 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 2: 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 (2)، 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 أن مدير الصندوق ملزمٌ بدفع مصاريف تعامل عن صفقات الشراء والبيع؛ يمكن من خلال المعلومات المعلنة عن مصاريف التعامل الحصول

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

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:

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

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

حيث D هي قيمة مصاريف التعامل التي تعلنها الصناديق، و c هي النسبة المفترضة التي يتحملها الصندوق في كل صفقة شراء أو بيع. وبحسب الجدول (1) تتحمل الصناديق بالضرورة 5 نقاط أساس بالإضافة إلى 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 (3) النسب المفترضة الخمس التي يمكن أن يتحملها الصندوق عن كل صفقة.

جدول 3: النسب الخمس المفترض تحميلها على الصندوق من كل صفقة

نسبة المفترضة التي يتحملها الصندوق من عمولة مؤسسة السوق (مدير الصندوق) x	نسبة العمولة المدفوعة من الصندوق $c_i = 5 + 10.5 (x_i)$ (نقطة أساس)	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):

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

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

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

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

$$PTR_0 = \frac{D}{2cV} \dots (1)'$$

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

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، V ، 50,674,964.50 ريال. والتي بناء عليه تم حساب قيمة معدل الدوران PTR_0 حسب الافتراضات الخمس أعلاه في الجدول (4). علاوة على ذلك، تم تعديل معدل دوران المحفظة كما هو مقترح في بعض الدراسات السابقة (انظر على سبيل المثال (Tucker, 2018) من خلال طرح القيمة الأكبر من الاشتراكات أو الاستردادات خلال السنة من بسط المعادلة (1) :

$$PTR_1 = \frac{D - \max (Red, Sub)}{2cV}$$

أو طرح مجموعهما من بسط المعادلة :

$$PTR_2 = \frac{D - (Red + Sub)}{2cV}$$

جدول 4: 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 (4) 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 موجباً 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.

2.1.3 طريقة تقدير معدل الدوران بناء على أكبر عشرة استثمارات الصندوق

تنشر 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. 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 (5) 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 (5) : نشاط المتاجرة لصندوق استثمار متخصص في الأسهم السعودية من واقع ملاحظة التغير في أكبر عشرة استثمارات للصندوق (م : مليون ريال) .

م	السهم / الربع	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	1 (م)	2 (م)	3 (م)	4 (م)	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	إسمنت 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	الإتماء		6.84	4.91	8.05	0.00	2.95	2.88	4.84	4.84	
12	إكسترا		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

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

	4.31	4.31	4.18	2.19	0.00	7.16	7.12	5.08		معادن	14
	3.38	3.38	4.03	0.00	0.00	5.61	6.87			كيان	15
-3.04		0.00	3.04	0.00	0.00		5.18			سابك مغذيات	16
-2.83		0.00	2.83	0.00	0.00		4.82			ميكو	17
-2.63		0.00	2.63	0.00	0.00		4.48			إعمار	18
	3.31	3.31	0.00	0.00	0.00	5.5				اتحاد اتصالات	19
	3.11	3.11	0.00	0.00	0.00	5.16				الجزيرة	20
						77.99	69.42	74.51	76.12	مجموع النسب (%)	
-31.26	35.75	46.9388	40.7724355	32.18343	30.89541	60.19	58.73	43.19	40.59	حجم الأصول (م)	

ونلاحظ من الجدول (5) أن أكبر عشرة أسهم استثمر فيها الصندوق تمثل ما يقارب ثلاثة أرباع أصول الصندوق، وأنها قد تغيرت من حيث نسبتها 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:

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

حيث Sub تمثل قيمة الاشتراكات، و Red تمثل الاستردادات.

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

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

ويمكن مقارنة هذه المعدلات بما تم التوصل له في الجدول (3). 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:

زكاة صندوق الاستثمار = معدل الدوران \times قيمة أصول الصندوق \times 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. 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 تنطبق عليها هذه الشروط 48 صندوقاً للأعوام من 2019 إلى 2021. وقد تم استبعاد 16 صندوقاً بسبب عدم توافر الإفصاحات الربعية لها، كما اقتصرَت 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 الاقتصار 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.

ونشير في ختام استعراض عينة البحث إلى أن السوق المالية السعودية تتضمن صناديق متداولة (ETF) متخصصة في الأسهم، وهي مستبعدة من عينة البحث، لأن أصولها مزكاة باعتبار أنها تتضمن أسهماً لشركات سعودية تخرج زكاتها لهيئة الزكاة. وباعتبارها متداولة، فإن عمل مدير الصندوق بالمتاجرة منتف في حقها؛ فينطبق 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 بعض فرضياته، سيطبق البحث المنهجية التالية لوصف وتحليل بيانات عينة البحث. حيث نقوم في البداية بتحليل 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 إفصاحاتها الربعية.
 3. عمر الصندوق: عدد السنوات منذ إنشاء الصندوق.
 4. نسبة رسوم الصندوق: حسب نشرة الإصدار، والمفصح عنها في التقارير الربعية.
- وقد تم اختيار هذه المتغيرات الأربع بناء على توافر البيانات، واستخدامها من قبل عدد من الدراسات السابقة (انظر على سبيل المثال: Martí-Ballester, 2019 و Busse et al, 2020 و Nguyen et al, 2019). 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 مُقدّرَين مختلفين لزكاة الصناديق بناء على هاتين الطريقتين.

4. التحليل

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

1.4 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 خمسة افتراضات حول نسبة الحسم من رسوم التداول، وثلاثة افتراضات حول طريقة طرح مبالغ الاشتراكات والاستردادات. فيكون لدينا 15 معدلاً (3×5) 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، وثلاثة افتراضات حول طريقة طرح مبالغ الاشتراكات والاستردادات. ويلخص الجدول (6) الإحصاءات الوصفية لهذه المعدلات.

ويتضح من الجدول (6) 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 (5). 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 و/أو 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.

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

جدول 6: 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						
الطريقة حساب المعدل	الأولى					نسبة تحمل مصاريف التعامل (%)
	100	75	50	25	0	
الثانية	54.01%	67.28%	81.00%	101.74%	136.77%	208.58%
المتوسط الحسابي	27.20%	0.420687	0.506458	0.636161	0.855167	1.304129
الانحراف المعياري	104.40%	213.41%	256.92%	322.71%	433.81%	661.56%
المدى	105.72%	221.85%	267.08%	335.48%	450.97%	687.74%
أكبر قيمة	1.32%	8.44%	10.17%	12.77%	17.17%	26.18%
أصغر قيمة	القسم ب: معدل الدوران مع طرح الأكبر من الاشتراكات أو الاستردادات PTR_1					
المتوسط الحسابي	-1.37%	30.39%	44.10%	64.85%	99.88%	171.68%
الانحراف المعياري	45.64%	0.401153	0.466988	0.576587	0.775853	1.205946

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

189.18%	219.14%	234.67%	258.14%	353.38%	581.13%	المدى
68.48%	161.57%	195.34%	246.41%	350.12%	586.88%	أكبر قيمة
-	-57.58%	-39.33%	-11.73%	-3.26%	5.75%	أصغر قيمة
القسم ج : معدل الدوران مع طرح مجموع الاشتراكات والاستردادات (PTR ₂)						
-28.49%	12.44%	26.16%	46.91%	81.93%	153.74%	المتوسط الحسابي
66.24%	0.527307	0.571788	0.654842	0.822926	1.219139	الانحراف المعياري
278.73%	321.46%	336.99%	360.46%	400.09%	546.04%	المدى
60.83%	157.72%	191.49%	242.56%	328.80%	543.51%	أكبر قيمة
-	-	-	-	-71.29%	-2.54%	أصغر قيمة
217.90%	163.75%	145.49%	117.90%			
32	32	32	32	32	32	عدد المشاهدات

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

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

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.

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

وبناء على تقدير زكاة الصناديق حسب المعادلات أعلاه تم حساب نسبة الزكاة المقدرة لصافي أصول الصندوق. ويلخص الجدول (7) 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_2) (PTR_1) على التوالي.

جدول 7: 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 (7) على العلاقة العكسية 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 العلاقتان مع علاقة معدل الدوران بهاذين 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 1.39% حسبما يظهر في الجدول (7) أعلاه. أما بالنسبة للطريقة الثانية فسنعتمد على التقدير الأساسي Z_0 ، لأنه الأقرب للمتوسط حسب الطريقة الثانية. وللتعرف على مدى ملاءمة

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

هذا الاختيار تم حساب مصفوفة الارتباط بين نسب الزكاة المقدرة حسب الطريقتين (وعددها 21 نسبة)، ويبين جدول (8) معامل ارتباط التقديرين المختارين مع بقية التقديرات .

جدول 8 : 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 PTR_0
-10%	64%	25	
-15%	68%	50	
-12%	72%	75	
-6%	73%	100	
-3%	60%	0	الأولى PTR_1
-8%	92%	25	
5%	100%	50	
14%	97%	75	
22%	91%	100	
3%	79%	0	الأولى PTR_2
1%	95%	25	
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.

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

2.4 أثر الزكاة على أداء الصناديق:

لتحليل أثر الزكاة على أداء الصناديق، نجري انحداراً لخصائص الصندوق (المتغيرات المستقلة) على أداء الصندوق (المتغير التابع)، حسب تعريف المتغيرات الموضحة في الفقرة (3-3). ويوضح الجدول (9) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الأساسية في الدراسة وهي المتغيرات المستقلة الخمس بالإضافة إلى المتغير التابع.

جدول 9: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع

الإحصائية	العائد	بيتا المخاطرة	عمر الصندوق	حجم الصندوق	رسوم الإدارة	الزكاة المقدرة	
						الطريقة (1)	الطريقة (2)
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

يبين الجدول (10) 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

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

الزكاة المقدرة (حسب الطريقة الأولى) مع حجم الصندوق هي الأعلى حيث بلغت 95%، بسبب دخول حجم الصندوق في معادلة حساب الزكاة.

جدول 10: الارتباط بين المتغيرات المستقلة (%)

المتغير المستقل	ت	ر	ح	نسبة رسوم	الزكاة	الزكاة
بيتا (المخاطرة)	100.0	1.2	9.7	-21.4	7.1	0.3
عمر الصندوق		100.0	36.3	1.7	28.5	33.7
حجم الصندوق			100.0	-2.7	95.3	64.9
نسبة رسوم الإدارة				100.0	-6.1	12.5
الزكاة المقدرة (الطريقة 1)					100.0	66.0
الزكاة المقدرة (الطريقة 2)						100.0

ونتيجة لارتفاع درجة الارتباط بين حجم الصندوق والزكاة المقدرة تم استبعاد متغير حجم الصندوق، كما تم استخدام لوغاريتم متغيرات الزكاة المقدرة وعمر الصندوق في انحدار المتغيرات المستقلة على المتغير التابع المتمثل في الأداء والذي يلخص نتائجه جدول (11).

جدول 11: العلاقة بين خصائص الصناديق ومعدل أدائها

باستخدام تقدير الزكاة حسب الطريقة الثانية		باستخدام تقدير الزكاة حسب الطريقة الأولى		المتغير
تقدير المعامل	قيمة P-value	تقدير المعامل	قيمة P-value	
-0.228351	0.281383	0.160206	0.240648	الثابت
0.099449	0.379286	0.066385	0.545272	بيتا (المخاطرة)

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

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.

5. مناقشة النتائج

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

1.5 معدل دوران محافظ صناديق الاستثمار والرأي الفقهي السائد

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

نسبة الزكاة إلى أصول الصندوق حسب الرأي الفقهي السائد تساوي 2.5%. وبين الجدول (7) 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 (7) 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 (5-7)

2.5 أثر الآراء الفقهية على الاستثمار المؤسسي

يُثبِّط 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 من صحتها 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 ستبنى الرأي السائد أم الرأي البديل، وهل ستوجب الزكاة على محافظ الصناديق أم جميع محافظ الاستثمار في السوق؟ وعلى الرغم من عدم توافر البيانات التي يمكن استخدامها لاختبار هذه الفرضية، إلا أن يمكن اعتبار البيانات المتاحة حول النمو في عدد المشتركين في صناديق الاستثمار العامة مقابل النمو في محافظ الأفراد والمحافظ الخاصة مؤشراً أولياً على صحة هذه الفرضية. فكما يتضح من الجدول (12) 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.

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

جدول 12: النمو في عدد المشتركين في صناديق الاستثمار مقابل عدد المحافظ الاستثمارية للأفراد

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

3.5 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 مديري

الصناديق للاستثمار طويل الأجل على حساب المتاجرة قصيرة الأجل، حيث لا يعطي هذا الرأي أي ميزة 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 وتخفزه 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 (6)، والتي تشير إلى معدلات دوران مرتفعة نسبياً، وتتجاوز في المتوسط 50%، ما يدل على أن الرأي الفقهي السائد حالياً لا يحد من توسع مديري الاستثمار في المتاجرة. كما يدل الجدول (7) على إمكانية تخفيض زكاة الصندوق بناء على الرأي البديل مع توجه الصندوق للاستثمار بدلاً عن المتاجرة.

ودون شك فإن الحكم القاطع على هذه الفرضية سيكون بعد احتساب الزكاة على صناديق الاستثمار، ومن ثم دراسة أثرها على سلوك مديري الصناديق. على أي حال، يمكن الاستدلال المبدئي على صحة هذه الفرضية بناء على الدليل الموضح في الجدول (12) أعلاه، والذي يظهر انخفاضاً ملحوظاً في عدد المشتركين في صناديق الاستثمار العامة مقابل تزايد محافظ الأفراد والمحافظ الخاصة.

4.5 أثر زكاة الصناديق في أدائها

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 أنه بالإضافة إلى ذلك قد يشجع مديري 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. وعليه، لا يتوقف أثر ارتفاع معدل الدوران في زيادة زكاة الصناديق المقدرة؛ بل يؤدي

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

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 بها 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 لها البحث في الجدول (11)، والذي يظهر أن للزكاة المقدرة بصفتها متغيراً مفسراً أثراً إيجابياً ومعنوياً 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، لأنها غير مفروضة على الصناديق من قبل هيئة الزكاة، لذا فهي 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.

5.5 زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري

مقلوب معدل الدوران مقدراً مناسباً لمدة احتفاظ مدير الصندوق بأصوله المالية، وعليه يمكن استخدام جدول (6) لتقدير الأفق الاستثماري لصناديق الاستثمار في عينة البحث. ويتضمن الجدول (13) متوسط عدد سنوات احتفاظ صناديق الاستثمار بأصولها المالية.

جدول 13: 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

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

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 عاما ونصفا تقريبا. ولكن السؤال الأهم هو: هل توجد علاقة عكسية بين زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري كما تحدده سياسة الصندوق المعلنة؟

للإجابة عن هذا السؤال تمت 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 أشارت 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.

6.5 زكاة الصناديق وجاذبيتها للمستثمرين

الفرضية السادسة التي تطرقنا لها في الفقرة (3.2) مفادها أن تطبيق الزكاة على صناديق الاستثمار سيؤدي إلى التقليل من عوائدها بعد الزكاة، وهو ما سيجعل المستثمرين يهتمون بمتابعة أداء الصناديق قبل الزكاة وبعدها. ومن المتوقع بناء على ذلك أن يؤدي ارتفاع معدل الدوران إلى تقليل عوائد الصناديق بعد الزكاة؛ فتضعف 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 في 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.

7.5 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. وأملاً في أن يكون توفير هذه الإحصائية مما يخدم تقدير زكاة صناديق الاستثمار بشكل دقيق نقترح فيما يلي الطريقة الآتية لحساب هذه الإحصائية.

كما هو معلوم فالزكاة تحسّل 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، فيكون 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:

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

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

حيث تمثل S و B و nRed و nSub القيم المبينة في الإحصائيات الأربع 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 الأربع أعلاه .

8.5 الحساب الدقيق للزكاة مقابل تقديرها

اتضح من خلال مناقشة زكاة الصناديق التي تستثمر في أصول غير مزكاة، وكذلك
مناقشة مسألة الازدواجية في الزكاة في السحبياني وآخرون (2022)، أنه بالإمكان حساب زكاة
صناديق الاستثمار بشكل دقيق وعادل في حال توافر البيانات المطلوبة لحساب الزكاة في القوائم
المالية للشركات التي يسهم 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).

6. الخاتمة

1.6 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 يمكن اعتباره مؤشراً أولياً على صحة 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 أثراً إيجابياً ومعنوياً 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 مديري 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 بين زكاة الصناديق المقدرة وأفقها الاستثماري المعلن في سياساتها . وتعد هذه النتيجة خلافاً للمتوقع؛ لأن اعتماد الصناديق سياسات استثمار طويلة المدى، يزيد من توجهها للاستثمار بدلاً عن المتاجرة، وبناء عليه ينخفض معدل دورانها وتقل زكاتها مقارنة بالصناديق التي تتبع سياسة المتاجرة قصيرة الأجل .

- 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، ومن ثم تقليل مجال التقدير في حساب الزكاة إلى أدنى حد ممكن.
- تعد هذه النتائج أولية؛ لكونها مبنية على عدد من الافتراضات، أو العلاقات الإحصائية غير المباشرة. وينطبق ذلك بشكل أكبر على الفرضيات (2، 3، 5، 6). لذا 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، ومعرفة أثرها الفعلي على حوافز مديري الصناديق والمستثمرين في السوق. وفي حال توافر هذه البيانات مستقبلاً، فإن الفرصة تكون مواتية لإجراء بحوث جديدة تستهدف اختبار هذه الفرضيات.

2.6 توصيات البحث

وفي ضوء النتائج أعلاه يوصي البحث بما يأتي:

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. ويتطلب هذا الخيار بالنسبة للصناديق المتخصصة بالأصول المالية تحديد مقدار الزكاة للسهم، سواء كان مزكّى أو غير مزكّى، لغرض تجنب الشني، بالإضافة إلى حساب معدل دوران محفظة الصندوق لقياس درجة نشاط الصندوق في المتاجرة. 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.

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

ويدعم تبني هذا الخيار من الناحية الفقهية أن الجباية العامة للزكاة تزيل الإشكال عن 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 بالبحث بالنظر في تبني هذا الخيار بعد مدة من تبني أحد الخيارات (ب، ج، د) 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 أو لا، ومعدل دوران محفظة الصندوق.

وهذا الخيار، وإن كان مفضولاً بالنسبة للخيار (ب)، إلا أنه 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

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

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 مديري 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 بإلزام مديري الاستثمار بحساب هذا المعدل ونشره ضمن الإفصاحات الربعية والسنوية للصناديق الاستثمارية، أو على الأقل المعلومات الأساسية لحسابه بشكل دقيق، وفق الطريقة المقترحة في الفقرة (7.5).

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.

ونوثق في ختام البحث أن الجهات المنظمة في المملكة والمتمثلة في هيئة السوق المالية وهيئة الزكاة والضريبة والجمارك توجهت لتبني الخيار (ب) الموصى به أعلاه، كما يظهر من "قواعد جباية الزكاة من المستثمرين في الصناديق الاستثمارية" التي تم اعتمادها مؤخراً (أم القرى، 2022). وتتكون القواعد من تسع مواد، تضمنت المادة السادسة منها طريقة حساب زكاة مالك الوحدة في الصندوق، والتي أخذت في الحسبان معدل دوران محفظة الصندوق، دون أن تشير إلى ذلك صراحة، بل من خلال استخدام المتغيرات في بسط ومقام معدل الدوران، حيث نصت الفقرة (د) من المادة السادسة على: "تحدد نسبة الاستثمارات لغير المتاجرة لصناديق الأسهم وفق الآتي:

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

- 1- يُحسم بشكل شهري إجمالي مبلغ عمليات الاشتراكات من إجمالي مبلغ عمليات الشراء، ويحسم إجمالي مبلغ عمليات الاسترداد من إجمالي مبلغ عمليات البيع، ويؤخذ الناتج الأعلى منهما، ويقسم على صافي قيمة الاستثمارات في الأسهم للصندوق للشهر نفسه.
- 2- تطبق الفقرة الفرعية (1) من هذه الفقرة لكل شهر خلال السنة، وتؤخذ أعلى نسبة من أشهر السنة، وتضرب في قيمة الاستثمارات في الأسهم المثبتة برصيد آخر السنة المالية في قائمة المركز المالي للصندوق الاستثماري، والناتج يصنف بأنه نسبة المتاجرة من ذلك البند، ومتممه يعامل معاملة الاستثمار المحتفظ به لغير المتاجرة وفقاً للمادة الخامسة من اللائحة.
- وطريقة الحساب التي تبنتها هذه القواعد قريبة من طريقة الحساب المقترحة في الفقرة (5).
- 7)، والفرق الرئيس هو حساب معدل الدوران بشكل شهري وهو دون شك يعطي نتائج أدق، ولكن الطريقة مالت لصالح تعظيم مقدار الزكاة على المكلف من خلال أخذ الناتج الأعلى من صافي مبلغ عمليات الشراء أو البيع بعد طرح الاشتراكات/ الاسترداد، وكذلك في أخذ أعلى معدل دوران خلال أشهر السنة. والأفضل اختيار المتوسط في الحالتين، كما هو معتبر في حالة التقدير في كثير من أحكام الزكاة.

المصادر والمراجع

- أم القرى (2022)، الموافقة على قواعد جباية الزكاة من المستثمرين في الصناديق الاستثمارية، السنة 101، العدد 4962، الجمعة 29 جمادى الأولى 1444هـ-23-12-2022م، ص 9.
- الأهلي كابيتال (2021)، كيف تؤدي زكاة استثماراتك؟، موقع الأهلي كابيتال على شبكة الإنترنت: alahlicapital.com، تاريخ الزيارة: 20 سبتمبر 2021.
- آل دائلة، حسن (1429). زكاة الصناديق الاستثمارية. بحث مقدم في ندوة (زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية) الذي نظمتها الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بالرياض في 17 جمادى الأولى 1429.
- الخثلان، سعد (1442)، السلسبيل في شرح الدليل: شرح دليل الطالب مع ذكر أبرز النوازل والمسائل المعاصرة، الرياض، دار أطلس.
- 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.
- السحيباني، محمد وخالد المهنا وسليم المسدي (2022)، إمكانية استخدام معدل الدوران لتقدير زكاة صناديق الاستثمار، مجلة الجامعة القاسمية للاقتصاد الإسلامي، 2 (2)، 01-34.
- السحيباني، محمد وعبد الله الغفيلي (1434)، "زكاة صناديق المؤشرات"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م26، ع2، 3-44.
- الشبيلي، يوسف (1433)، زكاة الصناديق والمحافظ والصكوك الاستثمارية، ضمن ندوة بيت الزكاة بعنوان (زكاة الصناديق والمحافظ والصكوك الاستثمارية)، تونس.
- العصيمي، محمد (1443)، ملخص أحكام الزكاة، موقع مركز مقاصد على شبكة الإنترنت، qa.halal2.com/zakah-summary، تاريخ الزيارة 15 ربيع الأول 1443هـ.

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

- 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 .
- 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 ، الرياض ، دار سليمان الميمان للنشر والتوزيع .
- Busse Jeffrey A. and Tarun Chordia, Lei Jiang, Yuehua Tang (2020) Transaction Costs, Portfolio Characteristics, and Mutual Fund Performance. *Management Science* 67(2):1227-1248. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3524>
- Frohlich, Cheryl and Nilufer Ozdemir, John Mc ElDowney (2020). Turnover ratio and the performance of mutual funds. *Journal of Finance and Accountancy*, vol.28, 1-10.
- Livingston Miles and Ping Yao, Lei Zhou, (2019). The volatility of mutual fund performance. *Journal of Economics and Business*, Vol 104, 105835 Available at: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148619518300961>
- Martí-Ballester, Carmen-Pilar (2019), Do European renewable energy mutual funds foster the transition to a low-carbon economy?, *Renewable Energy*, V.143, 1299-1309
- Nguyen, H.T. and Nguyen, D.T.N. (2019), "The impact of country-level and fund-level factors on mutual fund performance in Vietnam", *Journal of Economics and Development*, Vol. 21 No. 1, pp. 42-56. <https://doi.org/10.1108/JED-06-2019-0007>

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

- 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.
- **Translation of Arabic References**
- Al- Shubaily, Youssef (1433), Zakat of Funds, Portfolios and Sukuks (in Arabic), presented at the Zakat House Symposium entitled "Zakat of Funds, Portfolios and Sukuks", Tunisia.
- Al-Ghufaili. Abdullah (1429). Nawazel Alzakat. PhD thesis. Imam Muhammad Ibn Saud Islamic University. Riyadh.
- Al-Ghufaili. Abdullah (1433). Zakat on Funds, Portfolios and Sukuk (in Arabic), presented at the Zakat House Symposium entitled (Zakat of Funds, Portfolios and Sukuk), Tunisia.
- Al-Khathlan, Saad (1442), Alsalsabil fi sharh aldalil: sharh dalil altaalib mae dhikr 'abraz alnawazil walmasayil almueasira, Riyadh, Dar Atlas.
- Al-Musleh, Khaled (1436), Zakat of Investment Funds: Shariah Vision (in Arabic), Research Presented to the International Symposium on Entrepreneurial Finance, Second Session, Agadir, Morocco
- Al-Osaimi, Muhammad (1443), Summary of Zakat Rules (in Arabic), Makassed Center website, (qa.halal2.com/zakah-summary), date of visit: 15 Rabi' al-Awwal 1443 AH.
- Al-Quri, Muhammad (1432), Zakat of Stocks, Investment Funds and Sukuk (in Arabic), Unpublished Paper, King Abdulaziz University, Jeddah.
- Al-Suhaibani, Mohammed, Khalid Al-Muhanna and Slim Al-Mseddi (2022), The Potential of Using the Turnover Ratio to Estimate the Zakat of Investment Funds (in Arabic), Al Qasimia University *Journal of Islamic Economics*, 2(2), 01–34. <https://doi.org/10.52747/aqujie.2.2.157>.
- Al-Suhaibani, Muhammad and Abdullah al-Ghufaili (1434), Zakat of Index Funds (in Arabic), *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 26(2), 3-44.
- Al-Suhaibani, Muhammad and Khalid al-Muhanna (1438), Zakat of Portfolios and Investment Funds: A New Vision (in Arabic), *Journal of Islamic Economic Studies, Islamic Research and Training Institute*, 23(2), Islamic Development Bank, Jeddah.
- Da'ila, Hassan (1429). Zakat of investment funds (in Arabic), Research presented at the seminar (Zakat of Stocks and Investment Funds) organized by the International Islamic Organization for Economics and Finance, Riyadh on 17 Jumada Al-Awwal 1429. (in Arabic).
- NCB Capital (2021), How do you pay zakat on your investments? (in Arabic), NCB Capital website: (alahlicapital.com), Date of visit: 20 September 2021.
- Nour, Ali (1441), The Estimation Doctrine in the Calculation of Zakat: An Applied Study of the Methodology of Assessment and Approximation of Stock Companies Zakat (in Arabic), Riyadh, Dar Sulaiman Al-Maiman House for Publishing and Distribution.
- Sharia Group in Al Rajhi Capital (2021) Zakat of Investment Funds and its Most Important Rules (in Arabic), Al Rajhi Capital Website (alrajhi-capital.com), Date of Visit: 10

زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة
في الأسهم في السوق المالية السعودية

عن المؤلفين

1. كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية،
السعودية . mohisuh@gmail.com
2. كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية .
k_muhanha@yahoo.com
3. كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية .
samseddi@gmail.com