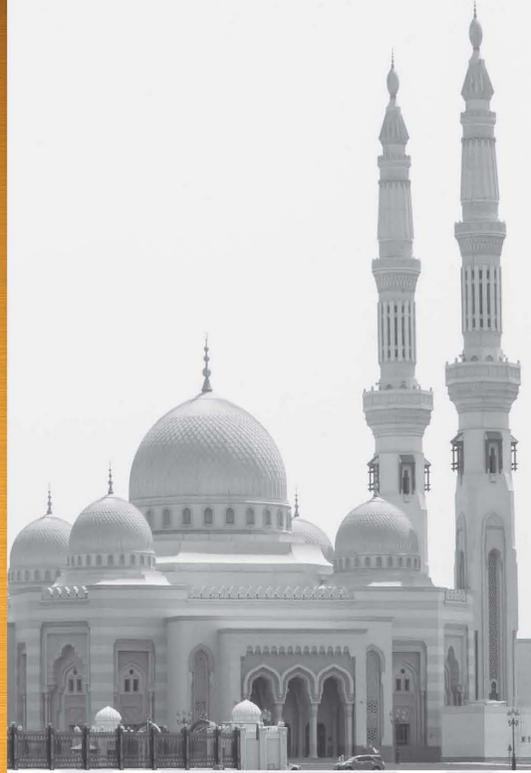




مَجَلَّةُ الْجَامِعَةِ الْقَاسِمِيَّةِ لِلْاِقْتِصَادِ الْإِسْلَامِيِّ

مَجَلَّةٌ عَامِيَّةٌ مُحْكَمَةٌ نِصْفُ سَنَوِيَّةٍ



المجلد: 2، العدد: 2

جمادى الأولى 1444 هـ / ديسمبر 2022 م

التقييم الدولي المعياري للدوريات: 2788-5542

إمكانية استخدام معدل الدوران لتقدير زكاة صناديق الاستثمار

THE POTENTIAL OF USING THE TURNOVER RATIO TO ESTIMATE THE ZAKAT OF INVESTMENT FUNDS¹

محمد بن إبراهيم السحيباني

جمعية الاقتصاد الاجتماعي، المملكة العربية السعودية

Mohammad Ibrahim Al-Suhaibani

Association for Social Economics, Saudi Arabia

خالد بن عبد الرحمن المهنا

جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية

Khaled Abdul Rahman Al-Muhanna

Imam Mohammad Ibn Saud Islamic, Saudi Arabia

سليم بن عبد السلام المسدي

جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية

Slim A. Mseddi

Imam Mohammad Ibn Saud Islamic, Saudi Arabia

¹ Article received: Sept. 2022; article accepted: Nov. 2022

الملخص

هدف البحث إلى تقييم إمكانية استخدام معدل الدوران مؤشراً لعمل التجارة من قبل مديري صناديق الاستثمار في الأسواق المالية، بناء على الرأي الفقهي الذي يربط زكاة الصناديق الاستثمارية بمدى نشاط مدير الصندوق في المتاجرة بمكونات محفظة الصندوق. وقد توصل البحث إلى أن معدل دوران المحفظة الاستثمارية مُقدّر مناسب لعمل المتاجرة. وبناء على الدراسات السابقة حول علاقة معدل الدوران بثلاثة متغيرات هي: (1) أداء صناديق الاستثمار، (2) الأفق الزمني لاستثمارات الصناديق، (3) الضرائب التي تتحملها الصناديق، توصل البحث إلى ست فرضيات قابلة للاختبار الاحصائي حول زكاة الصناديق الاستثمارية. وختم البحث بعدد من التوصيات العملية.

Abstract

The objective of the paper is to evaluate the possibility of using the turnover ratio as an indicator of the act of trading by investment fund managers in the financial markets, based on the *fiqh* opinion that links the zakat of investment funds to the extent of the fund manager's activity in trading the components of fund's portfolio. The paper concluded that the investment portfolio turnover ratio is a suitable estimate for the fund manager's trading activities. Based on literature studied the relationship between the turnover ratio and three variables: (1) the performance of investment funds, (2) the fund investment time horizon and (3) the fund capital gain tax, the paper derived six testable hypotheses about the zakat of investment funds. The paper concluded with several practical recommendations.

الكلمات الدالة: زكاة صناديق الاستثمار، معدل دوران المحفظة، السوق المالية، أداء صناديق الاستثمار.

Keywords: Zakat of investment funds, portfolio turnover ratio, stocks, stock market, mutual fund performance.

1 - المقدمة

لا تقتصر آثار الزكاة على متغيرات الاقتصاد الحقيقي، مثل: الاستهلاك والاستثمار والحافز على العمل، بل تتعداها لتشمل قرارات الاستثمار المالي المتعلقة بالاختيار بين (1) الاستثمار الفردي، من خلال تكوين المحافظ الخاصة أو (2) الاستثمار المؤسسي، من خلال الاشتراك في صناديق الاستثمار، وكذلك اختيار المستثمر الفرد أو المؤسسي بين: (1) شراء أصول مالية لغرض الاستثمار طويل الأجل أو: (2) المتاجرة قصيرة الأجل، أو ما يعرف بالمضاربة في العرف السائد في الأسواق المالية. ويعتمد أثر الزكاة على قرارات الاستثمار المالي على طريقة إيجاب الزكاة على صناديق الاستثمار، والتي تعتمد بشكل مباشر على درجة نشاط مدير الصندوق في المتاجرة بمكونات المحفظة من الأصول المالية.

ويهدف البحث إلى تقييم إمكانية استخدام معدل الدوران مؤشراً لعمل المتاجرة من قبل مديري صناديق الاستثمار في الأسواق المالية، بهدف استخدامه في تقدير زكاة صناديق الاستثمار، كما هو مفصل في السحبياني والغفيلي (1434) والسحبياني والمهنا (1438).

وتتبع أهمية البحث من الجانب النظري في المساعدة على اشتقاق العديد من الفرضيات القابلة للاختبار الاحصائي حول زكاة صناديق الاستثمار وأثرها على قرارات الاستثمار. أما من الناحية العملية، فتتبع أهمية البحث من دوره في اقتراح معادلة أكثر ملاءمة لحساب معدل الدوران، وبالتالي زكاة صناديق الاستثمار.

ولتحقيق أهداف البحث واختبار الفرضيات أعلاه، يستعرض البحث بعد هذه المقدمة، الدراسات الفقهية السابقة حول موضوع البحث وربطها بمقاصدها، ويتناول في القسم الثالث الدراسات المالية السابقة حول علاقة معدل الدوران بكل من أداء صناديق

الاستثمار، والأفق الزمني لاستثمارات الصناديق، ومقدار الضرائب التي يتحملها الصندوق. ويركز البحث في القسم الرابع على الفرضيات التي يمكن اشتقاقها بناءً على الربط بين الدراسات الفقهية والمالية. ويختتم البحث بعرض أهم نتائج البحث وأبرز توصياته.

2 - الدراسات الفقهية السابقة

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

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

بدأ اهتمام الفقهاء المعاصرين بزكاة صناديق الاستثمار في فترة متأخرة نسبياً، حيث تركز اهتمامهم في البداية على حكم زكاة الأسهم، وتبعه لاحقاً الاهتمام بحكم زكاة الأنواع الأخرى من الأوراق المالية مثل السندات والصكوك. ويوضح الجدول (1) تطور الدراسات في زكاة الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

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

الاستثمار

سنة النشر	زكاة الأسهم	زكاة السندات	زكاة الصكوك	زكاة الصناديق
1980 وما قبل	5	0	0	0
1981-85	3	1	0	0
1986-90	19	3	0	1
1991-95	2	0	0	0
1996-00	0	0	1	0

1	0	0	2	2001-05
1	3	3	7	2005-10
5	2	0	8	2011-15
2	10	2	9	2016-21
10	16	9	55	الإجمالي

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

وكما يظهر من الجدول (1)، تركزت معظم الكتابات الموجودة حول زكاة الأوراق المالية في حكم زكاة الأسهم، ولا تزال كثير من المسائل في حكم زكاة الأسهم محل خلاف على الرغم من صدور عدد من قرارات الندوات والمجامع الفقهية بشأنها. كما نجد اهتماماً ملحوظاً من الفقهاء في زكاة السندات مع بداية الاهتمام بزكاة الأسهم بالنظر لكونها الورقة المالية الشائعة المرافقة للأسهم في ذلك الوقت. ونلاحظ في المقابل تأخراً في دراسة زكاة الصكوك، وهو أمر طبيعي بالنظر إلى أنها لم تأخذ زخمها ضمن الأسواق المالية إلا بعد عام 2000م. كما نلاحظ وجود اهتمام متعاظم بزكاة صناديق الاستثمار، ما يدل على أهمية موضوع البحث من الناحية العملية.

ويمكن تفسير هذا الاهتمام بكون زكاة الأسهم منطلقاً للحكم على زكاة بقية الأوراق المالية بما فيها السندات والصكوك ووحدات صناديق الاستثمار، إذ يوجد تشابه بين الأسهم ووحدات صناديق الاستثمار بجامع أن موجودات الشركات المساهمة، كما هو الحال في الصناديق، متنوعة تبعاً لتنوع نشاط الشركة والصندوق. فالشركات يمكن أن تكون تجارية، أو صناعية، أو زراعية، أو عقارية. وبالتالي فإن الحكم على زكاة بقية الأوراق المالية وصناديق الاستثمار مشتق من الحكم على الأوراق المالية التي تستثمر فيها ومن أهمها الأسهم. كما يمكن تفسير اهتمام الفقهاء بزكاة الأسهم كونها الورقة المالية الأكثر توافقاً مع الشريعة، وبالتالي الأكثر استخداماً من قبل المستثمرين المهتمين بحكم الزكاة.

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

وحيث يركز البحث على زكاة صناديق الاستثمار المتخصصة في الأصول المالية، فسنبقوم فيما يلي باستعراض أبرز الآراء الفقهية في حكم زكاة هذه الصناديق. مع التأكيد على أن فريق البحث لن يقوم بالاجتهاد ببيان حكم فقهي جديد بشأن زكاة هذه الصناديق، حيث سيكتفي بتحديد أهم الآراء الفقهية في حكم زكاتها، تمهيداً لاشتقاق الفرضيات المتعلقة بتقدير زكاة الصناديق، وأثرها على قرارات الاستثمار المالي.

2-2 زكاة صناديق الاستثمار المتخصصة في الأصول المالية

يُظهر استقراء الاجتهادات الفقهية في مسائل زكاة صناديق الاستثمار أن هناك اتجاهًا قوياً لإيجاب زكاة عروض التجارة وهي ربع العشر (2.5%) في قيمة ما يملكه المتداولون من وحدات صناديق الاستثمار، ومن ذلك رأي الشبلي (1433)، والمصلح (1436) والعصيمي (1443) والقرني (1432) والحثلان (2019: 349/3). وفيما يظهر أن هذا الاتجاه الفقهي قائمٌ على افتراض ضمني هو أن صناديق الاستثمار

ذات إدارة ناشطة في المتاجرة بأصول الصندوق لمصلحة المشتركين فيه، وأن الأصل أنها عروض التجارة لا مستغلات، دون تفریق في الحكم بحسب نية المشترك في الصندوق، أو نية مدير الصندوق، أو عملهما، أو طبيعة نشاط الصندوق وموجوداته الزكوية، ومدى كونها مركة من عدمه.

في المقابل، يوجد رأي فقهي آخر يسير في زكاة صناديق الاستثمار بما استقر عليه معظم العلماء المعاصرين في زكاة الأسهم، ونطلق عليه الرأي البديل، والذي يفصل في زكاة الصناديق بحسب نوع موجودات الصندوق، وثية مالك وحداته. ومن أشهر من أخذ بهذا الرأي آل دائلة (1429) والغفيلي (1429 و1433)، والذي أكدته كل من السحيباني والغفيلي (1434) والسحيباني والمهنا (1438). وتبني هذا الرأي مؤخراً المجموعة الشرعية في الراجحي المالية (الراجحي المالية، 2021) والأهلي كابيتال (2021). حيث فصل هذا الاتجاه في زكاة صناديق الاستثمار بحسب معايير إضافية لم تقتصر على طبيعة موجودات الصندوق ونية مالك وحداته، بل شملت نية وعمل مدير الصندوق. وتعد زكاة صناديق المؤشرات المتخصصة في الأسهم التي تمت دراستها في السحيباني والغفيلي (1434)، أبرز مثال لمخالفة واقع صناديق الاستثمار للرأي السائد المبني على فرضية المتاجرة، لكون صناديق المؤشرات المتداولة بحسب طريقة عملها صناديق ذات إدارة خاملة، تستبعد ابتداء نية التجارة وعملها من قبل مدير الصندوق، ما يجعل الحكم بزكاتها مرتبطاً بنية متداول وحداتها وعمله، وما إذا كانت أصولها مركة من عدمه. وقد فتح الرأي البديل في طريقة تزكية صناديق الاستثمار الباب لإعادة النظر في الفتوى السائدة حول صناديق الاستثمار بما يجعلها أقرب إلى العدالة، وتحقيق مقاصد الزكاة، مع تجنب الثني (الازدواجية في الزكاة). خاصة وأن الاجتهاد الفقهي السائد يدفع الأفراد الراغبين في الاستثمار لتكوين محافظهم الخاصة بدلاً من شراء وحدات في صناديق الاستثمار. وهذا الاختيار نتيجة متوقعة للمفاضلة بين استثمار غير مركي (من خلال المحافظ الخاصة) واستثمار مركي (من خلال محافظ الصناديق). ويؤدي ذلك إلى تشبيط

إنشاء صناديق الاستثمار، وهو ما يقوّض أبرز أعمدة الاستثمار المؤسسي في الأسواق المالية. فصناديق الاستثمار تمثل أهم المتداولين المطلعين الذي يسهمون بشكل كبير في تعزيز كفاءة السوق التي تعد من مقاصد الجهات الإشرافية والتشريعية. علاوة على ذلك، يؤدي إيجاب زكاة عروض التجارة على صناديق الاستثمار - حسب الاتجاه الفقهي السائد - إلى محاباة الصناديق التي تختار المتاجرة قصيرة الأجل على حساب الصناديق التي تتجه للاستثمار طويل الأجل، الأكثر مخاطرة وأعظم فائدة للاقتصاد.

2-3 الثني في الزكاة

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

ومن الناحية الاقتصادية، يؤدي الثني إلى آثار سلبية مشوهة على قرارات التمويل الاستثمار المالي. فلو أخذنا الاستثمار المالي على سبيل المثال، فإن قرار الشركة بالاستثمار بشراء أوراق مالية يجعل هذه الورقة وسيطاً بين الشركة المستثمرة والشركة المصدرة للورقة.

أما إذا كان الاستثمار بشراء وحدات صندوق استثماري، فسيكون هناك وسيطاً ثانٍ هو مدير الصندوق الذي يتداول في الأوراق المالية. وإذا كان الصندوق لا يستثمر إلا في صناديق أخرى (صندوق الصناديق) فسيكون هناك وسيطاً ثالثاً، وهكذا. والإشكال الذي قد يظهر هنا هو احتمال جباية الزكاة من المكلف (الشركة المستثمرة) والشركة المساهمة المصدرة للورقة المالية، وأي وسيط بينهما كمدير صندوق الاستثمار، على الرغم مما يؤدي إليه ذلك من ثني واضح. ويزداد احتمال الثني مع توجه نية وعمل الشركة المستثمرة والوسطاء إلى الاستثمار طويل الأجل بدلاً عن المتاجرة قصيرة الأجل في الأوراق المالية. ولهذا من المهم لهيئة الزكاة الاهتمام بهذا الأمر، لمنع تكرار تحصيل الزكاة بلا مبرر شرعي، والذي يكون له في الغالب آثار اقتصادية مشوهة. وقد قدم الشيبلي (1434) طريقة مقترحة لتجنب الثني في حال الاستثمار في الأسهم. وتمثل الطريقة في أن ينظر المتاجر في الأسهم المزكاة إلى عدد الأيام التي تملك فيها الأسهم التي وجبت عليه زكاتها، ويحسم من زكاتها ما يعادل نسبة تملكه لها إلى أيام السنة.

2-4 صناديق الاستثمار التي تستثمر في أصول مالية غير مزكاة

تشير مسألة معرفة حصة الأصل المالي الواحد من الزكاة مسألة مهمة وهي زكاة صناديق الاستثمار التي تتضمن أوراقاً مالية غير مزكاة؛ لأنه توجد صناديق متخصصة بالاستثمار في أوراق مالية غير مزكاة سواء كانت أسهماً، أو صكوكاً لشركات خليجية، أو عربية، أو دولية. فكيف تتم تزكية هذه الصناديق خاصة إذا كانت الهدف من طرحها هو الاستثمار طويل الأجل؟

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

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

1. إذا استطاع المساهم أن يعرف من حسابات مصدر الأسهم ما يخص أسهمه من الزكاة، فيدفع الزكاة التي كان من المفترض أن يدفعها المصدر.

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

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

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

والخلاصة هي أن على المستثمر (صندوق الاستثمار في حالتنا) أن يتحرى من حسابات مصدر الأسهم لمعرفة ما يخص أسهمه من الزكاة، والتي كان من المفترض أن يدفعها المصدر. وبلا شك أن هذا الأمر مكلف بالنسبة لكل صندوق خاصة مع كثرة الأوراق المالية غير المزكاة وتنوعها. والخيار الذي يُتَوَقَّع أن تلجأ إليه الصناديق في حال إلزامها أو توكيلها بإخراج الزكاة هو اسناد هذه المهمة للشركات التي تقدم للصناديق حالياً

خدمة فحص التوافق الشرعي، وتطهير عوائد الأسهم، بحيث تطلب منها فحص القوائم المالية للشركات غير المزكاة في محفظتها بهدف تقدير زكاتها. ومن المتوقع أن يفتح التوسع في تقديم هذه الخدمة المجال لفقهاء التقدير في حساب زكاة الأوراق المالية (نور، 1441). ويؤمل أن يسهم التطور في استخدام التقنيات المالية في جعل تقدير زكاة أي ورقة مالية أمراً متاحاً للمستثمرين في ظل توافر بيانات ضخمة عن موجودات كل شركة يمكن معالجتها باستخدام الذكاء الاصطناعي لحساب الزكاة بشكل دقيق وتقليل مجال التقدير في حساب الزكاة إلى أدنى حد ممكن. ومن المبادرات الفردية في هذا المجال مقترح (Gassner, 2021) الذي يقوم على استيراد معلومات الشركات من مزودي المعلومات المالية، ومعالجتها بهدف تحديد مدى توافق الشركات مع الشريعة وتقدير زكاتها.

2-5 المحافظ الخاصة مقابل محافظ صناديق الاستثمار

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

الصناديق زكاة عروض التجارة، دون تمييز في الحكم بحسب نية مدير الصندوق وعمله أو طبيعة موجوداته الزكوية.

وفي الواقع إن محافظ صناديق الاستثمار تتردد - كالمحافظ الخاصة - بين المتاجرة والاستثمار، والحكم بمعاملة جميع الصناديق على أنها عروض تجارة، تفريق لا يستند إلى دليل من الفقه أو الواقع، في ظل ما هو مشاهد من إستراتيجيات واضحة للاستثمار طويل الأجل من قبل الصناديق، وتدني قيمة صفقات البيع والشراء التي تنفذها في السوق. ومن الواضح أن الاجتهاد الفقهي السائد يدفع الأفراد الراغبين في الاستثمار لتكوين محافظهم الخاصة - حتى ولو تم إدارتها من قبل شركات استثمارية متخصصة - بدلاً من شراء وحدات في صناديق الاستثمار العامة. وقد يترتب على هذا القرار آثار اقتصادية أبرزها كما أشرنا: إضعاف الاستثمار المؤسسي النافع للسوق المالية، وربما انجراف المستثمرين الأفراد غير المؤهلين للمتاجرة في السوق، ما يزيد من فرص التلاعب بالسوق؛ لكون هؤلاء المستثمرين من النوع الذي يفضل المتلاعب دخولهم السوق. وهو أمر مضر بمصلحة المتداول الفرد وكفاءة السوق وسيولته (السحبياني والغفيلي، 1434).

3 - الدراسات المالية السابقة

كما تبين من مسح الآراء الفقهية السابقة، يربط الرأي البديل في زكاة صناديق الاستثمار بعدة عوامل أهمها عمل المتاجرة من قبل مدير الصندوق. وحيث يوجد مقياس مستقر بين المتخصصين والممارسين في الأسواق المالية لقياس درجة نشاط مدير الصندوق في المتاجرة؛ وهو معدل دوران المحفظة الاستثمارية، فنستعرض فيما يلي مفهوم معدل دوران المحفظة وأبرز المقاييس المقترحة لحسابه، وذلك تمهيداً لتقييم مناسبة استخدامه لتقدير حصيللة زكاة الصناديق المتخصصة في الاستثمار في الأصول المالية. ويستعرض القسم بعد ذلك أبرز الدراسات المالية السابقة التي لها ارتباط بموضوع البحث، وتعلق تحديداً بأثر معدل الدوران في ثلاثة متغيرات هي: أداء صناديق الاستثمار، والأفق الزمني لاستثماراتها، والضرائب التي يمكن أن يتحملها الصندوق نتيجة ارتفاع معدل الدوران.

3-1 معدل الدوران: المفهوم والمقاييس

يقيس معدل دوران المحفظة Portfolio Turnover Ratio أو اختصاراً PTR معدل تكرار بيع وشراء الأصول المالية من قبل مدير المحفظة، وبحسب معدل الدوران للمحفظة خلال مدة معينة (سنة عادة). والمعادلة الشائعة لحساب معدل دوران المحفظة PTR هي:

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

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

وتلزم هيئة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة الأمريكية مديري صناديق الاستثمار بالإفصاح عن معدل دوران المحفظة في جميع التقارير السنوية للصناديق. وقد كان الدافع للإلزام بهذا الإفصاح في البداية إطلاع المستثمرين على أحد المؤشرات المهمة الدالة على تكاليف تعاملات الصندوق، ليصبح بعد ذلك المقياس الأبرز في التعبير عن التكاليف الضمنية الإضافية التي يتحملها الصندوق بالإضافة إلى تقدير الأفق الزمني لاستثماراته. وتبعاً لذلك، شاع استخدامه في الأوساط الأكاديمية ولدى الممارسين في صناعة الأوراق المالية. ويعد مركز البحث في أسعار الأوراق المالية The Center for Research in Security Prices: CRSP التابع لجامعة شيكاغو من أبرز مزودي البيانات المتعلقة بصناديق الاستثمار.

وعملياً، تختلف طرق حساب معدل دوران المحفظة حسب نوع مدخلات المعادلة أعلاه، والتي تتأثر بعدة عوامل. ونوضح فيما يلي هذه العوامل، والمُدخلات المناسبة التي يقترحها البحث:

أولاً: بسط المعادلة $\min\{S,B\}$

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

ثانياً: المقام V

عند تحديد قيمة الأصول المملوكة للمحفظة، يمكن اختبار قيمتها في أول السنة أو آخرها أو متوسطها السنوي. وتقتضي الدقة والعدالة اعتماد حساب المتوسط السنوي لقيمة الأصول اعتماداً على قيمة أصول المحفظة عند الإغلاق لجميع أيام التداول أو في نهاية كل أسبوع أو شهر أو ربع خلال السنة.

وفي الواقع توجد انتقادات على مدى تعبير معدل الدوران عن التكاليف الضمنية الإضافية للصندوق الاستثماري أو أفق سياسته الاستثمارية. ويستعرض (Tucker et al., 2018) عدداً من هذه الانتقادات ومقاييس جديدة أو معدلة لتلافي بعض هذه الانتقادات.

3-2- علاقة معدل الدوران بالأداء وأفق الاستثمار والضرائب

نستعرض في هذا القسم أبرز الدراسات السابقة حول ثلاثة مواضيع مهمة مرتبطة بمعدل دوران المحفظة بصفته المقياس الأكثر شيوعاً لنشاط صناديق الاستثمار بالمتاجرة. حيث نستعرض في البداية العلاقة بين معدل الدوران والأداء، ثم علاقة معدل

الدوران بالأفق الزمني لاستثمارات الصناديق، وأخيراً أثر معدل الدوران على مقدار الضرائب التي يتحملها الصندوق.

3-2-1 علاقة معدل الدوران بالأداء

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

وكما هو معلوم، تشمل مسؤوليات مدير صندوق الاستثمار إدارة محفظة الصندوق حسب سياسته الاستثمارية، بالإضافة إلى تسويق الصندوق، وإدارة الاشتراك في وحدات الصندوق واستردادها، وضمان الالتزام بالأنظمة (Kostovetsky & Warner, 2015). ويُعدّ مدير الصندوق متخذ القرار النهائي في تعظيم أدائه (Brooks, 2016; Kostovetsky & Warner, 2015) مقارنةً بأداء مؤشره المرجعي (Junarsin, 2013; Kostovetsky & Warner, 2015). ومنذ سنة 2002، بدأت شركة المؤشرات (S&P Dow Jones Indices) في نشر مؤشرات جديدة أطلقت عليها "بطاقات الأداء لمؤشر ستاندرد آند بورز مقابل الاستثمار النشط" (S&P Indices versus Active (SPIVA) scorecards) والذي يقيس النسبة المئوية للمديرين الذين يتفوقون على هذه المؤشرات في مختلف فئات الأسهم والدخل الثابت، بالإضافة إلى نشر بطاقة الأداء المستمر (Persistence Scorecard) التي تقيم احتمال استمرار الصندوق المصنّف أدائه ضمن الربع الأعلى لفئة معينة في البقاء في الربع

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

من جهة أخرى، قدّم (Cuthbertson et al., 2010) وصفاً للعلاقة بين معدل دوران المحفظة والتكاليف التي يتحملها مستثمرو صناديق الاستثمار على المدى الطويل، مثل: رسوم التداول وفروق أسعار العرض والطلب، وتأثير السعر الناتج عن

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

2-2-3 علاقة معدل الدوران بالأفق الزمني لاستثمارات الصناديق

يوفر معدل دوران المحفظة مدخلاً لأنماط الاحتفاظ بأصول الصناديق؛ إذ أن من أهم أسباب قيام مدير الصندوق بشراء أو بيع الأوراق المالية (1) تنفيذ السياسة الاستثمارية للصندوق؛ (2) شراء أصول جديدة عندما يشترك مستثمرون جدد في الصندوق؛ أو (3) بيع أصول حالية للصندوق، عندما يطلب بعض مشتركي الصندوق استرداد وحداتهم (Bullard, 2006). وتنعكس نسبة دوران المحفظة الأفق الزمني لاستثمارات لصندوق باعتبارها مُقدّر لمدى احتفاظ الصندوق بأصوله المالية. إذ يقدر معدل دوران المحفظة عدد المرات التي يستبدل فيها مدير الصندوق الأصول المالية الحالية بأصول جديدة. والعلاقة بين معدل دوران المحفظة والأفق الزمني لاستثمارات الصندوق عكسية؛ حيث توصلت بعض الأبحاث إلى أن مقلوب معدل دوران المحفظة مُقدّر إحصائي

مقبول لمتوسط مدة الاحتفاظ بأصولها (Næs & Ødegaard, 2007, 2009)؛ أي أن المحفظة التي معدل دورانها 20% يحتفظ بأصولها في المتوسط لمدة خمس سنوات، في حين أن المحفظة التي معدل دورانها 200% يتم تداول أصولها كل ستة أشهر في المتوسط. وينطبق ذلك بشكل أدق على أي أصل مالي في المحفظة عند حساب معدل دورانه. وعليه، يدل ارتفاع معدل الدوران على أن مدير الصندوق يبنّي قراراته عند تنفيذ سياسة صندوق الاستثمار على تحليل قصير المدى لأصول المحفظة. ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد، حيث يمكن أن يؤثر تركيز مديري الصناديق على المدى القصير على قرارات الشركات المتعلقة بتوزيع الأرباح. فإذا ما ساربت الشركات المساهمة التحليل قصير المدى للصناديق، فستتجه إلى دعم قرارات توزيع الأرباح على المدى القصير على حساب استبقائها للاستثمارات طويلة الأجل التي تزيد من موارد الاقتصاد وتسهم في الوقت نفسه في رفع قيمة الشركات على المدى البعيد. وفي هذا السياق نُشرت العديد من الدراسات التي حاولت تقييم العلاقة بين مدة احتفاظ صناديق الاستثمار بأصولها ومعدل الدوران. حيث توصلت دراسة (Tucker et al., 2018) إلى أن الاحتفاظ بأصول المحفظة قد يمتد من 15 إلى 17 شهراً لعينة من الصناديق المدرجة في السوق الأمريكية للفترة المتراوحة من 2005 إلى 2015، مع وجود أدلة على زيادة مدة الاحتفاظ في الفترة التي أعقبت الأزمة المالية. وأجرى (Lan et al., 2018) دراسة بهدف تحديد العلاقة بين مدة الاحتفاظ بأصول الصندوق ومهارة مديره، وتوصلت الدراسة إلى أن الأداء المتفوق للصناديق طويلة الأجل يرجع لاختيار أسهم الصندوق بناء على الأساسيات القوية طويلة المدى. علاوة على ذلك، تتفوق الأسهم التي تحتفظ بها الصناديق طويلة الأجل إلى حد كبير على الأسهم المملوكة من قبل الصناديق قصيرة الأجل بنسبة 2.7% إلى 3.5% سنوياً. وأجرى (Bailey Jonathan & Godsall Jonathan, 2013) استبياناً لكبار المديرين التنفيذيين ومديري مجالس الإدارة حول الطرق التي يوازنون بها بين الأولويات قصيرة المدى والطويلة، بالإضافة إلى الأطر الزمنية التي يستخدمونها لاتخاذ القرارات بشأن

الإستراتيجية والاستثمارات، ووجدوا أن هناك ضغطاً متزايداً لتحقيق نتائج قصيرة المدى، ما يعيق قدرتهم على اتخاذ قرارات إستراتيجية، علاوة على تحميل المستثمرين في الصناديق التكاليف المباشرة للدوران المحفظة في شكل رسوم تعاملات وضرائب أعلى.

3-2-3 معدل الدوران والضرائب التي يتحملها الصندوق

بالإضافة إلى تأثير معدل الدوران على الأداء والأفق الزمني لاستثمارات الصندوق، يؤثر المعدل في مقدار ضرائب المكاسب الرأسمالية *capital gain tax* التي يتحملها الصندوق والتي تُلقب بظلالها على الأداء. فعلاوة على تحمل المستثمرين في الصندوق تكاليف أعلى مع معدلات الدوران العالية والمتمثلة في تكاليف تعامل وفروق أسعار أعلى، تؤدي المتاجرة قصيرة الأجل إلى تحمل ضرائب أعلى. وهذا يؤثر سلباً على “الكفاءة الضريبية” للصناديق؛ حيث يؤدي معدل الدوران المرتفع الناتج عن الإدارة النشطة إلى تأثير مباشر على عائد ما بعد الضريبة للمساهمين. واستناداً للدراسة الميدانية التي قام بها (Bogle, 2017) وغطت السنوات الخمس والعشرين الماضية، بلغ متوسط معدل دوران المحفظة لصناديق الاستثمار النشطة 78% سنوياً، وتعد مرتفعة جداً مقارنة بمعدل دوران صناديق الاستثمار ذات الإدارة الخاملة مثل صناديق المؤشرات ETF والتي يقترب معدل دورانها من 3% سنوياً، ما ينتج عنه تكاليف تعاملات قريبة من صفر. كما بلغ متوسط العائد على صناديق الاستثمار النشطة 7.8% قبل الضريبة و6.6% بعد الضريبة (نسبة الضريبة تقدر بـ 15%). وفي دراسة حول العلاقة بين عوائد صناديق الاستثمار بعد الضرائب وجاذبيتها للمستثمرين، توصل (Bergstresser & Poterba, 2002) إلى أن هذه العوائد لها قوة أكبر من عوائد ما قبل الضرائب في تفسير تدفق الاشتراكات في الصناديق، وأن معدل الدوران مفسرٌ مهم للعبء الضريبي للصندوق.

4 - الآثار التطبيقية للعلاقة بين الدراسات الفقهيّة والماليّة

يحاول البحث في هذا القسم الربط بين الدراسات الفقهيّة والماليّة، لتحديد مدى ملاءمة استخدام معدل الدوران قرينة على عمل المتاجرة من قبل مدير صندوق الاستثمار،

والفرضيات القابلة للاختبار الإحصائي حول الآثار الاقتصادية لزكاة صناديق الاستثمار في حال توافر بيانات كافية عن معدلات دوران المحافظ الاستثمارية.

4-1 دلالة معدل الدوران على عمل المتاجرة

يتمثل الرابط الرئيس بين الأبحاث الفقهية والمالية السابقة أن مفهوم المتاجرة في الفقه يجعل من الملائم تقدير زكاة صناديق الاستثمار بالاستناد إلى معدل دوران محافظها الاستثمارية. حيث اتضح من خلال مسح الآراء الفقهية السابقة في موضوع زكاة صناديق الاستثمار أن أهم عاملين في التأثير على مقدار زكاة صناديق الاستثمار: قصد وعمل المتاجرة. وأن العامل الأهم من بين هذين العاملين هو العمل؛ لأنه إذا وجد فلا عبء بالقصد. أي أن الإعداد للبيع حاصل بالعمل وهو أقوى من النية. وتؤكد الدراسات المالية 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.

ويؤكد فريق البحث على أن المعتبر في حساب المتغيرات الداخلة في حساب معدل الدوران في المعادلة (1) هو المتوسط كما هو معتبر في حالة التقدير في كثير من أحكام الزكاة. وهو الموافق للهدى النبوي من التوسط في أخذ مال الزكاة. وفي حال حساب معدل دوران المحفظة بناء على المعادلة (1)، يمكن تحديد وعاء الزكاة بضرب معدل الدوران في قيمة أصول المحفظة عند تاريخ الحؤول. وبطبيعة الحال، إذا كان المعدل أكبر من 100%، عُدَّت جميع أصول المحفظة لغرض المتاجرة، وإذا كان سالباً، عُدَّت جميع أصول المحفظة لغرض الاستثمار.

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

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

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

وبناء على هذا المعادلة، يمكن الاسترشاد بمعدل دوران أي أصل مالي في المحفظة لتقدير مدة الاحتفاظ به. وإذا ما عددنا أن الاحتفاظ بالأصل مدة زمنية لا تقل عن عام دليلاً على غرض الاستثمار، وأن الاحتفاظ به لأقل من عام دليلاً على غرض المتاجرة (الشبيلي، 1433)، فيمكن تصنيف أي أصل في المحفظة على أنه لغرض الاستثمار (المتاجرة) إذا كان معدل دورانه أقل (أكبر) من 100%، باعتبار أن معدل الدوران المساوي 100% مؤشرٌ على الاحتفاظ بالأصل لمدة عام. وإذا ما طبقنا هذا المعيار على جميع الأصول المالية المملوكة للمحفظة في تاريخ حولها، فيمكن تصنيف الأصول بسهولة إما لغرض الاستثمار أو المتاجرة، وباستبعاد الأصول التي تصنف لغرض الاستثمار يمكن بسهولة تحديد قيمة وعاء زكاة عروض التجارة بضرب عدد الأسهم المتبقية بسعرها وقت الحؤول، مع إضافة ما تحتفظ به المحفظة من أصولها في شكل نقود. وبناء ذلك تحسب حصيلة زكاة الصندوق بضرب هذا الوعاء في نسبة زكاة عروض التجارة (2.5%).

وبحسب السحبياني والمهنا (1438) تم استخدام الطريقتين أعلاه لتقدير زكاة صناديق الاستثمار باستخدام خمس محافظ افتراضية. وتوصل البحث إلى أن الطريقة التي تعتمد على معدل دوران المحفظة أقل دقة في حساب مقدار الزكاة مقارنة بالطريقة الثانية التي تقوم على حساب معدل دوران كل أصل في المحفظة. في المقابل تتميز الطريقة الأولى بأنها تصعب التهرب من الزكاة، خاصة إذا اعتمد في حساب معدل الدوران على المتوسطات، في حين تسمح الطريقة الثانية بالتهرب من الزكاة؛ لأنها تتيح لمدير المحفظة

التخلص من أسهم المضاربة قبيل نهاية الحول واستثمار حصيلة بيعها في شراء أسهم جديدة.

4-2 فرضيات قابلة للاختبار حول أثر زكاة صناديق الاستثمار

يمكن الاستفادة من نتائج الدراسات السابقة التي درست العلاقة بين معدل دوران صناديق الاستثمار والمتغيرات الثلاثة أعلاه في تطوير فرضيات حول الأثر المتوقع لزكاة صناديق الاستثمار على أدائها، والأفق الزمني لاستثماراتها، وجاذبية عوائدها الصافية للمستثمرين. كما يُمكن أن تساعد هذه الدراسات في توقع الآثار الاقتصادية لإيجاب زكاة صناديق الاستثمار على قرارات المستثمرين بالتوجه للاستثمار طويل الأجل مقابل المتاجرة قصيرة الأجل، وعلى قرارات الشركات المتعلقة بتوزيع الأرباح، وتحديدًا توجيهها نحو الاستثمارات المعززة لقيمة الشركات في الأجل المتوسطة والطويلة عوضاً عن التركيز على الأجل القصيرة.

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

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.

ويمكن اختبار هذه الفرضية من خلال تحليل معدلات دوران محافظ صناديق الاستثمار. فإذا كان معدل دوران معظم صناديق الاستثمار أعلى من 100%، فيُعدّ هذا دليلاً إحصائياً على صحة هذه الفرضية. أما إذا كان معدل الدوران لمعظم الصناديق أقل من 100% فهذا دليل على خطأ هذه الفرضية، وبلا شك أن هذا يؤيد الرأي الفقهي البديل، ويكون التأييد أكبر لهذا الرأي كلما انخفض متوسط معدل الدوران في عينة الصناديق الاستثمارية.

الفرضية الثانية: أثر الرأي الفقهي السائد على الاستثمار المؤسسي

يثبط الرأي الفقهي السائد من الاستثمار المؤسسي؛ لأنه يمنح معاملة زكوية تفضيلية للاستثمار الفردي عبر المحافظ الخاصة على الاستثمار المؤسسي الذي يتم عبر الاشتراك في صناديق الاستثمار. وبعبارة أخرى، يُثبط الرأي الفقهي السائد من توجه الأفراد للاشتراك 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.

ويمكن التحقق من صحة هذه الفرضية بعد احتساب الزكاة على صناديق الاستثمار حسب معدل دورانها، ومن ثم دراسة أثرها على سلوك المستثمرين الأفراد، كما يمكن الاسترشاد بالتغير في معدل النمو في عدد المشتركين في صناديق الاستثمار العامة مقابل النمو في محافظ الأفراد والمحافظ الخاصة بعد تطبيق الزكاة لمعرفة مدى صحة هذه الفرضية.

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؛ فيوجب على جميع أصول الصناديق المالية زكاة عروض التجارة بنسبة 2.5%. وتعني هذه الفرضية ضمناً، أن الرأي البديل (الذي يربط زكاة صناديق الاستثمار بنشاط الصندوق في المتاجرة) يفرض تكلفة إضافية على نشاط الصندوق في المتاجرة، وتبعاً لذلك ستحد من توسعه في المتاجرة وتحفزه للتركيز بشكل أكبر على هدف الصندوق الاستثماري.

ويمكن اختبار صحة هذه الفرضية (في حال تطبيق الزكاة بناء على معدل دوران محافظها) على سلوك مديري الصناديق، فإذا بقيت معدلات دوران محافظ صناديق الاستثمار

على حالها أو ارتفعت، دل ذلك على صحة هذه الفرضية. أما إذا أدى تطبيق الزكاة على الصناديق إلى انخفاض معدلات الدوران فإن هذا دليل خطأ هذه الفرضية، ما يدعم الرأي البديل الذي يدفع مديري الصناديق للاستثمار بدلاً عن المتاجرة.

الفرضية الرابعة: زكاة الصناديق وأداؤها

حيث يوجد علاقة طردية قوية بين زكاة صناديق الاستثمار ومعدل الدوران، وحيث يسهم ارتفاع معدل الدوران بزيادة زكاة الصناديق المقدرّة بالإضافة إلى تكاليف ضمنية أخرى وهي: تكلفة التعاملات، وتكاليف غير مباشرة مرتبطة بأثر هذه التعاملات على أفضل عرض وطلب وعلى سعر الأصل محل التعامل، فالتوقع أن تؤدي زكاة الصناديق المحسوبة بناء على معدل الدوران إلى تحسين أدائها؛ لأن ربط الزكاة بمعدل الدوران يحفز مدير الصندوق على تقليل المتاجرة وما يرتبط بها من تكاليف، ومن ضمنها الزكاة.

ويتطلب اختبار هذه الفرضية استبدال معدل الدوران كمتغير مفسر للأداء بحصيلة زكاة الصندوق. ويعتمد قبول أو رفض الفرضية على عاملين: (1) المعنوية الإحصائية لمتغير حصيلة الزكاة، و(2) طبيعة العلاقة بين المتغير والأداء: طردية أم عكسية؟

الفرضية الخامسة: زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري

توصلت الدراسات المالية إلى أن مقلوب معدل الدوران مقدر مناسب لمدة احتفاظ مدير الصندوق بأصوله المالية، وحيث توجد علاقة طردية بين زكاة الصناديق ومعدل دوراتها، فيتوقع وجود علاقة عكسية بين زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري كما تحدده سياسة الصندوق المعلنة.

ويتطلب اختبار هذه الفرضية دراسة العلاقة بين زكاة الصناديق المحسوبة بناء على معدل الدوران وسياساتها الاستثمارية المعلنة، ومن خلال ذلك يمكن قبول أو رفض

هذه الفرضية بناء على طبيعة العلاقة بين زكاة الصناديق وأفقها الاستثماري المعلن في سياساتها.

الفرضية السادسة: زكاة الصناديق وجاذبيتها للمستثمرين

من الواضح أن زكاة صناديق الاستثمار سوف تقلل من عوائدها الصافية بعد الزكاة، ومن المتوقع بناء على ذلك أن يؤدي ارتفاع معدل الدوران إلى تقليل عوائد صناديق الاستثمار بعد الزكاة، ما يضعف من جاذبية الصناديق للمستثمرين. ومن الملاحظات على الدراسات المالية السابقة، أنها وجدت علاقة طردية بين معدل دوران صناديق الاستثمار وضريبة المكاسب الرأسمالية التي يتحملها الصندوق نتيجة الإفراط في نشاط المتاجرة قصيرة الأجل. وتتشابه هذه الدراسات في الأثر المتوقع من الزكاة على صناديق الاستثمار النشطة في المتاجرة، باعتبار أن توجه الصندوق للمتاجرة في الأصول المالية يؤدي إلى ارتفاع معدل دوران محفظتها، ويزيد من احتمال خضوعها للزكاة. وبالتالي، تضعف جاذبية الصناديق للمستثمرين والعكس صحيح.

ويمكن اختبار هذه الفرضية من خلال دراسة العلاقة بين عوائد صناديق الاستثمار بعد الزكاة، وصافي الاشتراكات في صناديق الاستثمار. إذ يمكن من خلال هذه الدراسة تقييم أثر تطبيق الزكاة على الصناديق على حافز المستثمرين للاشتراك في الصناديق من عدمه.

وهذه الفرضيات قابلة للاختبار الإحصائي، والمتطلب الأساسي لاختبارها توافر البيانات اللازمة لاختبار هذه الفرضيات. ويتضمن السحبياني وآخرون (2022أ، 2022ب) محاولة لاختبار بعض هذه الفرضيات باستخدام بيانات عن صناديق الأسهم والصكوك في السوق المالية السعودية.

5 - الخاتمة

1-5 أهم النتائج

- توصل البحث إلى عدد من النتائج المهمة التي يمكن تلخيصها فيما يلي:
- بدأ اهتمام الفقهاء المعاصرين بركاة صناديق الاستثمار في فترة متأخرة نسبياً، حيث تركز اهتمامهم في البداية على حكم زكاة الأسهم، وتبعه لاحقاً الاهتمام بحكم زكاة الأنواع الأخرى من الأوراق المالية مثل السندات والصكوك.
 - يُظهر استقراء الاجتهادات الفقهية في مسائل زكاة صناديق الاستثمار أن هناك اتجاهًا قوياً لإيجاب زكاة عروض التجارة (2.5%) في قيمة ما يملكه المتداولون من وحدات صناديق الاستثمار (الرأي السائد)، في مقابل رأي فقهي آخر يسير في زكاة صناديق الاستثمار بما استقر عليه معظم العلماء المعاصرين في زكاة الأسهم (الرأي البديل)، والذي يفصل في زكاة الصناديق بحسب نوع موجودات الصندوق، وثبته مالك وحداته.
 - يربط الرأي البديل في زكاة صناديق الاستثمار بعدة عوامل أهمها عمل المتاجرة من قبل مدير الصندوق، وتوصل البحث إلى أن معدل دوران المحفظة الاستثمارية أفضل قرينة دالة على عمل المتاجرة من قبل مدير صندوق الاستثمار.
 - الثني (الازدواجية) في الزكاة محتملٌ أكثر في قرارات التمويل والاستثمار المالي منه في قرارات الاستثمار الحقيقي، لأن قرارات التمويل أو الاستثمار المالي تمرّ بعدة وسطاء قبل وصولها للمستفيد النهائي الذي يمارس نشاطاً اقتصادياً حقيقياً تجب فيه الزكاة.
 - اشتق البحث ست فرضيات قابلة للاختبار الاحصائي من خلال مقارنة الدراسات الفقهية بالدراسات المالية التي درست العلاقة بين معدل الدوران وثلاث متغيرات هي: أداء الصناديق، والأفق الزمني لاستثماراتها، وأخيراً أثر معدل الدوران على مقدار الضرائب التي يتحملها الصندوق. والمتطلب الأساسي لاختبار هذه الفرضيات توافر بيانات عن عدة متغيرات يأتي في مقدمتها معدل الدوران.

2-5 توصيات البحث

وفي ضوء النتائج أعلاه يوصي البحث بما يلي:

1-2-5 توصيات للجهات المنظمة للسوق المالية وجباية الزكاة:

- إلزام الصناديق بالإفصاح عن المعلومات الأساسية التي تمكّن 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. ويأتي في مقدمة هذه المعلومات الأساسية:

1. معدل دوران محفظة الصناديق، أو على الأقل المعلومات الأساسية لحسابه بشكل دقيق.

2. مقدار الزكاة المستحقة عن كل أصل مالي في محفظة الصندوق، ووزنها النسبي في المحفظة.

- تحفيز صناديق الاستثمار من قبل الجهة المنظمة للسوق المالية وجباية الزكاة على حساب مقدار الزكاة على الصناديق ونشرها للعموم؛ ليعرف المشترك في الصندوق ما يخص وحداته من الزكاة، ويرفع عبء التحري والاجتهاد في معرفة مقدار الزكاة عن المشتركين.

- تشجيع 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، خاصة في ظل الحاجة المتنامية لحساب أو تقدير زكاة الأوراق المالية غير المرزقة.

2-2-5 توصيات للمؤسسات المالية التي تدير صناديق الاستثمار:

- المبادرة للإفصاح عن مقدار زكاة صناديقها الاستثمارية، كؤن الإفصاح أحد وسائل التسويق للصناديق وتجنب تصنيفها ضمن الصناديق التي لا تعلن مقدار زكاتها، والتي يمكن أن توجب فيها زكاة عروض التجارة حسب الرأي الفقهي السائد.

- تقديم خدمات تقدير الزكاة لأصحاب المحافظ الخاصة لديها؛ لمساعدة ملاك هذه المحافظ على أداء الزكاة الواجبة عليهم، سواء كانت هذه الخدمة الإضافية مجانية أو مدفوعة.

5-2-3 توصيات للباحثين في مجال زكاة صناديق الاستثمار

- يؤدي مزيد من الإفصاح عن المتغيرات ذات العلاقة بحساب زكاة الصناديق إلى فتح الطريق لمزيد من الأبحاث التطبيقية في زكاة صناديق الاستثمار، وفي مقدمتها اختبار الفرضيات التي تمت مناقشتها في هذا البحث، ودراسة أثر زكاة الصناديق على أدائها وأفقيها الاستثماري وجاذبيتها للمستثمرين.
- إجراء دراسات تطبيقية لتقييم الدور الكامن لفقهاء التقدير ومنهجية التحري في تحديد الزكاة، وتجنب الازدواجية في الزكاة.

المراجع

- الأهلي كابيتال (2021)، كيف تؤدي زكاة استثماراتك؟، موقع الأهلي كابيتال على شبكة الإنترنت: (alahlicapital.com)، تاريخ الزيارة: 20 سبتمبر 2021.
- بيت الزكاة (1427)، دليل الإرشادات لحساب زكاة الشركات، الكويت
- الختلان، سعد (1442)، السلسيل في شرح الدليل: شرح دليل الطالب مع ذكر أبرز النوازل والمسائل المعاصرة، الرياض، دار أطلس.
- 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.
- دار المنظومة (2021)، قواعد المعلومات، موقع الدار على شبكة الإنترنت (mandumah.com)، تاريخ الزيارة 15 سبتمبر 2021.

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 (2022أ)، زكاة صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم في السوق المالية السعودية، ورقة عمل في طور النشر.

السحيباني، محمد وخالد المهنا وسليم المسدي (2022ب)، زكاة صناديق الصكوك: دراسة تطبيقية على الصناديق المدرجة في السوق المالية السعودية، ورقة عمل في طور النشر.

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. الشبيلي، يوسف (1434)، طرق حساب زكاة الأسهم والديون التمويلية، بحث مقدم لندوة البركة الرابعة والثلاثين، جدة.

العصيمي، محمد (1443)، ملخص أحكام الزكاة، موقع مركز مقاصد على شبكة الإنترنت، (qa.halal2.com/zakah-summary)، تاريخ الزيارة 15 ربيع الأول 1443هـ.

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.

القري، محمد (1432)، زكاة الأسهم وصناديق الاستثمار والصكوك، ورقة غير منشورة،
جامعة الملك عبد العزيز، جدة.
مجمع الفقه الإسلامي (1442). قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق
عن منظمة التعاون الإسلامي (الإصدار الرابع: الدورات 2-24، القرارات 1-
238)، مجمع الفقه الإسلامي، جدة.
المجموعة الشرعية في الراجحي المالية (2021) زكاة الصناديق الاستثمارية وأهم
أحكامها، موقع الراجحي المالية على شبكة الإنترنت (-alrajhi.com)
، تاريخ الزيارة، 10 أكتوبر 2021.
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.

- Amadi, C. W., & Amadi, F. Y. (2017). Another Look at Portfolio Turnover and Mutual Fund Performance. *International Journal of Economics and Finance*, 9(10), 95. <https://doi.org/10.5539/ijef.v9n10p95>
- Bailey Jonathan, & Godsall Jonathan. (2013). Focusing capital on the long term: short-termism: insights from business leaders. *McKinsey & Company and CPP Investment Board*.
- Bergstresser, D., & Poterba, J. (2002). Do after-tax returns affect mutual fund inflows? \$. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 63).
- Bogle, J. C. (2017). *The little book of common-sense investing: the only way to guarantee your fair share of stock market returns* (Anniversary Edition). John Wiley.

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

- Næs, R., & Ødegaard, B. A. (2006). Equity trading by institutional investors: To cross or not to cross? *Journal of Financial Markets*, 9(2). <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2006.01.003>
- Næs, R., & Ødegaard, B. A. (2009). Liquidity and Asset Pricing: Evidence on the Role of Investor Holding Period Liquidity and Asset Pricing: Evidence on the Role of Investor Holding Period. *ISSUE*, 59(March).
- Poirier, R., & Soe, A. M. (2017). RESEARCH Persistence CONTRIBUTORS Fleeting Alpha: Evidence from the SPIVA and Persistence Scorecards. *S&P Dow Jones Indices*.
- Singh, A. B., & Tandon, P. (2021). Association between fund attributes and fund's performance: a panel data approach. *Benchmarking*. <https://doi.org/10.1108/BIJ-10-2020-0545>
- Tucker, A. M., Roe, M., Fried, J., Krug, A., Palmiter, A., Birdthistle, W., Lukomnik, J., Barry, J., Solomon, S. D., Sokol, D., Taub, J., Bratton, B., Cremers, M., & O'kelley, C. (2018). The Long and The Short: Portfolio Turnover Ratios & Mutual Fund Investment Time Horizons. *The Journal of Corporation Law*, 43(3), 581–648.

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-Shubaily, Yusuf (1434), Methods of Calculating Zakat on Equity and Commercial Debts (in Arabic), Research Presented to the Thirty-fourth Albarakah Symposium, Jeddah.
- Al-Suhaibani, Mohammed, Khalid Al-Muhanna and Slim Al-Mseddi (2022a), Zakat of Investment Funds: An Applied Study on Equities Funds in the Saudi Stock Exchange (in Arabic), Working Paper.
- Al-Suhaibani, Mohammed, Khalid Al-Muhanna and Slim Al-Mseddi (2022b), Zakat of Sukuk Funds: An Applied Study on Sukuk Funds Listed on the Saudi Stock Exchange (in Arabic), Working Paper.
- 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.
- Bayt Alzakat (1427), Guidelines for Calculating Corporate Zakat (in Arabic), Kuwait.
- 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).
- Dar Almanzuma (2021), Databases, website (mandumah.com), Date of visit: 15 September 2021.
- Islamic Fiqh Academy (1442). Resolutions and Recommendations of the International Islamic Fiqh Academy of the Organization of Islamic Cooperation (Fourth Edition: Sessions 2-24, Resolutions 1-238) (in Arabic), Islamic Fiqh Academy, Jeddah.

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 October 2021