

## زكاة الأسهم وصناديق الاستثمار وأثرها في قرارات الاستثمار المالي

د. محمد بن إبراهيم السحيباني

قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية،

جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

شاع في السنوات العشرين الأخيرة الاستثمار من خلال صناديق الاستثمار بدلاً من شراء الأسهم مباشرة؛ نظراً لتمتعها بعدد من المزايا منها حفظ وقت المستثمر، وتوزيع المخاطرة، وتخفيض متوسط تكاليف الصفقات، والسيولة.

ويلحظ المتبع للاجتهادات الفقهية في مسائل زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية، أن هناك عدة آراء للفقهاء في مسألة زكاة الأسهم؛ فمنهم من غلب جانب المتاجرة وأفتى بأن تزكى الأسهم زكاة عروض التجارة مطلقاً، ومنهم من غلب جانب الاستثمار وأفتى بأن تزكى الأسهم بحسب ما تملكه الشركة من موجودات زكوية فقط، في حين بنى معظم العلماء المعاصرين فتاواهم على نية مالك السهم، مفرقين تبعاً لذلك بين المستثمر طويل الأجل والمضارب قصير الأجل، فالأول يزكي الأسهم بحسب ما تملكه الشركة من موجودات زكوية، والثاني يزكي الأسهم زكاة عروض التجارة.

أما صناديق الاستثمار فالفتوى السائدة هي إيجاب زكاة عروض التجارة في قيمة ما يملكه المشتركون من وحدات الصناديق الاستثمارية، وهي قائمة على افتراض أن الصناديق تضارب في أصول الصندوق لمصلحة المشتركين في الصندوق، دون تفریق في الحكم بحسب نية المشترك في الصندوق، أو نية مدير الصندوق أو طبيعة الموجودات الزكوية للصندوق، كما هو الحال في زكاة الأسهم.

وفي الواقع أن لهذه الآراء الفقهية أثر في قرارات الاستثمار المالي المتعلقة بالاختيار بين شراء الأسهم لغرض الاستثمار طويل الأجل أو المضاربة قصيرة الأجل، وبين الاستثمار في الأسهم مباشرة عبر محفظة استثمارية خاصة أو بشكل غير مباشر من خلال الاشتراك في صناديق الاستثمار.

ففيما يتعلق بزكاة الأسهم، نجد أن الآراء التي تُغلب جانب المتاجرة وتوجب زكاة عروض التجارة مطلقاً، أو تُغلب جانب الاستثمار وتوجب الزكاة حسب موجودات الشركة مطلقاً، لا تؤثر في اختيار المتداول للاستثمار في الأسهم مقابل المضاربة بها. أما الرأي الثالث الذي عليه معظم العلماء المعاصرين، والذي يفرق بين المستثمر والمضارب، فله أثر ملحوظ في تشجيع الاستثمار المالي طويل الأجل على حساب المضاربة في الأسهم؛ لأن زكاة أسهم عروض التجارة تكون عادة أكبر.

وفيما يتعلق بزكاة صناديق الاستثمار، فإن الرأي السائد الذي يوجب فيها زكاة عروض التجارة، يشجع على الاستثمار المباشر في السوق المالية من خلال إنشاء المحافظ الخاصة بدلاً من الاشتراك في صناديق الاستثمار، كنتيجة متوقعة للمفاضلة بين استثمار غير مركزي (من خلال المحافظ الخاصة) واستثمار مركزي (من خلال الصناديق حسب هذا الرأي). وقد يترتب على هذا القرار الآثار الآتية:

- إضعاف حافز صغار المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري الأفضل بالنسبة لهم؛ وهو الاستثمار من خلال صناديق يديرها محترفون في التعامل مع الأسواق المالية.
- دخول عدد كبير من المستثمرين غير المحترفين إلى السوق مباشرة، ويؤدي ذلك إلى التأثير سلباً على كفاءة السوق في تسعير الأوراق المالية، وربما شجع على التلاعب لكون هؤلاء المستثمرين من النوع الذي يفضل المتلاعب دخولهم السوق.

• قد يشجع هذا الرأي بشكل غير مباشر على المضاربة، لأن المستثمر الذي لديه محفظته الخاصة يرى أن باستطاعته إجراء التداول بيعاً وشراء بكل سهولة من خلال محفظته، وقد تغري التقلبات التي تحصل في السوق إلى تحولهم إلى مضاربين من خلال البيع والشراء اليومي، والذي لا يعد في مصلحتهم كما أثبتت ذلك الكثير من الدراسات التطبيقية.

بالإضافة إلى هذه الآثار الاقتصادية السلبية، فإن الفتوى السائدة في زكاة صناديق الاستثمار مبنية على افتراض أن صناديق الاستثمار تضارب بما تملكه من أسهم في السوق، أو على الأقل لديها النية في ذلك. وهذا الافتراض لا يؤيده الواقع من ناحيتين:

الأولى: هدف الصندوق واستراتيجيته الاستثمارية هي التي تحكم نية مدير الصندوق؛ والملاحظ أن أهداف واستراتيجيات كثير من صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية تنص على أن هدف الصندوق استثمار طويل الأجل.

الثانية: الدليل الإحصائي؛ حيث بدأت شركة السوق المالية (تداول) منذ بداية هذا العام الميلادي بنشر إحصاءات تداولات الأفراد والشركات وصناديق الاستثمار. وقد بينت هذه الإحصاءات أن نسبة صفقات صناديق الاستثمار تمثل أقل من 1% من إجمالي الصفقات في السوق خلال الأشهر الماضية. وتؤكد هذه النسبة المتدنية جداً على أن صناديق الاستثمار لا تنشط في المضاربة، خاصة وأن الصفقات التي تمثلها هذه النسبة قد لا تكون جميعها لغرض المضاربة بل لشراء أسهم جديدة، نتيجة الاشتراكات الجديدة، أو بيع أسهم لتغطية طلبات الاسترداد. علاوة على ذلك، قد يكون الغرض من بعض تداولات الصناديق أهداف أخرى لا علاقة لها بالمضاربة، مثل تعديل هيكل مخاطرة الصندوق.

وأخيراً يلحظ على هذه الفتوى أنها لم تفرق في الحكم بحسب طبيعة الموجودات الزكوية للصندوق كما هو متبع في حالة زكاة الأسهم. حيث لا تفرق الفتوى بين ما يخصصه الصندوق

من أسهم لغرض الاستثمار، وما يخصصه منها لغرض المضاربة. وبالتالي يترتب على الفتوى ثني (ازدواجية) في الزكاة خاصة في حال السوق السعودية التي تُلزم فيها الشركات المساهمة بدفع الزكاة.

وقد زادت مؤخراً شعبية نوع جديد من صناديق الاستثمار تسمى بصناديق المؤشرات، وهي صناديق قابلة للتداول، ويتوقع تطبيقها في السوق المالية السعودية في ظل الإمكانيات الكبيرة لنظام تداول الجديد. وتتميز هذه الصناديق مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية بأن محافظتها مكونة من أصول مالية تعكس حركة أي مؤشر من مؤشرات السوق؛ لكون هدف الصندوق واستراتيجيه الاستثمارية واضحة ومحددة، وتمثل في الاستثمار بنسب معينة وثابتة من أسهم الشركات حسب وزنها في المؤشر. وعليه، فالصندوق لا يتطلب إدارة محترفة، أو نشطة، وبالتالي لن يكون هناك تكاليف إدارية عالية، أو عمولات صفقات متكررة، ما يجعل تكاليف الاستثمار من خلال هذه الصناديق منخفضة جداً مقارنة بصناديق الاستثمار الأخرى. كما تتميز صناديق المؤشرات عن صناديق الاستثمار الأخرى، بسيولتها العالية، بالنظر لقابليتها للتداول في السوق المالية كبقية الأسهم.

وفيما يتعلق بموضوع الزكاة، نجد أن هدف صناديق المؤشرات واستراتيجياتها قائمة على الاستثمار وليس المضاربة، حيث لا يسمح لمدير الصندوق بتعديل مكوناته بالبيع أو الشراء حسب ظروف السوق وتغير الأوضاع المالية للشركات، وبالتالي لا يجب على مدير الصندوق إخراج زكاة عروض التجارة على أصول الصندوق من الأسهم المحلية.