

بورصة طوكيو، وإمكانية الاستثمار في مؤشراتها

إن السوق المالي هو قطاع التمويل الأساسي الذي تمثل البورصة الجزء الرئيسي منه في عملية التمويل¹؛ وبذلك يمكن تعريف البورصة بأنها: سوق التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، إذاً هي سوق الأوراق المالية بكافة أنواعها وأشكالها. ولقد استحوذت اليابان الاهتمام من قبل الشركات المحلية والدولية والمستثمرين في جميع أرجاء الكرة الأرضية بسبب سوق أسهمها القوي في العالم؛ هذه الأسهم والبورصة بشكل عام وما يرتبط بها تقع ضمن نظام صارم للحماية والأمان بشكل معقد وطويل. ولذا هناك مؤشرات للرصد تساعد المستثمرين في فهم الوضع الاقتصادي لليابان، حيث إمتاز مؤشران رئيسيان، وهما توبكس² و TOPIX² و نيكاي NIKKEI 225³، وكلاهما يتبع المستوى الدولي كأبرز المؤشرات العالمية.

أهداف الدراسة

تنقسم الدراسة إلى محور رئيسي وأهداف فرعية، أما الجهد الرئيسي فيتلخص بما يلي:

"تحليل مؤشرات الأسهم اليابانية لتقييم طريقة تكوينها، لأن المؤشرين المذكورين أعلاه يتنافسان باستمرار للتحقق، ومن ثم المقارنة العلمية لخصائص الاستثمار في كل مؤشر."

أما الأهداف الفرعية فهي :

1. تقديم البراهين والمادة المعرفية التي تجعل من هذه الدراسة مادة مساعدة للمعنيين والباحثين بهذا المجال وبالتالي الإضافة المعرفية لهذا النوع من الدراسات.
2. دراسة الطريقة اليابانية المتميزة في الأداء العملي وبناء المؤشرات، لتقديم فهم أفضل لذلك النجاح.
3. مقارنة العديد من التأمينات المالية التي تحتوي على تلك المؤشرات.

¹ Gauchon, P. (1994). *Vocabulaire d'actualité économique: Acteurs, espaces et enjeux économiques contemporains*.

² Topix. (n.d.). Japan Exchange Group. <https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/topix/>

³ Nikkei indexes. (n.d.). <https://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/>

المبحث الأول

خصائص المؤشر العامة

1- تعريف موجز

إن هذه الدراسة تركز على تطوير مجموعة معينة من الأوراق المالية التي نستخدمها كمؤشر على السوق الكلي ويمكن تصويب الاستخدامات الكثيرة لمصطلح مؤشر السوق المالية على النحو التالي :

هو مؤشر إجمالي يعمل على التطوير العام وفهم حركة حالة السوق (مؤشر السوق) في قطاع معين من الأعمال (سوق القطاع).

إن فكرة وجود مؤشر يرشدنا عن حالة السوق ولدت في الولايات المتحدة الأمريكية في القرن التاسع عشر في عام 1884، حيث نشر تشارلز داو⁴ مؤسس مجلة وول ستريت مع ادوار ديفيس جونز⁵ للمرة الأولى مؤشر داو جونز .

تضمّن هذا المؤشر إحدى عشرة شركة تعمل في قطاع السكك الحديد، والتي تم تحديد وزنها في المؤشر حسب سعر السهم؛ وكان الهدف الرئيسي هو تزويد المستثمرين من خلال مؤشر شامل عن حالة السوق. وبعد بضع سنوات، في عام 1896، قرر الاثنان داو وجونز فصل أسهم السكك الحديد في مؤشر خاص وهو (مؤشر النقل)⁶، مع إنشاء مؤشر متوسط صناعي جديد يعتمد على 12 سهماً.

بدأ الترويج لمؤشر داو جونز الصناعي في 26 أيار 1896، ويتكون المؤشر من ثلاثين سهماً، ولا يزال حتى اليوم أحد المؤشرات القليلة الموزونة بالأسعار⁷.

⁴ تشارلز هنري داو Charles Henry Dow (1851-1902) صحافي أمريكي شارك مع ادوار جونز وتشارلز بيرجسترسر في تأسيس صحيفة وول ستريت جورنال التي أصبحت واحدة من أكثر المنشورات المالية احتراماً في العالم. كما اخترع مؤشر داو جونز الصناعي كجزء من بحثه في تحركات السوق، حيث طور سلسلة من المبادئ لفهم وتحليل سلوك السوق، والتي أصبحت فيما بعد تعرف باسم نظرية داو.

⁵ ادوارد ديفيس جونز Edward Davis Jones (1856-1920) شريك تشارلز داو في ابتكار المؤشر العالمي، وتميز بقدراته في علم الإحصاء.

Edward D. Jones. (n.d.). Encyclopedia Britannica. <https://www.britannica.com/biography/Edward-D-Jones>

⁶ Dow Jones averages. (n.d.). The Library of Congress. <https://www.loc.gov/item/98803111/>

⁷ SCHOENFELD A., Steven. Active Index investing, maximizing portfolio performance, and minimizing risk through global index strategies. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc., 2004. 688 p. ISBN 0-471-25707-9, p. 14.

عام 1923 كان عاماً ثورياً في تاريخ المؤشر عندما أنشأت شركة Standard Security Cooperation المعروفة الآن باسم Standard & Poor's⁸، وكانت أول مؤشر على أساس وزن القيمة السوقية، واشتملت في البداية على تعين ورقة مالية فقط، ثم توسعت على مدار سنوات لتصل قيمتها إلى 500 ورقة مالية في عام 1957، ولتعقيدها فقد كان ينظر إليها على أنها هي التي تمثل سوق الأسهم الأمريكية على أفضل وجه، هذا هو السبب في أن أول صندوق لمؤشر التجزئة، تم إنشاؤه في عام 1993 من قبل Vanguard⁹ وأول صندوق تم تداوله في البورصة من قبل State Street Global Investors¹⁰، وقد اختاروه كمعيار لهم¹¹.

منذ ذلك الحين تطور عالم المؤشرات بشكل كبير حيث ظهرت تقنيات حديثة وجديدة لحساب المؤشر القائم والحديث عن الأوراق المالية المدرجة فيها بحيث يكون لدينا مؤشرات الأسهم Stock Indices ومؤشرات السندات Bond Indices ومؤشرات السلع Commodity Indices... الخ.

2- الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

يتم حساب مؤشرات الأسهم في جميع انحاء العالم، وتمثل أسواقاً مختلفة محتملة مثل البلدان والمناطق وفئات الأصول وما إلى ذلك حيث أصبحت المؤشرات أساسية في صناعة الاستثمار ويمكن تقدير استخدامها.

وهناك أربعة استخدامات رئيسية للمؤشرات، وهي :

أ- قياس معنويات الجمهور أو السوق:

منذ لحظة إنشاء المؤشرات تم استخدامها بشكل أساسي لتحديد الوضع العام للسوق في لحظة معينة¹²، حيث يمكن لمستخدمي أول مؤشر في العالم دوا جونز من فهم وضع السوق برقم واحد يعكس تأثير

Corporate Finance Institute. (2020, October 29). S&P standard and poor's - A complete guide to all S&P products.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/sp-standard-poors/>⁸

Mutual funds, IRAs, ETFs, 401(k) plans, and more. (n.d.). Vanguard: Helping you reach your investing goals |⁹

Vanguard. <https://investor.vanguard.com/corporate-portal/>

SPDR exchange traded funds (ETFs). (n.d.). SPDR Exchange Traded Funds (ETFs) | SSGA.¹⁰

<https://www.ssga.com/us/en/intermediary/etfs>

FERRI A., Richard. The power of passive investing: more wealth with less work. Hoboken, New Jersey: John¹¹

Wiley and Sons, Inc., 2011. 264 p. ISBN 978-0-470-59220-5, p. 10.

Market sentiment. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/market-sentiment.asp>¹²

العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم. فإذا تحدثنا عن طبيعة تلك العوامل، فهي ليست فقط تلك المتعلقة بأداء الشركات المدرجة في المؤشر حيث تميل إلى أن تكون أوسع وحيث أن عوامل عدة ساهمت بها مثل الحروب القادمة أو المتوقعة، أو النزاع البارد، والصراعات والركود، وكذلك التوسع الاقتصادي الذي يؤثر أيضاً على سعر السهم. إن هذه الوظيفة لها طرائقها الذاتية، بشكل خاص في الأوقات العصيبة عندما يشير المؤشر بقيمته إلى معنويات السوق.

ب- قياس الأداء:

لقد اعتبر وجود مؤشر مناسب متاح منذ بداية إنشائه على أنه أداة مستخدمة لقياس الأداء ومقارنة وتقييم عمل المدير. ويعتبر معظم المهنيون الناشطون في صناعة الاستثمار أن قياس الأداء هو معيار في غاية الأهمية. صحيح أن المقارنة المعيارية تسمح للمستثمرين بمراقبة أداء المدير وحتى مساعدتهم في قرار تعيينه أو فصله، فالمقارنة المعيارية تساعد في تحديد المديرين القادرين على توليد إيرادات أعلى لكن ومع ذلك؛ يجب أن لا ننسى الأفق الزمني إذا أردنا أداءً جيداً ومستمرّاً بدلاً من التركيز على الأداء الناجح قصير المدى لبعض مديري الأصول. ومن هنا لا بد من الاعتماد على استراتيجيات طويلة الأمد من أجل الحفاظ على استمرارية النجاح، وليس تحقيق أرباح آنية.

ج - قياس أداء فئة الأصول، مع وضع سياسة لتوزيع هذه الأصول:

تعتبر المعلومات التي يمكن أن يوفرها مؤشر جيد الإنشاء حول أداء فئة أصول معينة مهم للغاية، حيث يظهر سلوك الأمان بمرور الوقت ويسمح بحساب معدلات العائد على المدى الطويل. فضلاً عن ذلك، يسمح المؤشر بحساب المخاطر والتغيرات في ضعف فئة الأصول والارتباطات والمؤشرات الأخرى ذات الصلة بسياسة الاستثمار وتخصيص الأصول¹³.

عموماً، يمكن القول بأنه يوضح الواقع الموجود ونقاط القوة والضعف ومن خلاله يمكن التنبؤ بالقادم.

د- المؤشرات كأساس لأدوات الاستثمار

لابد من الأخذ بعين الاعتبار العديد من النظريات التي أثبتت صعوبة التغلب على السوق بمخاطر منخفضة، فقد تم تطوير بديل مثير للإهتمام يسمى صناديق المؤشرات Index Funds، إلى جانب كونه

Corporate Finance Institute. (2021, March 22). *Asset allocation*.¹³

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/asset-allocation/>

خياراً منخفض التكلفة للمستثمرين، فإنه يقلل أيضاً من ضغوطهم على الاستثمار في الصناديق ذات التكلفة العالية، التي قد يكون أدائها ضعيفاً ولا تلبّي توقعاتهم. علاوة على ذلك، هناك مفهوم ثوري آخر يسمى المنتجات القائمة على المؤشر Index-based Products يكتسب شعبية بسبب أسلوبه السهل والشفافية للمستثمرين¹⁴.

3 - العوامل المساعدة

للحصول على مؤشر ذو صلة يوفر لنا معلومات حقيقية وحديثة وجديرة بالثقة حول سوق أو قطاع معين، هناك العديد من العوامل التي يجب أخذها في عين الاعتبار، أهمها:

البعد الأساسي (أو عدد الأوراق المالية في قاعدة المؤشر). فإذا أردنا أن يظهر المؤشر الوضع الاقتصادي لبلد ما على سبيل المثال، يجب أن ندرج في قاعدته أكبر قدر ممكن من الأوراق المالية، ومع ذلك، يتعين على الباحث أو المختص أن يأخذ في الاعتبار أن حساب مؤشر بعدد كبير من العناوين (الأوراق المالية) أمر مكلف وصعب، ولهذا السبب من الأفضل العثور على عدد معقول من الأوراق المالية التمثيلية ومتابعتها.

وهناك عامل آخر مهم، ألا وهو تمثيل القاعدة، حيث يجب على المؤشر أن يدمج الأوراق المالية لشركات من قطاعات مختلفة وبقيمة سوقية مختلفة مرسلة Market Capitalization، إذا كان يريد أن يكون أقرب إلى وضع السوق.

ولتسهيل عملية دراسة وتفسير المؤشر من المستحسن الاحتفاظ بها في وحدات يمكن فهمها وقابلة للمقارنة. فنظراً لأن المؤشر يجب أن يكون أقرب ما يمكن إلى حالة السوق الحقيقية، حيث يجب تحديثه يومياً وإتاحته للجمهور بانتظام. بالنسبة للجانب التقني، إذا تم حساب مؤشر بناءً على المتوسط، فمن الضروري تحديد ما إذا كان سيتم استخدام الوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي، مقارنة بالمتوسط الحسابي البسيط، فإن المتوسط الهندسي لديه القدرة على تخفيف التغيرات الكثيرة لبيانات البحث¹⁵.

SCHOENFELD A., Steven. Active Index investing, maximizing portfolio performance, and minimizing risk through¹⁴ global index strategies. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc., 2004. 688 p. ISBN 0-471-25707-9, pp. 65-73.

The difference between the arithmetic means and geometric mean. (n.d.). Investopedia.¹⁵

<https://www.investopedia.com/ask/answers/06/geometricmean.asp>

المبحث الثاني

بناء المؤشر

1- المعايير الرئيسية المطلوبة لمؤشر فعال

يختار المستثمر مؤشراً يتبعه وفقاً لمجموعة احتياجاته وتطلعاته. وقد تكون عملية البحث عن مؤشر صعبة في بعض الأحيان، ولهذا السبب يتعين على المستثمر النظر في خصائص المؤشر ومعرفة ما إذا كان يوفر المعلومات المطلوبة؛ ومع ذلك هناك عدة معايير رئيسية لتحديد عملية البحث عن مؤشر جيد البناء.

يمكن تحديد سبع معايير، وهي:

1- الاكتمال

أي إن المؤشر يجب أن يعكس مجموعة واسعة من إمكانات الاستثمار، يجب أن يأخذ في الاعتبار كل من العامل الإقليمي واختيار الشركات التي سيتم تضمينها. فمن المفترض أن يكون هذا هو المعيار الأكثر أهمية، حيث أنه كلما تمكن المؤشر من تغطية فئة الأصول المستهدفة، زادت فائدته للمستثمرين الذين يتبعون.

2- القدرة على الاستثمار

هنا يتم التساؤل عما إذا كان المؤشر يشمل جميع الأسهم المدرجة لشركة ما، أم فقط تلك الأسهم المتاحة للجمهور؟ وهنا يتعارض معيار القدرة على الاستثمار مع المعيار السابق، لذلك يتعين على المستثمر الاختيار بين مؤشر كامل ومؤشر يعكس حالة الأسهم القابلة للشراء فقط.

3- قواعد واضحة ومنشورة وهيكل حوكمة مفتوح

توضح أهمية وجود قواعد راسخة وواضحة، حيث يتم بناء المؤشر على أساسها ويجب أن تكون طرق حساب البحث مفهومة، بالإضافة إلى أن تكون متاحة دائماً للجمهور.

4- بيانات دقيقة وكاملة :

فهي تشير إلى جودة البيانات المدرجة في البحث، من جانب كونها دقيقة وكاملة، ويجب أن يكون الحد الأدنى من المعلومات المتعلقة بمكونات البحث، والتي قد تعاني من بعض التغييرات بمرور الوقت، ويجب أن يكون مصدر البيانات المستخدمة متاحة للجمهور.

5- القبول من بعض المستثمرين

لا يكفي أن يتم حساب المؤشر؛ ولكن يجب أيضاً قبوله واستخدامه من قبل المستثمرين.

6 - توافر الفرص

المؤشر الجيد يجب أن يعكس إدارة جيدة للمنتجات القائمة على تعاملات المشتريين والبائعين بتكاليف أقل بكثير.

7- معدل دوران منخفض نسبياً وتكاليف المعاملات ذات الصلة

أي إنه من الأفضل أن يكون لمؤشر ما معدل دوران أقل، تغييرات أقل في مكوناته، وبالتالي عدم توليد تكاليف ضخمة ومكلفة لإعادة التوازن للمؤسسة التي تقوم بحسابها¹⁶.

2 - طرق ترجيح المؤشر

هناك طرق مختلفة يمكن الاستناد إليها، مثلاً "وزن السهم" الذي يؤدي إلى مؤشر معين، وفقاً لنوع الترجيح لبناء مؤشر، وهنا يمكننا التمييز بين ثلاث مجموعات رئيسية من المؤشرات، وهي:

1- مؤشرات الأسهم الموزونة.

2- القيمة السوقية.

3- مؤشرات الأسهم غير الموزونة.

إن مؤشر الأسهم الموزونة بالسعر يعكس قيمة سهمه ويوضح مكوناته، وهو الشيء الوحيد الذي يؤثر على سعر تداول المؤشر. من الواضح أن هذا يدل على أن الأسهم التي لها سعراً أعلى سيكون لديها

¹⁶ SCHOENFELD A., Steven. Active Index investing, maximizing portfolio performance, and minimizing risk through global index strategies. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc., 2004. 688 p. ISBN 0-471-25707-9, pp. 82-85.

القدرة الأكبر في التأثير على المؤشر من تلك التي يتم تداولها بسعر أرخص؛ ولقد تم حساب إثنين من أهم مؤشرات الأسهم¹⁷ بهذه الطريقة، وهما:

Dow Jones Industrial Average -1

NIKKEI 225 -2

وعند البحث عن مؤشر القيمة الموزونة، يتم تضمين معلومة مهمة أخرى، حيث يتم تحديد وزن السهم في المؤشر بسعر السهم مضروباً في عدد الأسهم القائمة، أي القيمة السوقية. وفي هذه الحالة، سيكون للشركات ذات القيمة السوقية الأكبر تأثير على تحركات المؤشر.

إن البديل من المؤشرات الموزونة هو مؤشرات الأسهم غير الموزونة، حيث يتم إعطاء جميع العناوين المدرجة نفس الوزن، وتؤدي هذه الطريقة إلى أن كل عنوان سيكون له نفس التأثير على المؤشر بغض النظر عن القيمة السوقية أو السعر¹⁸.

يُعد اختيار أفضل طريقة للبناء أمراً مثيراً للجدل لأن لكل منها جوانبها السيئة والحسنة. فإذا أخذنا بعين الاعتبار المؤشر الموزون للقيمة، فمن الواضح أن القيمة السوقية للشركة هي مؤشر مهم، ومع ذلك، فإنه يميل إلى إعطاء الأولوية للشركات الكبيرة وتقليل أهمية الشركات الصغيرة.

إن الجزء الأكبر من المؤشر، الذي يحد من أهمية الشركات الصغيرة، تم وضع حل لهذه المشكلة، وهناك خيار لحل هذه المشكلة يتمثل في استخدام تقنية تعديل التقويم الحر، والتي تحدد عدد الأسهم المتاحة للجمهور، مما يعطي انعكاساً أفضل لحالة المكون في البحث.

بعد الموافقة على أن المؤشرات الموزونة بالسعر تعطي الأفضلية للأسهم المرتفعة السعر، وأن المؤشرات مرجحة القيمة تفيد الشركات ذات القيمة السوقية المرتفعة.

Corporate Finance Institute. (2020, August 31). *Stock market index - Overview, types, importance*.¹⁷

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/stock-market-index/>

Differences between price, value, and Unweighted indexes. (n.d.). The Balance.¹⁸

<https://etf.about.com/od/etfbasics/a/Different-Types-Of-Weighted-Indexes.htm>

قد نعتقد أن المؤشرات الموزونة المتساوية (غير المرجحة) هي خيار بديل جيد، ومع ذلك، فإن هذا الاستنتاج خاطيء، في بداية الأمر، يشير المؤشر الموزون المتساوي إلى إجراء موازنة متكررة للغاية، وهي لازمة للحفاظ على وزن كل سهم بسبب التغيير المعتاد في السعر.

لن يكون من المناسب إعطاء نفس الأهمية لكل شركة، حيث إن لكل شركة مساهمة مختلفة في الاقتصاد، وهذا يعني أيضاً أن المبلغ المعين لكل قطاع اقتصادي يعتمد فقط على عدد الشركات من نفس القطاع المختار لإدراجها في المؤشر، لذلك، إذا كان المؤشر يضم عدداً كبيراً من الشركات الصغيرة من قطاع واحد وعدد قليل فقط من الشركات الكبيرة من قطاع آخر، فسيكون القطاع الأول ممثلاً بشكل زائد في المؤشر. إن الاختلافات في الحجم وإمكانيات سحب رأس المال للشركات تجعل من المستحيل تشغيل مثل هذه المقاربة على نطاق واسع¹⁹.

3 - إرشادات إنشاء المؤشر

منذ إنشاء أول مؤشر وهو داو جونز الصناعي، حدثت العديد من التغييرات والتحسينات في عالم المعايير، بخاصة بعد أن تم فهم أن المؤشر الموزون بالسعر لا يعكس بشكل صحيح عالم الاستثمار، ولقد تم تكريس اهتمام كبير للمؤشرات المرجحة للقيمة، لكن تبديله لم يكن كافياً، وفي العقد الثاني من السبعينيات حيث ادعى المستثمرون والمديرون ان المؤشرات الأوسع التي تضم عدداً كبيراً من الأسهم مثل S & P 20 Index 500 او Russell 3000 Index²¹، لا تناسب احتياجاتهم، واكدوا على أهمية إنشاء مؤشرات وفقاً لأنماط الاستثمار المختلفة وفئات الأسهم.

ومنذ ذلك الحين، ظهرت مجموعة متنوعة من المؤشرات، تهدف إلى عكس كل قطاع او صناعة فرعية، ومن المثير للاهتمام حقيقة أن منهجية حساب المؤشر لديها الكثير لتقوله عن نتيجة المؤشر، يحدث ان هذين المؤشرين المختلفين الذين يحسبان تطور نفس قطاع السوق يمكن ان يقدمنا نتائج مختلفة.

¹⁹ ARNOTT D., Robert; HSU C., Jason; WEST M., John. The fundamental index: a better way to invest. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc., 2008. 311 p. ISBN 978-0-470-27784-3, pp. 68-71.

²⁰ SPX | S&P 500 index overview | MarketWatch. (2021, September 17). MarketWatch.

<https://www.marketwatch.com/investing/index/spx>

²¹ Learn about the Russell 3000 index. (n.d.). Investopedia.

https://www.investopedia.com/terms/r/russell_3000.asp

إن أفضل مؤشر هو الذي يقيس أداء الاستراتيجية المختارة للانعكاس وليس الذي يعطى أعلى عائد، ومن أجل إنشاء مثل هذا المؤشر يتم تقديم اقتراحات وقواعد أساسية من شأنها أن تؤدي إلى بناء مؤشر أفضل. ومنذ البداية تبرز الموضوعية والنهج القائم على القواعد لاختيار الأسهم في المؤشر.

وعلى الرغم من أن الامتثال لمجموعة من القواعد يمكن أن يؤدي إلى زيادة معدل دوران الموظفين وتكاليف إعادة التوازن المطلوبة، إلا أنه لا يزال من الأساسي الحفاظ على تكامل نمط المؤشر وعدم الوقوع في فخ القرارات الذاتية.

يستحق نظام الترجيح عناية خاصة فيما يتعلق بمعيار القدرة على الاستثمار. فعند اختيار الشركة التي يجب تضمينها في المؤشر؛ يتعين مراعاة جميع الأسهم المتعلقة بالشركة، حيث يؤثر حجم الشركة وأهميتها على أداء السهم، ومع ذلك، فعند إسناد وزن هذه الشركة في المؤشر، يوصى بشدة بمراجعة عدد الأسهم المتاحة فعلياً لجمهور الاستثمار (ما يسمى بمعيار التعويم الحر)²².

إضافة إلى ذلك، لا يمكن إهمال مفهوم نسبة الرأسمال السوقية، لأن معظم المؤشرات اليوم مرجحة من حيث القيمة، مما يعني أن القيمة السوقية هي العامل الرئيسي ويجب مراجعتها بشكل دوري لتعكس أداء القطاع المختار، ومع ذلك، إن فكرة النظر إلى القيمة السوقية كمؤشر نسبي، وبالتالي تقليل تكاليف إعادة التوازن الناتجة عن ترجيح جديد محتمل للشركة، يعنى أنه لا ينبغي أن يكون هناك حد دقيق ليفرق بين المخاطرة الكبيرة وسقف متوسط للمغامرة. لذلك يجب أن ينتقل السهم من فئة إلى أخرى إذا ما قام بتغيير موضعه مقارنة بالمنافسين، فتقلل هذه الممارسة من حجم المبيعات وتوفر للمستثمرين فهماً أفضل لتصنيف الشركات.

أخيراً وعند الحديث عن المصطلحين المكملين - القيمة ومخزونات النمو، من الخطأ الاعتقاد بأن السهم يمكن أن يكون قيمة أو نمو فقط عند تقديم المخزون، ولذلك ينتبه مدراء القيمة ومدراء النمو إلى المؤشرات المختلفة (السعر - الأرباح - السعر) في توزيعات الأرباح ومدراء القيمة والأرباح، فالمبيعات تعتبر الهدف الفرعي لمدراء النمو، حيث من المرجح أن تعتمد استراتيجيتهم على وجود قيمة خاصة أو أرصدة

Free-float methodology definition. (n.d.). Investopedia. ²²
<https://www.investopedia.com/terms/f/freefloatmethodology.asp>

نمو خاصة، قد تكون غير محققة فعلياً. ولذا يجب أن يأخذ المؤشر القائم على النمط في الاعتبار هذه المجموعات، بدلاً من التحديد الصارم بين أسهم القيمة والنمو²³.

4- تعديل المؤشر

يجب تحديث المؤشرات بانتظام بحيث ينعكس الوضع المتغير باستمرار في السوق ووقوع الأحداث المختلفة في المؤشر²⁴.

إن بعض أهم التعديلات التي يعاني منها المؤشر هي:

1- التغييرات البنيوية، وتتلخص في النقاط التالية:

- التغييرات في أساس المؤشر الناتجة عن عوامل ذات طبيعة مختلفة أو متضاربة.
- التغييرات في اقتصاد بلد ما بقرار حكومي.
- التغييرات في القطاع (الإنشاء الجديد واختفاء الشركات أو القطاعات)، أو التغييرات في الشركة (التغييرات في القيمة السوقية للشركة).
- زيادة أو انخفاض الأسهم المتداولة، وهنا يجب أن يتكيف المؤشر ليكون أقرب ما يمكن إلى واقع السوق.

2- الانقسام:

إن تجزئة الأسهم هي طريقة يتم فيها تقسيم الأسهم ذات القيمة الاسمية الأكبر إلى عدة أسهم بقيمة اسمية أصغر. من وجهة نظر المستثمر الذي يمتلك عدداً معيناً من الأسهم، فإن التجزئة لا تؤثر على السعر الإجمالي للأصول، على الرغم من زيادة عدد الأسهم وتباين أسعارها. وعادة تستخدم الشركات طريقة تقسيم أسهمها في حالتين الأولى عندما يكون سعر أسهمها مرتفعاً نسبياً، وهو ما يجعلها أقل سيولة، وثانياً، عندما تتوقع ربحاً إيجابياً في المستقبل.

²³ Index Rex. (n.d.). <https://www.etf.com/publications/journalofindexes/joi-articles/1411-index-rex.html?fullart=1&start=6>

²⁴ 4 factors that shape market trends. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/articles/trading/09/what-factors-create-trends.asp>

تعتمد عملية التقسيم على كيفية ترجيح المؤشر . في حالة المؤشرات الموزونة بالسعر ، يكون للتقسيم تأثير مثير للاهتمام. إنه يعطي أهمية للأرصدة غير المنقسمة ويؤثر على الأسهم المنقسمة، وهي نتيجة غير منطقية. في حالة المؤشرات المرجحة القيمة، تكون النتيجة غير منطقية. في حالة المؤشرات الغير مرجحة القيمة تكون النتيجة مرضية ، نظراً لأن التقسيم لا يؤثر على القيمة السوقية الكاملة للشركة وتعوض الأسعار الجديدة بشكل متبادل مع العدد الجديد من الأسهم، فلا توجد تغييرات في المؤشر ، من ناحية أخرى، يمكن للمهتم أن يتوقع أن يكون للتقسيم تأثير إيجابي على السوق (بسبب زيادة السيولة)، مما يتسبب في ارتفاع سعر السهم.

3- استبدال المخزون:

إن استبدال المخزون هو إجراء شائع بسبب عمليات الدمج أو الاستحواذ أو الإدراج أو الشطب لشركة معينة. ويمكن أن يكون للاستبدال تأثيرات مختلفة على قيمة المؤشر حيث قد تتحول الأوراق المالية الجديدة لمصلحة الشركات المدرجة.

5 - الوزن الحر

يمثل الوزن الحر للتداول (Free-Float Weight (FFW) وزن إجمالي الأسهم المدرجة المتاحة للجمهور المستثمر، وهو معيار مهم يستخدمه عدد كبير من المؤشرات. يبدأ حساب قيمة التداول الحر بتقديم الأسهم غير القابلة للتداول، وهي الأسهم غير المتاحة للجمهور بحرية. ويمكن استخراج البيانات الخاصة بالأسهم غير القابلة للتداول من تقارير الأوراق المالية أو من المستندات التي نشرتها الشركات المدرجة. يتم حساب FFW باستخدام الصيغة أدناه ويمكن أن تصل إلى قيمة بين 0.00000 و 1.00000،

$$FFW = I * (I - Non FFW)$$
²⁵، حيث يمثل Non FFW نتيجة الأسهم غير الحرة القابلة للتداول مقسوماً على عدد الأسهم المدرجة²⁶.

²⁵ Shares outstanding vs. floating stock: What's the difference? (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/ask/answers/062315/what-difference-between-shares-outstanding-and-floating-stock.asp>

²⁶ Free Float Weight Calculation Methodology. (n.d.). 日本取引所グループ. https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_ref_1_FFW.pdf

المبحث الثالث

مؤشرات الأسهم اليابانية

1- مؤشرات الأسهم اليابانية

بدأ حساب مؤشرات الأسهم في اليابان بعد الحرب العالمية الثانية²⁷ حيث تجاوزت أهميتها الدولية إلى أبعد من السوق المحلية اليابانية وتم استخدامها على نطاق واسع لوضوحها نظراً للتعقيد في سوق الأوراق المالية المعقدة. وهناك أنواع مختلفة من المؤشرات المحسوبة في اليابان، والتي تأخذ في الاعتبار جوانب مثل الحجم والأسلوب والاستراتيجية والقطاع وما إلى ذلك، وأهم المؤشرات اليابانية الأكثر هي بالطبع نيكاي وتوبكس.

بورصة طوكيو لتبادل الأسهم (Tokyo Stock Exchange (TSE)²⁸ تعتبر من الأهم في العالم، وينضوي فيها أكثر من 10 مؤشراً رئيسياً مختلفاً لتتبع أنواعاً مختلفة من الأسهم، بجانب TOPIX الذي يتم حسابه من الأسهم في القسم الأول، تحسب TSE المؤشرات بناءً على الأسهم من القسم الثاني، السوق الأهم، سوق JASDAQ²⁹ وسوق REIT³⁰، كما ان لديها مجموعة واسعة من المؤشرات القطاعية والقائمة على الرسملة السوقية³¹.

إضافة إلى مؤشرات الأسعار، تقوم بورصة طوكيو بحساب العديد من مؤشرات الأداء، والتي تأخذ في الاعتبار توزيعات الارباح، فنشرتها الصحفية الرائدة³² Nihon Keizai Shimbun (Nikkei Inc.) تنشر احد اهم واقدم المؤشرات في العالم، وبالطبع هو Nikkei Stock Average المعروف أيضاً باسم Nikkei 225. وباستثناء هذا المؤشر الرئيسي، فانه يحسب المؤشرات المشتقة من نيكاي والمؤشرات الأخرى

Ziemba, W., & Schwartz, S. (1991). The Growth in the Japanese Stock Market, 1949-90 and Prospects for the²⁷ Future. *Managerial and Decision Economics*, 12(2), 183-195. Retrieved August 1, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/2487493>

TOKYO STOCK EXCHANGE Listed company search. (n.d.).²⁸ <https://www2.tse.or.jp/tseHpFront/JJK020020Action.do>

History. (n.d.). Japan Exchange Group. <https://www.jpex.co.jp/english/corporate/about-jpx/history/02-02.html>²⁹

REITs. (n.d.). Japan Exchange Group. <https://www.jpex.co.jp/english/equities/products/reits/index.html>³⁰

TSE Index - Market Sector Indices. (n.d.). 日本取引所グループ.³¹

https://www.jpex.co.jp/english/markets/indices/topix/tvdivq00000030ne-att/e_cal_3_topix.pdf

History. (n.d.). NIKKEI, Inc. <https://www.nikkei.co.jp/nikkeiinfo/en/corporate/history/>³²

بناء على معايير مثل استثمار توزيعات الأرباح، والإستراتيجية، والتقلبات، فضلاً عن السندات ومؤشرات السلع³³.

هناك أيضاً مؤشرات مثل MSCI Japan Index³⁴ و FTSE Japan³⁵، التي تتعقب سوق الأسهم اليابانية، ولكن يتم حسابها من قبل المؤسسات المالية الأجنبية³⁶.

2- مؤشر نيكاي

بدأ حساب المؤشر على مستوى العالم،³⁷ Nikkei Keikin Kabuka المسمى Nikkei Average والمشهور عالمياً بإسم NIKKEI 225 في 7 أيلول 1950، في البداية تم حساب مؤشر NIKKEI 225 بأثر رجعي إلى 16 آذار 1949، وهو التاريخ الذي يمثل إعادة فتح بورصة طوكيو بعد الحرب العالمية الثانية، في البداية، تم حسابه من قبل بورصة طوكيو، ومنذ عام 1970 أصبحت الصحيفة الاقتصادية Nihon Keizai Shimbun هي المؤسسة المسؤولة عن حسابها³⁸.

الناخبين:

يتكون مؤشر Nikkei Stock Average من 225 من الأسهم العادية المحلية المدرجة في القسم الأول من بورصة طوكيو للأوراق المالية. ولا يشمل المؤشر صناديق الاستثمار العقارية أو الأوراق المالية المفضلة، أو الأسهم الممتازة، أو الأسهم المتبعة³⁹، ويوجد في مؤشر نيكاي ست قطاعات رئيسية و36 قطاعاً فرعياً.

تغييرات المكونات:

³³ Index list - Nikkei indexes. (n.d.). <https://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/index>

³⁴ MSCI Japan Index. (n.d.). MSCI – Powering better investment decisions - MSCI.

<https://www.msci.com/documents/10199/b3ee6464-f705-4d65-81a0-d8756607cf9f>

³⁵ FTSE Russell. (n.d.). Ftse Russell. <https://www.ftserussell.com/products/indices/wijpnntu>

³⁶ Japan ETF. (n.d.). ETF portfolios made simple | just ETF. <https://www.justetf.com/en/how-to/invest-in-japan.html>

³⁷ About: Nikkei 225. (n.d.). DBpedia Association. https://dbpedia.org/page/Nikkei_225

³⁸ Japan's financial markets: The lost decade by beate Reszat :: SSRN. (n.d.). Home :: SSRN.

<https://ssrn.com/abstract=415981>

³⁹ Index information - Nikkei indexes. (n.d.). <https://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/index/profile?idx=nk225>

المكونات تخضع لنظام "المراجعة الدورية" و"الاستبدال الاستثنائي"، حيث تتم المراجعة الدورية مرة واحدة في العام في بداية شهر تشرين الأول، حيث الهدف الرئيسي هو الحفاظ على تمثيل السوق لمكوناتها من خلال إجراء أي تغييرات مطلوبة في قيمتها. بعد هذه المراجعة، يمكن إضافة الأسهم ذات السيولة العالية، في حين يمكن إزالة الأسهم الأقل سيولة من المؤشر.

يتم الحكم على السيولة وفقاً لمعيارين: حجم التداول، وحجم تقلب السعر من حيث الحجم. يحسب الأخير على وفقاً لمعادلة: (high price/low price)/volume (السعر المرتفع / السعر المنخفض) // الحجم، حيث يأتي إجراء أو اختيار الأسهم السائدة على مرحلتين، أولاً: يتم اختيار 450 سهماً على السيولة من القسم الأول من بورصة طوكيو، وهي "مجموعة السيولة العالية High Liquidity Group"، وإذا لم يظهر أي مكون حالي في هذه القائمة، سيتم إزالته من البحث. ثانياً، يتم إنشاء قائمة أخرى تضم 75 سهماً من أكثر الأسهم سيولة من القسم الأول من بورصة طوكيو، وبهذا فإن السيولة ليست هي المعيار الوحيد لتضمين أو حذف الأسهم في مؤشر نيكاي 225. في هذا الوقت، تتناول المراجعة الدورية جانب التوازن في القطاع، بناءً على عدد المكونات في كل قطاع، بحيث لا يكون أي منها أكثر من اللازم أو ناقص التمثيل. قطاعا التكنولوجيا والمواد وهما الأكثر تمثيلاً في المؤشر، إذا حكمنا من خلال عدد الشركات. يكون هذا متوقعاً؛ حيث تم تأسيس مؤشر نيكاي بشكل أساسي لتطور الوضع الصناعي في اليابان. وتتخذ شركة NIKKEI INC القرار النهائي بشأن التغييرات في المكونات بعد استشارة لجنة من الأكاديميين الوطنيين والمتخصصين في السوق المحلي والمطلعين على البورصات العالمية.

أما "الاستبدال الاستثنائي"، فإنه يهدف بشكل أساسي إلى مراجعة المواقف التي خسرت بسبب أحداث معينة تتطلب شطب بعض الأسهم من القوائم، ولا يتم تطبيقه ببساطة عند إضافة مكون جديد وحذف آخر. إن شطب الشركات يأتي في حالات معينة، مثل عمليات الدمج، والإفلاس والتصفية، وتحويل الأسهم، وتبادل الأسهم، والحساب المديون، والتحويل إلى القسم الثاني، وما إلى ذلك. وتتم جدولة الاستبدال الاستثنائي بناءً على هذه الأحداث، يعتمد إجراء استبدال الأوراق المالية المحذوفة وإضافة أوراق مالية جديدة بشكل عام على الاختيار حسب السيولة ورصيد القطاع⁴⁰.

⁴⁰ Nikkei Stock Average. (n.d.).

https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/file/nikkei_stock_average_guidebook_en.pdf

طريقة حساب مؤشر نيكاي 225:

هو مؤشر مرجح بالسعر، قبل احتسابه، يتم تعديل سعر السهم وفقاً للمعادلة التالية:

سعر السهم المعدل = سعر السهم * 50 ين / القيمة الاسمية المفترضة (ين)

متوسط سهم نيكاي = مجموع سعر السهم المعدل / المقسوم عليه.

Adjusted stock price = stock price * 50 (yen) / presumed par value (yen)

Nikkei Stock Average = sum of Adjusted Stock Price / Divisor⁴¹

قبل مراجعة القانون التجاري في عام 2001، كان للأسهم اليابانية قيمة اسمية، وعلى الرغم من إلغاء هذا النظام، يتم اشتقاق أسعار العديد من الأسهم من القيمة الاسمية السابقة، والقيم الأكثر شيوعاً هي 50 أو 500 أو 50.000 ين. إن ما يفعله مؤشر نيكاي هو تعديل أسعار المكونات إلى القيمة الاسمية المفترضة لقاعدة 50 ينًا. وعلى الرغم من أن غالبية المكونات لها قيمة اسمية مفترضة تبلغ 50 ينًا، إلا أن هناك بعض الاستثناءات، على سبيل المثال، تمتلك ⁴²Sumitomo Mitsui Financial Group INC قيمة اسمية تبلغ 500، في حين أن شركة ⁴³Honda Motor Co., Ltd لها قيمة اسمية تبلغ 25 في حالة تجزئة الأسهم⁴⁴، وتتغير القيمة الاسمية إذا تم تقسيم السهم الذي تبلغ قيمته الاسمية المفترضة 50 ينًا من واحد إلى اثنين، وتكون القيمة الاسمية الجديدة.

يسمح تغيير القيمة الأساسية عند تجزئة السهم بالحفاظ على المقسوم عليه كما هو. ونظراً للتغيرات في المكونات وتقسيم الأسهم، يجب تعديل القاسم دورياً من أجل الحفاظ على استمرارية المؤشر. ويعتمد تعديل المبرمج على طريقة داو حيث تتم مراجعة الـ DEVISOR في حالتين: إما عندما تكون هناك تغييرات في المكونات ومجموع تغيرات أسعار الأسهم، أو في حالة إجراءات الشركات مثل الانقسام والتقسيم العكسي وزيادة رأس المال المدفوع. وفي حالة الانقسام العكسي على نطاق واسع، يظل المبرمج دون تغيير، بينما يتم

⁴¹Nikkei Index Consultation. (n.d.). https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/news/20210510E_1.pdf

⁴²Sumitomo Mitsui financial group corporate website | Sumitomo Mitsui financial group. (n.d.). 三井住友フィナンシャルグループ. <https://www.smfg.co.jp/english/>

⁴³(n.d.). Honda Global | Honda Motor Co.,Ltd. <https://global.honda>

⁴⁴Nikkei Stock Average - Par Value. (n.d.).

https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/file/nikkei_stock_average_par_value_en.pdf

تعديل القيمة الاسمية المفترضة. ومنذ عام 2010، يتم حساب مؤشر NIKKEI 225، الذي تعرض قيمته بالين الياباني كل 15 ثانية من ساعات التداول في بورصة طوكيو⁴⁵.

3- مؤشر توبيكس

مؤشر أسعار أسهم طوكيو الأشهر، المعروف باسم توبيكس TOPIX يتألف من الأسهم العادية المحلية المدرجة في القسم الأول من بورصة طوكيو بخلاف مؤشر NIKKEI 225 المرجح للسعر، فإن توبيكس هو مؤشر للقيمة السوقية⁴⁶.

بدأ حسابه في بداية عام 1968 بدعم آلاف الناخبين، ليتكون توبيكس من حوالي 1.700 جزء، حيث يتم تنظيم مكوناته في 17 فئة، تصنف تالياً في 33 قطاعاً وفقاً للقطاعات الصناعية التي حددها لجنة⁴⁷ Securities Identification Code Committee، لتعريف التغيرات في سوق الأوراق المالية. وعلاوة على ذلك يسمح هذا القسم بحساب مؤشرات قطاع توبيكس وسلسلة TOPIX 17⁴⁸.
تغييرات المكونات :

على عكس مؤشر NIKKEI 225، لا تحتاج TOPIX إلى إجراء مراجعات سنوية للمكونات ويرجع ذلك إلى أن توبيكس تشمل جميع الأسهم العادية المحلية المدرجة في القسم الأول من بورصة طوكيو للأوراق المالية، وستحدث تغييرات نهائية فقط في حالة إدراج الشركات أو شطبها في هذا القسم⁴⁹.
طريقة الحساب:

بداية تم حساب توبيكس كل 15 ثانية من خلال نظام معلومات السوق في بورصة طوكيو، ثم في 13 أيلول 2010، أصبح الفاصل الزمني لحساب توبيكس هو ثانية واحدة فقط، على عكس مؤشر

Walter, J. (2020, October 7). *What is the Nikkei 225 index?* IMC Grupo. <https://www.imcgrupo.com/what-is-the-nikkei-225-index/>⁴⁵

Ex-TOPIX. (n.d.). 日本取引所グループ. https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_fac_23_extopix.pdf⁴⁶

Securities identification code committee. (n.d.). Japan Exchange Group. <https://www.jpx.co.jp/english/sicc/index.html>⁴⁷

TOPIX Sector Indices / TOPIX-17 Series. (n.d.). 日本取引所グループ. https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_fac_13_sector.pdf⁴⁸

Decision on Delisting, etc.: SHOKO CO., LTD. (n.d.). Japan Exchange Group. <https://www.jpx.co.jp/english/news/1023/20210621-11.html>⁴⁹

NIKKEI 225، بسبب عملية تعديل التعويم الحر، حيث يؤخذ هذا في الاعتبار عند تحديد القيمة السوقية الحالية.

تمثل القيمة السوقية الحالية (CMV) Current Market Value مجموع السعر مضروباً في عدد الأسهم المعدلة ذات التعويم الحر للمكونات حينها يتم حساب تويكس وفقاً لصيغة:

$$TOPIX = CMVfBMV * Base\ point^{50}$$

حيث تمثل CMV القيمة السوقية الحالية المعدلة بالتعويم الحر.

ترمز BMV إلى القيمة السوقية الأساسية، حيث يتم التعبير عن قيمة تويكس بالنقاط، النقطة الأساسية لتويكس هي 100، ومع ذلك فإن 9 من بين 33 من مؤشرات القطاعات التي تشكل جزءاً من تويكس لها نقطة أساس تبلغ 1000. نظراً لأن التغييرات في عدد المكونات والعروض العامة لا علاقة لها بتقلبات سوق الأوراق المالية، يتم إجراء تعديلات على القيمة السوقية الأساسية (BMV) بدلاً من القيمة السوقية الحالية (CMV).

من بين التطورات التي تتطلب تعديل القيمة السوقية الأساسية: الإدراج الأولي والتخصيص للقسم الأول بورصة طوكيو من القسم الثاني للبورصة نفسها. وكذلك الشطب وإعادة التعيين من القسم الثاني للبورصة إلى القسم الأول منها. هذا الإجراء المعقد يحافظ على استمرارية بورصة طوكيو مؤشر عالمي متميز، حيث يمثل عدد الأسهم لحساب المؤشر عدد الأسهم المدرجة لحسابه وعدد الأسهم المصدرة منه⁵¹. وتجدر الإشارة إلى أن هناك حالات مثل تجزئة الأسهم، حيث لا تطابق هذا القسم، مثال آخر على التناقض بين هاتين القيمتين هو حالة:

1 – Nippon Telegraph and Telephone Corporation⁵²

2 – Japan Tabaco Inc.⁵³

⁵⁰ TOPIX Style Index Series. (n.d.). 日本取引所グループ. https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_cal_14_style.pdf

⁵¹ Market Sector Indices. (n.d.). 日本取引所グループ.

https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/topix/tvdivq00000030ne-att/e_cal_3_topix.pdf

⁵² Ntt. (n.d.). NTT | Nippon Telegraph and Telephone Corporation. <https://group.ntt/en/>

⁵³ (n.d.). Japan Tobacco International – a global tobacco company. <https://www.jti.com/>

بالنسبة لهاتين الشركتين لا يتطابق عدد الأسهم القائمة مع عدد الأسهم المدرجة لحسابات المؤشر لان جزءاً من الأسهم تحتفظ بها الحكومة، وهذا الجزء غير مدرج في البورصة⁵⁴.

يتم حساب الوزن بدون تعويم (FFW) على النحو التالي:

$$FFW = 1 * (1 - \text{Non FFW})^{55}$$

يمثل NON FFW الأسهم غير الحرة القابلة للتداول مقسوماً على عدد الأسهم المدرجة، حيث تتم مراجعة الوزن دون تعويم مرة واحدة في السنة. ومع ذلك، في حالة وقوع أحداث دراماتيكية على صعيد السوق، قد تجري إدارة بورصة طوكيو مراجعة إستثنائية.

من الأمثلة البارزة على ذلك: "تخصيص أسهم جديدة لطرف ثالث، أو تكوين شركة منبثقة، أو تحويل الأسهم الممتازة، أو ممارسة أوامر الاكتتاب والاندماج، أو مقايضة الأسهم، وعطاء الاستحواذ، وما إلى ذلك"⁵⁶.

كقاعدة عامة، تعتبر بورصة طوكيو أن الأسهم التالية غير قابلة للتداول: "الأسهم التي يملكها أكبر عشرة مساهمين رئيسيين، وأسهم الخزانة، والأسهم التي يملكها أعضاء مجلس الإدارة، والأسهم الأخرى التي تعتبر غير متاحة للتداول في السوق"⁵⁷.

في عام 2004، أعلنت بورصة طوكيو عن نيتها تطبيق منهجية الوزن الحر على توبيكس وعلى المؤشرات الأخرى ذات الصلة وتوبيكس، فكان هذا القرار موجهاً بشكل أساسي إلى صناديق المؤشرات التي زادت أعدادها في تلك الفترة بصورة عشوائية، حيث تفيد منهجية تعديل التعويم الحر صناديق المؤشرات من خلال المساعدة في تقليل التناقض بين العرض والطلب في أسعار الأسهم.

TOPIX High Dividend Yield 40 Index. (n.d.). 日本取引所グループ.⁵⁴

https://www.jpix.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_cal_17_t40_2nd.pdf

FFW Calculation Methodology. (n.d.). 日本取引所グループ.⁵⁵

https://www.jpix.co.jp/english/markets/indices/topix/tvdivq00000030ne-att/23_FFW.pdf

FOREIGN LAWS AND REGULATIONS. (n.d.). FAST RETAILING CO., LTD.⁵⁶

https://www.fastretailing.com/eng/ir/news/pdf/2102031300_companyinformationsheet_eng_103.pdf

Float Weight Calculation Methodology. (n.d.). 日本取引所グループ.⁵⁷

https://www.jpix.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_ref_1_FFW.pdf

منذ عام 2006، تطبق توبيكس ترجيح التعويم الحر للمهتمين بمقياس يعكس إجمالي القيمة السوقية، تقوم بورصة طوكيو بنشر توبيكس المطور Ex-TOPIX⁵⁸ الذي يحتوي على نفس ميزات توبيكس باستثناء أنه لم يتم تعديل التعويم الحر فيه⁵⁹.

4- مقارنة المؤشرات اليابانية

لطالما كان هناك نقاش بين المستثمرين في جميع أنحاء العالم حول مؤشر اليابان الحقيقي الذي يعكس الاقتصاد الياباني المتطور بشكل أفضل ويجب استخدامه في منتجات استثمارية مختلفة. من هنا ستم مقارنة وتقييم طرق بناء NIKKEI 225 و TOPIX، بالارتكاز على المعايير التالية :

1- المزود

2- إصدار تكوين وعدد المكونات

3- الفروق القطاعية

4- منهجية الحساب

5- المراجعة الاسمية

6- الوحدة

7- الإستعمال

8- التكاليف

تجدر الإشارة إلى أن معيار إعادة استثمار الأرباح الموزعة لا يستخدم في بورصة طوكيو لتقييم مؤشري NIKKEI 225 و TOPIX، فمنذ بدأت بورصة طوكيو بحساب توبيكس كان مؤشر NIKKEI 225 ذي أفضلية حسب رؤية وسائل الإعلام اليابانية، والتي بدوافع عاطفية وطنية كانت تقارن هذين المؤشرين اليابانيين في الأسواق المالية مع الأفضل عالمياً، بخاصة مؤشري داو جونز الصناعي و S&P 500، والسبب أن منهجية داو جونز في العمل، وشعبيته عند المستثمرين الأميركيين تشابه إلى حد كبير

⁵⁸ Ex-topix index. (n.d.). Markets data - stock market, bond, equity, commodity prices - FT.com.

<https://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/summary?s=TOPXE:TYO>

⁵⁹ Topix. (n.d.). Japan Exchange Group. <https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/topix/>

الهدف الياباني من أسهمه المحلية المتمثلة في نيكاي، بينما تتم مقارنة توبيكس الأكثر تعقيداً، والذي يعطى إنعكاس أفضل للاقتصاد الياباني بمؤشر S&P 500.

أما الشركات المدرجة في المؤشران، فإن توبيكس يضم 1.700 شركة مقابل مؤشر NIKKEI 225 الذي يحتوي على 225 فقط، وكلا المؤشرين يحتويان على شركات مدرجة في القسم الأول من بورصة طوكيو. انطلاقاً من هذه الحقيقة فإن توبيكس أكثر تنوعاً واكتمالاً، حيث يقدم تمثيلاً أفضل للسوق الياباني ومع ذلك، يدعي بعض المستثمرين أن العدد الكبير من المكونات يمكن أن يتسبب في بعض الأحيان في مشاكلات سيولة لتوبيكس، بينما لا يواجه مؤشر NIKKEI 225 مشاكل السيولة، حيث أن أحد معايير المهمة فيه هو إدراج المؤشر الرئيسية هو سيولة السهم⁶⁰.

لتوضيح هذا الفارق، يعطي قطاع تكنولوجيا المعلومات وزناً أكبر في مؤشر NIKKEI 225 في السوق المالي، حيث يولى مؤشر NIKKEI 225 اهتماماً خاصاً بتوازن القطاع عند اختيار الأسهم في المؤشر، بينما تقوم توبيكس فقط بتكرار الأسهم التي استوفت المعايير لئتم إدراجها في القسم الأول من بورصة طوكيو. وتأتي الاختلافات الأكثر أهمية في منهجية الحساب لكل مؤشر، فتوبيكس وهو المؤشر المرجح بالقيمة، هو أحد مؤشرات الأسعار القليلة المتبقية في العالم.

إن تعبير ترجيح القيمة السوقية لتوبيكس هو بسبب طريقة الوزن الأفضل للمؤشر، إنه يقدم تمثيلاً أكثر دقة لأهمية كل شركة في المؤشر، ويعكس بشكل أفضل سوق الأسهم اليابانية بشكل عام. بينما السعر المرجح لمؤشر NIKKEI 225 حساس للغاية للتقلبات الحادة في أسعار الأسهم. ويلاحظ أن توبيكس يطبق ترجيح التعويم الحر كميزة أساسية، فيسمح نظام توبيكس المعدل بالتعويم الحر للمستثمرين للحصول على صورة أفضل للأسهم المتاحة في السوق.

إن المراجعة الأساسية هي مقارنة مهمة أخرى، حيث يختلف هذان المؤشران اليابانيان عن بعضهما البعض. في حالة مؤشر نيكاي، تخضع المكونات لمراجعة دورية ومراجعات استبدال استثنائية، وكلا المراجعتين تقوم باختيار الأسهم على أساس السيولة مع الأخذ بعين الاعتبار رصيد القطاع حيث يتم اتخاذ القرار النهائي من قبل لجنة خاصة من الأكاديميين والمتخصصين في السوق. بينما لا يوجد لدى توبيكس أي

⁶⁰ Yumpu.com. (n.d.). *The Nikkei and the TOPIX face off - State Street global advisors*. yumpu.com. <https://www.yumpu.com/en/document/read/11911884/the-nikkei-and-the-topix-face-off-state-street-global-advisor>

مراجعة من جانب الناخبين باستثناء مراجعة الترخيص الحرة التي تعقد مرة واحدة سنوياً. يرجع ذلك إلى أن مكوناته يتم تضمينها تلقائياً في البحث إذا كانت تفي بالمتطلبات التي سيتم إدراجها في القسم الأول من بورصة طوكيو.

تعد مراجعة المكونات لتوبيكس أكثر وضوح من مراجعة NIKKEI ، وهذا يرجع إلى الترابط بين بورصة طوكيو ومؤشر توبيكس، حيث تخضع مكوناته لقواعد قائمة بورصة طوكيو التقليدية الراسخة، حيث لا توجد استثناءات أو عوائق ذاتية. مقابل ذلك، وعلى الرغم من أن مؤشر نيكاي 225 يحترم المعايير المحددة مسبقاً، إلا أن هناك مكاناً للشكوك والمواربة. على سبيل المثال رصد القطاع هو المعيار الثاني الذي يمكن بعض الشركات من أن لا يتم تضمينها حتى لو كانت سائدة، وذلك لمجرد أن مؤشر نيكاي يتبع التوازن القطاعي، أو (العكس بالعكس) لكونه أقل سيولة، ولكن تم تضمينه لتناسب توازن القطاع. كذلك يوجد لدى نيكاي لجنة خاصة تقرر حذف أو إضافة للناخبين الأمر الذي يجعله أقل موضوعية وشفافية لعامة الناس⁶¹. ومن هنا، لا تحدث هذه المعضلة التفاضلية مع حاملي أسهم توبيكس، حيث يتم وضع معايير ثابتة، فبمجرد أن لا تفي الشركة بالمتطلبات، تنتقل إلى القسم الثاني حيث ستكون مكوناً آخر لبورصة طوكيو. والأهم، يتم حساب توبيكس بالنقاط، ويتم احتساب مؤشر نيكاي 225 بالين الياباني.

يبدو حساب النقاط في توبيكس أكثر سهولة، في حين أن حساب نيكاي للين يولد أسئلة محتملة حول حساسية سعر الصرف لمؤشر للعملة اليابانية. وهناك معضلة جوهرية تتمثل في الارتباط المتغير بين الين الياباني وأداء مؤشر نيكاي. فإذا كان هناك ارتباط سلبي بين المؤشر والين الياباني، يعني أنه في حالة انخفاض قيمة الين سيرتفع مؤشر نيكاي، ومع ذلك، فقد أصبح هذا الارتباط السلبي إيجابياً في السنوات الأخيرة. إحدى التفسيرات المحتملة لهذا التغير في الارتباط هو رد فعل الأنظمة الاقتصادية والمالية اليابانية على جهود الحكومة لحل مشكلة الانكماش⁶².

61 TOPIX New Index Series - Size-based TOPIX Sub-Indices. (n.d.). 日本取引所グループ.

https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_cal_12_size.pdf

62 DWYER, J. (2012). Explaining the Politicization of Monetary Policy in Japan. *Social Science Japan Journal*, 15(2), 179-200. Retrieved July 4, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/23260759>

يتم استخدام كل من توبيكس و نيكاي محلياً ودولياً، ومع ذلك ينظر إلى توبيكس على أنه مؤشر اقتصادي رائد وتستخدمه الحكومة اليابانية على نطاق واسع. كما تفضله صناديق التقاعد اليابانية وصناديق الاستثمار لتعقيدها وشفافيتها⁶³.

والسبب الآخر يتمثل في ميل المستثمرين على المدى الطويل إلى اختيار توبيكس بدلاً من نيكاي بسبب حساب وزن السعر من نيكاي مما يترك مساحة لتهميش بعض الشركات، ومن الأمثلة ذات الصلة شركة ⁶⁴ Fast Retailing Co. التي حصلت على وزن بنسبة 10% في مؤشر نيكاي في عام 2013، بينما كانت الشركة اليابانية ضمن أفضل الشركات اليابانية (الرقم 44) وفقاً للقيمة السوقية.

رغم تلك الفجوات، يعد مؤشر نيكاي أكثر المؤشرات اليابانية تداولاً، ويرجع ذلك إلى إعجاب المستثمرين الدوليين، حيث توفر بعض المشتقات القائمة على مؤشر نيكاي، مثل الخيارات ذات السيولة، والتي هي أكبر من خيارات توبيكس⁶⁵.

لا توجد بيانات رسمية حول تكاليف حساب توبيكس ونيكاي، يمكننا فقط أن نفترض تكاليف حساب توبيكس أعلى من تكاليف حساب مؤشر نيكاي، نظراً للعدد الكبير من المكونات 1.700 مقابل 225، ومن وجهة نظر المستثمر فان تتبع مؤشر نيكاي 225 بشكل مثالي اقل تكلفة من توبيكس⁶⁶.

قبل الأزمة الاقتصادية العالمية في مطلع القرن الواحد والعشرين كان لكلا المؤشرين نفس الأداء الندي تقريباً، ومع ذلك بعد الأزمة تغير الوضع لصالح مؤشر نيكاي، ولا يزال يتفوق بشكل كبير على توبيكس. في محاولة للعثور على تفسير يمكن أن يفترض أن هذه المشكلة ناجمة عن اختلافات معينة في القطاع، حيث تستنتج أن التعرض المفرط لتوبيكس للقطاع المالي مع اكثر من 11 مقارنة بمؤشر نيكاي،

⁶³ Bloomberg. (n.d.). Japan Urged to Push Pension Funds to Adopt ESG Principles. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-10/japan-urged-to-push-pension-funds-to-adopt-esg-principles>

⁶⁴ Fast retailing Co., Ltd. (n.d.). FAST RETAILING CO., LTD. <https://www.fastretailing.com/eng/>

⁶⁵ White, S. (2020, January 24). Foreigners swap bets on Japan's stock index for select shares. U.S. <https://www.reuters.com/article/us-japan-stocks-futures-idUSKBN1ZNOKY>

⁶⁶ Bloomberg. (n.d.). Bank of Japan Brings End to Decade-Long Buying of the Nikkei 225. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-19/bank-of-japan-brings-end-to-decade-long-buying-of-the-nikkei-225>

كان له تأثير ملحوظ على تطور توبيكس، وتراكت العوامل لتجعل القطاع المالي الياباني يساهم، ولو بشكل غير مباشر، بتباطؤ أداء توبيكس⁶⁷، وبالتالي إنتاجيته وأرباحه.

5- المؤشر المدمج JPX-Nikkei Index 400⁶⁸

لطالما أثير النقاش على الصعيدين الياباني والدولي عن أي المؤشرين هو الأفضل والأكثر تمثيلاً، وبالتالي الأكثر أماناً والأضمن ربحاً. بعض المستثمرين أكد أن توبيكس يشتمل على عدد كبير جداً من الأسهم، لتكبر معه مروحة التفضيلات، بينما مؤشر نيكاي قديم الطراز وأقل وضوحاً، في المقابل دافع التقليديون بالتأكيد على ارتفاع نسبة الأمان حين التعامل مع أسهم نيكاي.

لذا من الواضح أن لكلا المؤشرين إيجابيات وسلبيات، تستند إلى رؤية وشخصية المتعاملين. وللوصول إلى طرح وسطي، تم إنشاء مؤشر مشترك ياباني جديد، يطلق على المؤشر المدمج إسم JPX-Nikkei Index 400. ويتم حسابه بشكل مشترك من قبل شركة Nikkei Inc وبورصة طوكيو للأوراق المالية ومجموعة البورصة اليابانية⁶⁹ Japanese Exchange Group. لهذا المؤشر 400 مكون، تم اختيارهم من القسم الأول والثاني من بورصة طوكيو، ويتعامل مباشرة مع قطاع JASDAQ، دون اللجوء إلى وسيط. حالياً، الجزء الأكبر من المكونات 388 من أصل 400 هي الأسهم المدرجة في القسم الأول. بدأ العمل بهذا المؤشر في 6 كانون الثاني 2014، ولكن تم اختيار التاريخ الأساسي ليكون 30 آب 2013، وطرحت قيمته الأساسية على أساس 10.000 نقطة، على غرار توبيكس، ويتم حسابها كل ثانية من ساعات التداول في بورصة طوكيو.

الخلاصة هي أن المؤشر المدمج JPX-Nikkei Index 400، هو مؤشر للقيمة السوقية، يتم تعديل أسهمها بحرية، وتتم مراجعة المكونات مرة واحدة في السنة خلال المراجعة السنوية التي تعقد في آب (تاريخ الطرح الأول)، حيث يتم اختيار الأسهم بناء على حجم التداول والقيمة السوقية لآخر ثلاثة سنوات.

⁶⁷ Why the Japanese market is performing well again. (2021, May 6). Union Bancaire Privée - Private Banking & Wealth Management - UBP. <https://www.ubp.com/en/newsroom/why-the-japanese-market-is-performing-well-again>

⁶⁸ JPX-nikkei400 / JPX-nikkei mid small. (n.d.). Japan Exchange Group. <https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/jpx-nikkei400/>

⁶⁹ Japan Exchange Group. (n.d.). Japan Exchange Group. <https://www.jpx.co.jp/english/>

تأكيداً على ذلك فإنه يأخذ في الاعتبار محددات، مثل العائد على حقوق الملكية لمدة ثلاث سنوات وأرباح التشغيل التراكمية⁷⁰.

أخيراً، يتم تصنيف الأسهم هنا بناء على عوامل نوعية، مثل حوكمة الشركات، حيث يمثل هذا المؤشر مجموعة حقيقية من الميزات بين توبيكس و نيكاي. وهو يشتمل على العدد الأمثل من المكونات بطريقة ما بين العملاقين الأساسيين، ويتم حسابه وفقاً لنفس منهجية توبيكس ولكنها تحتوي على معايير اختيار أكثر تعقيداً مما يجعلها مشابهة لمؤشر نيكاي.

⁷⁰ Index information - Nikkei indexes. (n.d.). <https://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/index/profile?idx=jpxnk400>

المبحث الرابع

الاستثمار في المؤشر

1- الاستثمار في المؤشر

هناك جدل دائم بين أتباع إستراتيجيات الاستثمار الإيجابي وأتباع إستراتيجيات الاستثمار السلبي، وفي المفاضلة تستند الإدارة الإيجابية على مبدأ أن سعر بعض الأسهم المتاحة في السوق لا يعكس قيمتها الجوهرية، فيبحث المديرين الإيجابيون بنشاط عن الأسهم الأقل سعراً لإدراجها في أعمالهم واستثماراتهم. وبذلك إذا كان السهم مقدماً بأقل من قيمته الحقيقية فيحصل العملاء على عائد أفضل من المؤشر. ومن أجل تحديد الأسهم ذات التسعير الخاطئ يلزم إجراء بحث متكامل لتأكيد الطرح الإيجابي. بالمقابل، تعتبر الإدارة السلبيّة أن سعر الأسهم عادل ولا ترى أي فرق كبير بين القيمة الجوهرية للأسهم وسعرها. وضمن مبادئها، لا تهدف إستراتيجية الاستثمار السلبي إلى التفوق على السوق، بل تختار الإستراتيجيات السلبيّة، مثل صناديق المؤشرات، والتي من شأنها أن توفر عوائد مثل تلك الخاصة بالمؤشر⁷¹.

إن الاستثمار الإيجابي والصناديق النشطة لها نجاح أكبر بكثير من الاستثمار السلبي، والذي ظهر فقط في سبعينيات القرن الماضي⁷². من الأمثلة على نجاح الإستراتيجية الإيجابية هي الأرباح الأسطورية للمستثمر وارن بافيت⁷³، الذي أثبت إمكانية التحكم بالسوق. أما المستثمرون السلبيون، وهم الأغلبية، فبدلاً من المجازفة بمحاولة الهيمنة على السوق، هم راضون عن الوصول إلى متوسط عوائد مريح.

عند الاختيار والمفاضلة بين هاتين الإستراتيجيتين، نجد أن الاستثمار الإيجابي له ترجيح أكبر، فلا يزال معظم الناس يعتقدون أن المديرين الإيجابيين الذين يختارونهم موهوبون وقادرون على التغلب على السوق مقابل الرسوم المرتفعة المفروضة كأتعابهم. ومع ذلك تثبت البيانات الرسمية عكس ذلك، فحتى إذا

71 Arnott, R. D., Hsu, J. C., & West, J. M. (2008). *The fundamental index: A better way to invest*. Wiley. pp. 44-46.

72 *Active vs. passive investing: What's best for you?* (n.d.). Investopedia.

<https://www.investopedia.com/news/active-vs-passive-investing/>

73 وارن ادوارد بافيت Warren Edward Buffett (1930) رجل اعمال أمريكي ومستثمر ومطور عقاري، يشغل حالياً منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي لشركة Berkshire Hathaway والذي يعد من انجح المستثمرين في العالم ويبلغ صافي ثروته أكثر 100.6 مليار دولار اعتباراً من نيسان 2021 مما يجعله سابع اغنى شخص في العالم.

Warren Buffett. (n.d.). Encyclopedia Britannica. <https://www.britannica.com/biography/Warren-Edward-Buffett>

كان من الممكن تحقيق عوائد أكبر من خلال الاستثمار الإيجابي، فإن الرسوم المدفوعة للمديرين يمكن أن تقلل نسبة الأرباح للمستثمر، ومثال على ذلك، إذا كان صندوق المؤشر يفرض رسوماً سنوية بنسبة 0.2 %، فإن الصندوق النشط يتقاضى 1.2%. لذا مع ولادة الاستثمار السلبي ومجموعة واسعة من المؤشرات في جميع أنحاء العالم تم توفير بديل للجمهور الكبير، مما يمكنهم الآن من الاختيار من بين صناديق المؤشرات منخفضة التكلفة والصناديق المتداولة في البورصة⁷⁴ Exchange-Traded Funds (ETFs)

75

هناك رأي راسخ بأن الاستثمار السلبي هو نهج استثماري ممل، حيث يعتبر الاستثمار في المؤشرات والمنتجات القائمة على المؤشر كجزء من الاستثمار السلبي الجامد، الرد على هذا المفهوم الخاطئ يكون بتطوير سلسلة من الحجج التي توضح أن المؤشرة يمكن أن تكون نشطة أيضاً، وهي:

الحجّة المنطقية لمفهوم المؤشر النشط هي أن إنشاء المؤشر، ومن ثم الاختيار النشط يتطلب اتخاذ قراراً نشطاً أيضاً عند اختيار الأوراق المالية التي ستكون جزءاً من المؤشر، وذلك عند منحهم الوزن المناسب وعندما يتم إعادة توازن المؤشر بشكل دوري. بالإضافة إلى ذلك، ونظراً لتوسع المنتجات القائمة على المؤشر، يجب تنبيه المستثمرين باستمرار لإمكانية اتخاذ القرارات المفصلية المتعلقة بهذه المنتجات أو اختيار المعيار المناسب لها. إن الإدارة القائمة على المؤشر هي بدورها عملية نشطة، فأدائها ينطوي على قيمة كبيرة من الجهود والكفاءة لإجراء تحليل عميق للبنية المجهرية للسوق.

إن استخدام منتجات المؤشر هي عملية نشطة أيضاً، فالاختيار بين مجموعة واسعة من المنتجات القائمة على المؤشر يكون نشطاً كما يريد المستثمر أن يكون. من الواضح أن النشاط بشكل خاص هو تحديد منتجات المؤشر التي يجب تضمينها في البيانات وبأي نسبة تكون. هنا النقاش عن المقاربة الإيجابية مقابل السلبية عديم الفائدة، فلا أحد يحاول أن يقول أنه يتعين علينا اختيار إستراتيجية واحدة فقط وتطبيقها، بل على العكس، من المستحسن الجمع بين هذين الخيارين. وهذا المزيج هو وسيلة فعالة بحد ذاته، فلا ينبغي اعتبار المؤشرة كبديل فقط، بل يجب اعتبارها أداة مناسبة لزيادة كفاءة الخزينة⁷⁶.

⁷⁴ What is an ETF? - Fidelity. (n.d.). Fidelity Investments - Retirement Plans, Investing, Brokerage, Wealth Management, Financial Planning and Advice, Online Trading. <https://www.fidelity.com/learning-center/investment-products/etf/what-are-etfs>

⁷⁵ Ferri, R. A. (2010). *The power of passive investing: More wealth with less work*. John Wiley & Sons. pp. 3-14.

⁷⁶ Schoenfeld, S. A. (2011). *Active index investing: Maximizing portfolio performance and minimizing risk through global index strategies*. John Wiley & Sons. pp. 2-4.

2- العوامل المساهمة في نمو المؤشر

المؤشرة هي خيار استثماري اكتسب شعبية في العقود الماضية، وعلى الرغم من أنها كمفهوم جديد في بداية السبعينيات كانت موضع اهتمام الأكاديميين فقط، فقد تغير الوضع بعد عشرة سنوات، حيث بدأ المستثمرون المؤسسون في تحويل انتباههم إلى فرص الاستثمار في هذه المؤشرات. كانت هناك أربع عوامل رئيسية أدت إلى نمو المؤشرة، والتي تمثل في الواقع أربع مزايا كبيرة لإستراتيجية الاستثمار هذه، وهي:

أ- سيولة في مخاطر الموازنة:

المخاطر هي المعيار الرئيسي لكل مستثمر. فإلى جانب النظر في طريقة الخزينة الاستثمارية، يهتم المستثمر أيضاً بالمخاطر النسبية المتمثلة في أن عائدات أموال خزينته ستتحرف عن معيار ربح معين. ويمكن للمستثمر أن يختار إما تكرار المعيار أو الاستثمار في أسهم أخرى باستثناء تلك الموجودة فيه. وفي حالة اختيار الإستراتيجية الثانية، قد تنحرف عوائده عن عوائد المعيار الأول. ما يفعله مديرو المؤشرات هو نسخ المؤشر، فهذه هي الطريقة الوحيدة لاستبعاد المخاطر النسبية.

ب - رسوم وتكاليف أقل بالمقارنة مع الرسوم المدفوعة:

إذا تحدثنا عن التكاليف فإن كل من المديرين الإيجابيين والسلبين لديهم نفقات. ومع ذلك، فإنهم مختلفون في مستويات الأجور، حيث إن تسعيرة تكاليف البحث للمديرين الإيجابيين أعلى بكثير، فهم يسعون باستمرار إلى استثمار أفضل وأربح، وإن كانت أخطر.

توفر المؤشرة قاعدة قيمة بشكل كبير لانتهاز الفرص، ففي حين أن المديرين الإيجابيين لا يستطيعون الوصول إلى الشبكات المتقاطعة، إلا أن مديري المؤشر يمتلكون ذلك، وباستخدامهم كمستشارين، فإنهم يوفرون قدرًا كبيراً من التكاليف المتعلقة بالمعاملات.

ج - السهولة النسبية في اختيار المديرين:

في أثناء اختيار مدير إيجابي يعني إجراء اختيار أكثر تعقيداً، في المقابل يعتبر اختيار مدير المؤشر أسهل، لأن مهمته الرئيسية هي تكرار المعيار، وهذا المعيار يقدم نموذجاً مثالياً لتقييم أدائه.

د- الأداء التنافسي ضد المديرين الإيجابيين:

يعطي التاريخ دليلاً على أنه في كل من إستراتيجية الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، تكون عوائد المعيار إما قريبة أو أعلى من عوائد المديرين الإيجابيين⁷⁷.

3- مؤشر فرص الاستثمار

تم تمثيل سبعين علامة فارقة في الاستثمار في المؤشرات، حيث تم إطلاق أول صندوق مؤشر في عام 1971، من قبل بنك⁷⁸ Wells Fargo Bank، فيما أول صندوق لمؤشر التجزئة أطلقته Vanguard بعد بضع سنوات في عام 1976. هذا أعطى بداية حقبة جديدة في صناعة المؤشرات، والتي لم تجلب في الثمانينيات سوى بعض المنتجات المبتكرة فقط، مثل العقود الطويلة لمؤشر الأسهم، ولكنها أدت إلى التوسع في صناديق المؤشرات حيث كان السوق الصاعد في التسعينيات بمثابة مقدمة مثالية لتقوية مركز صناديق المؤشرات وزيادة استخدامها في اليابان وأوروبا.

في التسعينيات، تم تقديم الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) في الولايات المتحدة وكندا، حيث أصبحت هذه الصناديق المتداولة شائعة وسادت عالمياً. ، وما بين عامي 2000 و2004 طرحت تقنية جديدة تعتبر أهم تغيير في المؤشر على الإطلاق، حيث تم اقتراح تعديل التعويم، والذي تم تنفيذه بواسطة المؤشرات العالمية والمحلية الرئيسية⁷⁹.

هناك العديد من أدوات الاستثمار القائمة على المؤشرات، أهمها:

1- صناديق المؤشرات

2- شهادات المؤشر

3- منتجات المؤشر - الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) المشتقات القائمة على المؤشر.

Schoenfeld, S. A. (2011). *Active index investing: Maximizing portfolio performance and minimizing risk through global index strategies*. John Wiley & Sons. pp. 32-37.

History of Wells Fargo – Wells Fargo. (n.d.). Wells Fargo – Banking, Credit Cards, Loans, Mortgages & More.⁷⁸
<https://www.wellsfargo.com/about/corporate/history/>

Schoenfeld, S. A. (2011). *Active index investing: Maximizing portfolio performance and minimizing risk through global index strategies*. John Wiley & Sons. pp. 11-13.⁷⁹

1- صناديق المؤشرات

صندوق المؤشر هو صندوق استثماري بطبعه، تتمثل إستراتيجية ثباته في تكرار أداء المؤشر، فهذا هو السبب في أن صناديق المؤشرات تستثمر في الأصول المدرجة في مؤشر مرجعي مختار، على عكس صناديق الاستثمار النشطة التي تحاول دائماً التغلب على السوق. ولا تهدف صناديق المؤشرات إلى التفوق على المؤشر القياسي⁸⁰، فالمزايا الأربع الرئيسية لصناديق المؤشرات هي :

أ- السيولة والقدرة :

تستخدم غالبية صناديق المؤشرات محددات تتضمن أسهم رأس مال كبيرة، والواقع أن هذه الأسهم ذات رؤوس أموال كبيرة، فهي تحظى بشعبية متصاعدة بين المستثمرين، مما يجعلها شديدة السيولة، وما ينتج عن هذه السيولة هو حجم تداول كبير. بالإضافة إلى ذلك، تتمتع صناديق المؤشرات بقدرة هائلة بسبب استثمارها في المؤشرات التي تتعقب آلاف الأوراق المالية في السوق.

الإدارة الإيجابية قد تستثمر في الأسهم السائدة ذات رؤوس أموال كبيرة، ولكن العقبة في أن المديرين الاستشاريين يركزون على الأسهم بأقل من قيمتها فقط، وبالتالي يقتصرون على عدد أقل من العناوين في خزنتهم.

ب - التنوع الداخلي:

نظراً لأن المؤشرات تم تضمينها بشكل أساسي لتمثيل السوق بالكامل، فهي بطبيعتها توفر تنوعاً أوسع، وهذا يعكس وجود عدد كبير من الأسهم المدرجة بمؤشرات مثل S&P 500 أو Russell 1000⁸¹، حيث مجموعة واسعة من القطاعات الاقتصادية والصناعية.

ج- معدل دوران منخفض وضرائب منخفضة:

تشمل صناديق المؤشرات من خلال إستراتيجيتها السلبية معدل دوران أقل بكثير من إستراتيجية الإدارة الإيجابية. بالإضافة إلى ذلك، يعد هذا الدوران المنخفض فائدة قيمة للغاية عندما يحين الوقت لدفع الضرائب. السبب هو أن الصناديق المتخصصة تستثمر في المؤشرات، ولا تظهر هذه المؤشرات عموماً

⁸⁰ Index fund. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/i/indexfund.asp>

⁸¹ Russell 1000 index. (2007, September 4). Investopedia. https://www.investopedia.com/terms/r/russell_1000index.asp

معدل دورانها عندما يعاني أحد الأسهم من بعض التغييرات، مثل الإندماج أو الاستحواذ أو الإفلاس، وبذلك لم يعد يف بمعايير المؤشر بعد الآن. من ناحية أخرى، يعني الاستثمار النشط شراء الأسهم وبيعها باستمرار على أساس مبدأ تقييمه بأقل من قيمتها، وهذا فيه الكثير من المبالغة ويؤدي إلى معدل دوران مرتفع. يضاف إلى ذلك، أن المكاسب الرأسمالية والأرباح التي تخضع للضرائب تجعلها أقل جاذبية مقارنة بصناديق المؤشرات الأخرى.

د- سهولة في التنفيذ والمراقبة:

تقدم صناديق المؤشرات طريقة سهلة لمتابعة أداء مديريها، فنشاط مديري الصناديق متشابه أيضاً، حيث إن لديهم جميعاً نفس إستراتيجية الخزينة، علاوة على ذلك، لن تظهر قضايا مثل انحراف الأسلوب أو تضارب المصالح أو التقدير الشخصي في إتخاذ القرار⁸².

إن صناديق المؤشرات لها بعض العيوب التي يجب مراعاتها. المثال الأول، إذا قام العميل بشراء صندوق المؤشر من شركة سمسة، فسيتم تحميله عمولة كبيرة، ويمكن تجنب هذه العمولة إذا كان يمتلك شركة سمسة خاصة به. ثانياً يوصى بشدة إذا تم الاستثمار في صندوق مؤشر ألا يتم تداوله كثيراً، بل الشراء والاحتفاظ، لأن تداول المؤشر مكلف. ثالثاً، يدعي المشترون أن الاستثمار في مؤشر الأسهم ليس بديلاً عن إستراتيجية توزيع الأصول الحقيقية، فمن أجل الوصول إلى خزينة تمثيلية متنوعة، قد يحتاج العميل إلى صناديق مؤشرات مختلفة تعكس قطاعات أو دولاً أو فئات أصول مختلفة مثل السلع والعقارات⁸³.

2- شهادات المؤشر

تم طرح شهادات المؤشر أول مرة في سوق الاستثمار في عام 1990، وعلى الرغم من تاريخها القصير إلا أن شهادات المؤشر مستخدمة على نطاق واسع بين المستثمرين مما يتيح شراء مؤشر أسهم كامل من خلال ورقة مالية رسمية، ويمكن أن تتوافق قيمة الشهادة تماماً مع قيمة المؤشر، أو يتم التعبير عنها كجزء من المؤشر، على سبيل المثال 10/1 أو 100/1 أو 1000 / 1. بشكل عام، شهادة البحث لها تاريخ استحقاق ثابت فعندما تصل إلى تاريخ الاستحقاق يتم دفع الشهادة وفقاً لإداء المؤشر الأساسي.

Arnott, R. D., Hsu, J. C., & West, J. M. (2011). *The fundamental index: A better way to invest*. John Wiley & Sons. ⁸² pp. 49-54.

Rodeck, D. (2021, June 2). *What are index funds?* Forbes Advisor. ⁸³

<https://www.forbes.com/sites/mitchelltuchman/2013/07/12/what-is-an-index-fund-investing-basics/>

المزايا الأساسية لامتلاك شهادات المؤشر هي:

أ- الوضوح في بنائها البسيط السهل المتابعة منها، وسهولة استيعاب مفاهيمها من قبل عامة الناس، حيث يتمكن حامل الشهادة دائماً من فهم قيمة شهادته من خلال متابعة أخبار أداء المؤشر المتوفرة إلى حد كبير في وسائل الإعلام.

ب- التداول المستمر، وهذا يمكن تداول هذه الشهادات بشكل مستمر عندما يكون سوق الأوراق المالية مفتوحاً، حتى بعد الإغلاق الرسمي لمقر البورصة، حيث يمكن تداول الشهادات عبر الإنترنت.

ج- القدرة على تحمل التكاليف من قبل العميل، فشهادات المؤشر هي أسهم منخفضة التكلفة، ويعد شراء شهادة مؤشر أقل تكلفة بكثير من تكلفة إنشاء خزينة تضم جميع أسهم نفس المؤشر.

د- انخفاض تكاليف المعاملات لإقتنائها، ومنها الرسوم الإدارية المفروضة عند الاستحقاق، وهي ليست مرتفعة التكلفة على الإجمال. بالإضافة إلى ذلك، في بعض الحالات تكون رسوم إدارة شهادات المؤشر مساوية لرسوم إدارة السندات للشهادات المتداولة، والتي يبدأ وسم International Securities Identification Number (ISIN) الخاص بها.

هـ - السيولة: شهادات المؤشر هي منتجات شديدة السيولة حيث يمكن للمستثمر شراء أو بيع شهادات المؤشر متى شاء، حيث يتم تجديد أسعارها باستمرار. وعلى الرغم من هذه المزايا المتعددة، إلا أن هناك العديد من المخاطر المرتبطة بشهادات المؤشر، فنظراً لأن سعر الشهادة يعتمد على تطور المؤشر، لذا هناك دائماً خطر محقق، فبمجرد أن لا يعطي المؤشر النتائج الإيجابية المتوقعة، سينخفض سعر الشهادة فوراً.

ولا بد من التنويه إلى أن تطور المؤشر يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالبيئة الاقتصادية العامة، ومن الأهمية بمكان ذكر مخاطر العملة المحلية عند امتلاك شهادة صادرة بعملة أجنبية، حيث يتعرض المستثمر لتقلبات في أرباحه بسبب التغييرات المحتملة في العملة الوطنية. يمكن الحديث عن استثناء بارز، فالسماح لشهادات ⁸⁴ Quanto Certificates، وهي شهادات مؤمنة ضد انحراف سعر الصرف، يمكن من حل هذه المشكلة.

ومن العوامل التي يمكن أن تؤثر على التغيير في سعر الشهادة هي تصنيف المصدر، فتخفيض التصنيف له تأثير مباشر على السيولة مما يجعل الشهادة أقل جاذبية وقيمة. في نفس الوقت، يمثل المصدر

⁸⁴ Quantity-adjusting option (Quanto option). (2003, November 24). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/q/quantooption.asp>

نفسه خطراً بحد ذاته، حيث يمكن أن يواجه صعوبات مالية قد لا تسمح له بالوفاء بالتزاماته. وهناك كذلك مخاطر الانتشار، والتي تؤكد على الاختلافات في سعر العرض والطلب للشهادة.

كما يتعرض المستثمر لمخاطر سوء التسعير بخاصة عندما يكون سعر الطلب أعلى أو سعر العرض أقل. وكذلك من المخاطر المهمة التي يجب مراعاتها، مخاطر الاستحقاق، حيث يتم دفع قيمة الشهادة إلى حاملها في تاريخ الاستحقاق المحدد، وليس في اليوم الذي تصل فيه الشهادة إلى السعر المرغوب، وأخيراً هناك بعض المخاطر الدقيقة المتعلقة بالضرائب والتشريعات في كل دولة⁸⁵.

3- منتجات المؤشر:

1- الصناديق المتداولة في البورصة:

الصناديق المتداولة في البورصة أو صناديق الاستثمار المتداولة هي صناديق مصممة لتتبع المؤشرات، ولكن يتم تداولها مثل الأسهم فهدفهم ليس التفوق في الأداء على السوق ولكن تقليده في أقرب وقت ممكن. إن شراء الأسهم Exchange-Traded Funds ETF يعني شراء سلة من الأسهم المدرجة في المؤشر والتي يتم تداولها كسهم واحد، ويمكن شراء وبيع هذه الأسهم على مدار اليوم، مما يمنح صناديق الاستثمار المتداولة سيولة جيدة بشكل كبير. علاوة على ذلك، نظراً لأنها تستند إلى مؤشر فإنها توفر تنوعاً واسعاً للمستثمرين، فصناديق الاستثمار المتداولة تدل على المفهوم الجذاب لتداول سلة من الأسهم، ولذا فإن حجم تداولها أكبر مقارنة بحجم تداول الأسهم الفردية.

ويمكن بيع أسهم ETF على المكشوف أو شرائها على الهامش أو الاحتفاظ بها لفترة أطول⁸⁶ حيث تعتبر الصناديق المتداولة في البورصة واحدة من منتجات المؤشر التي حظيت بشعبية كبيرة بين المستثمرين الأفراد والمؤسسات، فمنذ طرحها في العام 1992 (في الولايات المتحدة)، نما سوق ETF في جميع أنحاء العالم. ومن الأسباب التي تجعل المستثمرين يفضلون صناديق الاستثمار المتداولة هي التكاليف المنخفضة والكفاءة الضريبية، حيث تتبع هذه المزايا من إستراتيجية صناديق الاستثمار المتداولة السلبية التي لا تحاول التغلب على السوق⁸⁷.

⁸⁵ Maturity date definition. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/maturitydate.asp>

⁸⁶ Exchange traded fund – ETFs. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp>

⁸⁷ A brief history of exchange-traded funds. (n.d.). Investopedia.

<https://www.investopedia.com/articles/exchangetradedfunds/12/brief-history-exchange-traded-funds.asp>

وأخيراً، يقبل المستثمرون على مثل صناديق الاستثمار المتداولة الأسهم، وهي التي اعتادوا عليها ويعرفون كيفية تداولها ومراقبتها⁸⁸.

2- مشتقات المؤشر

على الرغم من بدايتها الأصلية كانت في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن المشتقات القائمة على المؤشر تستخدم في الوقت الحاضر في جميع أنحاء العالم. لقد أصبحت أداة جيدة وفعالة للمستثمرين في البورصات الدولية. وتعد العقود الطويلة للمؤشرات، ومقايضات المؤشرات، وخيارات المؤشرات، من بعض الأمثلة على المشتقات القائمة على المؤشر. ولقد ظهرت أول العقود الطويلة للمؤشر في عام 1982 بالولايات المتحدة حيث عرض مجلس التجارة بمدينة كانساس العقود الطويلة على مؤشرهم المعروف بما يسمى مؤشر خط القيمة، كما شهدت خيارات مؤشرات الأسهم النجاح في الثمانينات، حيث تم تداولها بنشاط في العديد من بورصات الأوراق المالية في الولايات المتحدة⁸⁹.

ومن أهم هذه المشتقات:

أ- مؤشر العقود الطويلة:

يتم وصف العقود الطويلة للمشتري ببساطة كعقود مستقبلية على مؤشر الأسهم. يتم تداول العقود الطويلة يومياً في البورصات، الأمر الذي يجعلها شديدة السيولة، وهذا يساهم في تقليل تكاليف المعاملات للدخول والخروج.

أكثر العقود الطويلة للأسهم سيولة في العالم هي العقود الطويلة في الأوقات المضطربة، مثل الأحداث الجيوسياسية أو الاضطرابات الاقتصادية، عندها يحاول المستثمرون تقليل تعرضهم للسوق⁹⁰.

ب- مقايضات المؤشرات:

⁸⁸ SCHOENFELD A., Steven. Active Index investing, maximizing portfolio performance, and minimizing risk through global index strategies. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc., 2004. p. 515

⁸⁹ The birth of stock exchanges. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/articles/07/stock-exchange-history.asp>

⁹⁰ How to invest in uncertain times. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/investing/investment-uncertainty/>

مقايضة مؤشر الأسهم هي عقد بين الأطراف لتبادل مدفوعات الفائدة مقابل إرجاع مؤشر في تاريخ ما في المستقبل⁹¹. عادة تدفع المؤسسة المالية التي تبيع المقايضة للعميل المستثمر العائد للمؤشر، في المقايضة، بدلاً من ذلك، يدفع العميل للمؤسسة سعر فائدة المتوقع، وعادة ما يساوي معدل الفائدة عائدات معدل الفائدة السنوي (LIBOR) London Interbank Offered Rate⁹² مع إضافة هامش ربح، حيث لا يتم تداول المقايضات في البورصة بصفة دورية، مما يجعلها أقل سيولة مقارنة بالمؤشرات الأخرى المتداولة في البورصة⁹³.

ج- خيارات شراء المؤشر:

هناك نوعان من خيارات المؤشر، الأول هو "الاتصال المباشر"، والذي يمنح الحق في الشراء والبيع، وعبره يعطي الضوء الأخضر في العمليات المالية⁹⁴، وهذه العملية لها تاريخ انتهاء صلاحية، حيث يمكن معرفة سعر وربحية التداول. الخيار الثاني هو "الشراء المباشر" من مقر البورصة، حيث يكون العميل شاهد عيان على عمليات البيع، وبالتالي المضاربة⁹⁵.

هاتان الإمكانيتان التجاريتان لخيارات المؤشر، أكبر سيولة من العقود الطويلة على سبيل المثال، والتي لا يتم تداولها خارج البورصة، وكذلك المقايضات الكبرى التي لا يتم تداولها في قاعة البورصة. ميزة أخرى مثيرة للاهتمام لخيارات المؤشرات هي عدم الكشف عن هوية المتعاملين عند التداول خارج البورصة⁹⁶.

3- الاختيار بين منتجات المؤشر:

SCHOENFELD A., Steven. Active Index investing, maximizing portfolio performance, and minimizing risk through⁹¹ global index strategies. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc., 2004. p. 522.

LIBOR | 1 month Libor 3 rate 6-month rates bond index current one 90 day 30 day. (n.d.). Bankrate: Guiding you⁹² through life's financial journey. <https://www.bankrate.com/rates/interest-rates/libor.aspx>

How the London interbank offered rate (LIBOR) works. (n.d.). Investopedia.⁹³

<https://www.investopedia.com/terms/l/libor.asp>

SCHOENFELD A., Steven. Active Index investing, maximizing portfolio performance and minimizing risk through⁹⁴ global index strategies. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc., 2004. p. 523.

OTC options definition. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/o/otcoptions.asp>⁹⁵

Over the counter (OTC) derivative definition. (n.d.). Investopedia.⁹⁶

<https://www.investopedia.com/ask/answers/052815/what-overthecounter-derivative.asp>

هناك عدة عوامل تؤثر على قرار المستثمر في الاختيار من بين منتجات المؤشر، منها إستراتيجية الاستثمار، والأفق الزمني، والضرائب، والقيود القانونية، والتفويضات المطلوبة، وإخفاء الهوية، وتكاليف المعاملات، وهذه العوامل كلها ليست سوى تفاصيل مؤثرة صغيرة.

فعلى سبيل المثال، إذا كان أفق الاستثمار متوسطاً إلى قصير، فمن المستحسن استخدام العقود الطويلة بدلاً من صناديق الاستثمار المتداولة. فالعقود الطويلة أكثر سيولة، والعمولات المفروضة أقل. وهناك عامل مهم وحساس للغاية هو متطلبات تشريعية محددة وتفويض قانوني لشراء منتج مؤشر معين أو لدخول السوق. كما توفر كل صناديق الاستثمار المتداولة والعقود الطويلة للمستثمرين الفرصة للوصول إلى الأسواق المقيدة حيث يكون الاستثمار المباشر في الأسهم محدوداً.

وعلى الرغم من حقيقة أن جميع المنتجات التي تم وضعها في فقرات قليلة أعلاه هي منتجات مؤشر، إلا أنه لا يمكن استخدام جميع المنتجات في أي بحث حيث تتوفر العقود الطويلة على عدد صغير من المؤشرات. وتعتبر صناديق الاستثمار المتداولة أقل محدودية من العقود الطويلة ولكن لا يزال من غير الممكن استخدام جميع المؤشرات المتاحة.

ومن المعايير المهمة عدم الكشف عن هوية المستثمر، فالعقود الطويلة للمؤشرات وصناديق الاستثمار المتداولة وخيارات المؤشرات المدرجة لا تلبى ذلك، نظراً لأنه يتم تداولها في البورصة حيث توجد متطلبات معينة تفرض كشف هوية المستثمرين. من ناحية أخرى، توفر مقايضات المؤشرات وخيارات مؤشر OTC درجة عالية من السرية للمستثمرين، حيث إن سعر المنتجات التي لا يتم تداولها علناً، ولا يتوفر دائماً، ولا يمكن مقارنته بغيره، وبهذا يواجه المستثمرون الأفراد مشاكل بسبب نقص المعلومات⁹⁷.

أخيراً، إنها مجموعة متنوعة من منتجات المؤشرات المتاحة في السوق، والتي تمنح المستثمرين ما يكفي من المنتجات للاختيار فيما بينها؛ فهي إذن مسألة اهتمامات وإمكانيات تساعد في إتخاذ القرار.

الإستنتاج الختامي

مقارنة الاستثمار في مؤشر نيكاي 225 أو مؤشر توبكس

الفئة	توبكس TOPIX	نيكاي 225 Nikkei
الممول	Tokyo Stock Exchange Inc. بورصة طوكيو للأوراق المالية	Nihon Keizai Shimbun (Nikkei Inc.) نشرة اقتصادية
سنة الإنشاء	1968	1950
القيمة الأساسية	100 نقطة	176.21 ين ياباني
مكان الإصدار	كل الشركات مدرجة في "القسم الأول" من بورصة طوكيو	كل الشركات مدرجة في "القسم الأول" من بورصة طوكيو
عدد المكونات	1700	225
المنهجية	تعديل التعويم الحر + القيمة السوقية المرجحة	متوسط السعر المرجح
المرجع الرئيسي	قواعد إدراج القسم الأول + مراجعة قيمة التعويم الحر مرة واحدة في السنة	المراجعة الدورية (مرة في السنة) + مراجعة الاستبدال الاستثنائي
الوحدة	النقطة	الين
الفاصل الزمني للحساب	ثانية واحدة	15 ثانية
قيمة المؤشر الحالي	I 149.49	14 300.12

بفضل شعبيته، يعد مؤشر نيكاي 225 هو المؤشر الياباني الأكثر استخداماً في منتجات الاستثمار الدولية، وهذا لا يعني أنه لا توجد منتجات منافسة على توبيكس، فالعديد من فرص الاستثمار في نيكاي لها أمداد لها في توبيكس. نقص المعلومات مرده إلى أن بورصة طوكيو لا تقدم أي معلومات رسمية حول الأسواق المرخصة وموفري ETF لتوبيكس. ما يمكن أن نجده على موقع بورصة طوكيو الإلكتروني هو صناديق الاستثمار المتداولة المدرجة في توبيكس الآن، وأهمها:

أ – Daiwa Asset Management⁹⁸

ب – Nomura Asset Management⁹⁹

ج – Nikko Asset Management¹⁰⁰

د – Mitsubishi UFJ Asset Management¹⁰¹

وهي ما يمكن اصطلاحه بالأربعة الكبار¹⁰². ونلاحظ أن السوق المالي ليس مقتصرًا فقط على المؤسسات المالية اليابانية. ولكن هناك كذلك المؤسسات المالية الأوروبية التي لديها صناديق الاستثمار المتداولة على توبيكس، فعلى سبيل المثال تدير شركة¹⁰³ Commerzbank AG واحدة منها تسمى ComStage TOPIX UCITS ETF¹⁰⁴.

إن شهادات المؤشر وصناديق الاستثمار المتداولة التي أساسها مؤشري نيكاي 225 و توبيكس، لها مروجيها الأوروبيين، حيث يتم اصدار هذه الشهادات من قبل بنكين رئيسيين هما Deutsche Bank AG و Commerzbank AG الآنف الذكر. حيث يقدم دويتشه بنك المؤشرات اليابانية التي ليس لها تاريخ استحقاق محدد¹⁰⁵، والتي يتم إصدارها في نفس اليوم، مع عدم التأمين على مخاطر العملية الربحية. من

⁹⁸ Daiwa asset management. (n.d.). Daiwa Asset Management. <https://www.daiwa-am.co.jp/english/>

⁹⁹ global. Nomura. (n.d.). NOMURA ASSET MANAGEMENT. <https://global.nomura-am.co.jp/>

¹⁰⁰ Nikko Asset Management. (n.d.). Nikko AM Global Site. <https://en.nikkoam.com/>

¹⁰¹ MUFG. (2021, June 25). Mitsubishi UFJ Asset Management (UK) Ltd. <https://www.uk.am.mufg.jp/>

¹⁰² ETFs and ETN's to Be Subject to Indicative NAV and PCF Publication. (n.d.). <https://memofin-media.s3.eu-west-3.amazonaws.com/Documents/0001/03/990e7a271295ed5bc5af1ddcd0a9ca03ac042ab7.pdf>

¹⁰³ Commerzbank AG - Michaela Felsing. (2021, September 20). Commerzbank AG - Commerzbank Homepage. <https://www.commerzbank.com/>

¹⁰⁴ ComStage 1. (n.d.). Nginx HTTP Server on Fedora.

https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN201910311370098559_1.pdf

¹⁰⁵ Land of the Rising Equity Allocation. (n.d.). <https://etf.dws.com/ESP/SPA/Download/Research-Global/5c224156-85f8-45ed-bd0b-f6ca1bc257a8/Japan-Indices.pdf>

هنا فإن شهادات توبيكس أرخص وقيمتها المعرضة للخطر أقل، وتبدو للوهلة الأولى أكثر جاذبية. بالمقابل فإن أدائها السلبي مقارنة بالأداء الإيجابي لمؤشر نيكاي يوجهنا نحو الخيار الثالث المتمثل في شهادات .QUANTO

كثيراً ما يتم تداول كلا الشهادتين بنفس الأسعار تقريباً (بين 16-18 يورو)، ومع ذلك، تمكنت أسهم نيكاي من التأقلم مع السوق الدولي بشكل أفضل بكثير من شهادة توبيكس، والدليل الواضح هو السعر الفعلي لشهادة نيكاي. ويلاحظ أنه باستثناء المؤشر الأساسي، لا توجد فروق في سياسة الاستثمار أو قيود الاستثمار أو سياسة التوزيع أو نظام إدارة المخاطر أو المعاملة الضريبية، ففي النهاية هي مؤشرات يابانية في أسواق عالمية.

TOPIX ETF هو أكبر صندوق ETF في اليابان¹⁰⁶، وهناك بعض الاختلافات في وحدة التداول، حيث يوجد لدى مؤشر نيكاي وحدة تداول واحدة في حين أن لدى مؤشر توبيكس عشرة. ينعكس هذا الفارق الكبير في سعر السوق، حيث أن سعر السوق لمؤشر نيكاي أعلى بأكثر من 12 مرة من سعر توبيكس وهذا يرجع إلى المبالغ المستثمرة في كلا المؤشرين، وليس قيمتهم الإنتاجية. ومن ها فإن مؤشر نيكاي يحقق عوائد استثمار أفضل من توبيكس.

ولكن هناك العديد من المزايا التي تعمل لصالح مؤشر توبيكس بمواجهة مؤشر نيكاي. فأولاً، نسبة المصاريف الإجمالية لمؤشر الاستثمار المتداولة في مؤشر نيكاي والتي تكون إما مع أو بدون ضرائب، أعلى بمرتين من نظيرتها في توبيكس، ثانياً يكون عائد توزيعات الأرباح افضل قليلاً في حالة توبيكس، ثالثاً، تقلبات توبيكس اقل بنسبة مئوية قليلة من تقلب مؤشر نيكاي.

تمثل مؤشرات الأسهم أداة أساسية للأسواق المالية، وخلال القرن الماضي تطور عالم المؤشرات بشكل كبير، حتى أنه في الوقت الحاضر لا تستخدم المؤشرات فقط لوصف الوضع في سوق الأوراق المالية، بل تستخدم أيضاً كأساس للعديد من المنتجات الاستثمارية.

إن هناك عدة احتمالات لبناء مؤشر وإعطاء وزن لمكوناته، وعلى الرغم من أن الاستثمار في المؤشرات يعتبر جزءاً من إستراتيجية الاستثمار السلبي، فقد ثبت أنه يمكن اعتباره إيجابياً أيضاً. إن اختيار

Best Japan ETFs for Q3 2021. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/best-japan-etfs-5076938>¹⁰⁶

المكونات في توبيكس عملية أكثر وضوح مما كانت عليه في حالة نيكاي 225، ولكن العدد الأكبر من مكونات توبيكس يجعله أكثر تنوعاً، ويولد لديه قدرة أكبر على عكس صلابة وتطور الاقتصاد الياباني.

وأخيراً الخلاصة هي "تحليل مؤشرات الأسهم اليابانية لتقييم طريقة تكوينها، لأن المؤشرين المذكورين أعلاه يتنافسان باستمرار للتفوق، ومن ثم المقارنة العلمية لخصائص الاستثمار في كل مؤشر".

References

- *4 factors that shape market trends.* (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/articles/trading/09/what-factors-create-trends.asp>
- *A brief history of exchange-traded funds.* (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/articles/exchangetradedfunds/12/brief-history-exchange-traded-funds.asp>
- *About: Nikkei 225.* (n.d.). DBpedia Association.
https://dbpedia.org/page/Nikkei_225
- *Active vs. passive investing: What's best for you?* (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/news/active-vs-passive-investing/>
- *Adverse selection.* (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/a/adverseselection.asp>
- Arnott, R. D., Hsu, J. C., & West, J. M. (2011). *The fundamental index: A better way to invest.* John Wiley & Sons.
- *Best Japan ETFs for Q3 2021.* (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/best-japan-etfs-5076938>
- *Bloomberg.* (n.d.). Bank of Japan Brings End to Decade-Long Buying of the Nikkei 225. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-19/bank-of-japan-brings-end-to-decade-long-buying-of-the-nikkei-225>
- *Bloomberg.* (n.d.). Japan Urged to Push Pension Funds to Adopt ESG Principles . <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-10/japan-urged-to-push-pension-funds-to-adopt-esg-principles>

- *Charles Henry Dow*. (n.d.). Encyclopedia Britannica.
<https://www.britannica.com/biography/Charles-Henry-Dow>
- Commerzbank AG - Michaela Felsing. (2021, September 20).
Commerzbank AG - Commerzbank Homepage.
<https://www.commerzbank.com/>
- *ComStage 1*. (n.d.). Nginx HTTP Server on Fedora.
https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN201910311370098559_1.pdf
- Corporate Finance Institute. (2020, August 31). *Stock market index - Overview, types, importance*.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/stock-market-index/>
- Corporate Finance Institute. (2020, October 29). S&P standard and poor's - A complete guide to all S&P products.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/sp-standard-poors/> ¹
- Corporate Finance Institute. (2021, March 22). *Asset allocation*.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/asset-allocation/>
- *Daiwa asset management*. (n.d.). Daiwa Asset Management.
<https://www.daiwa-am.co.jp/english/>
- *Decision on Delisting, etc.: SHOKO CO.,LTD*. (n.d.). Japan Exchange Group. <https://www.jpx.co.jp/english/news/1023/20210621-11.html>
- *Differences between price, value, and Unweighted indexes*. (n.d.). The Balance. <https://etf.about.com/od/etfbasics/a/Different-Types-Of-Weighted-Indexes.htm>
- *Dow Jones averages*. (n.d.). The Library of Congress.
<https://www.loc.gov/item/98803111/>
- DWYER, J. (2012). Explaining the Politicization of Monetary Policy in Japan. *Social Science Japan Journal*, 15(2), 179-200. Retrieved July 4, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/23260759>
- *Edward D. Jones*. (n.d.). Encyclopedia Britannica.
<https://www.britannica.com/biography/Edward-D-Jones>
- *ETFs and ETN's to Be Subject to Indicative NAV and PCF Publication*. (n.d.). <https://memofin-media.s3.eu-west-3.amazonaws.com/Documents/0001/03/990e7a271295ed5bc5af1ddcd0a9ca03ac042ab7.pdf>

- *Exchange traded fund – ETFs*. (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp>
- *Ex-topix index*. (n.d.). Markets data - stock market, bond, equity, commodity prices - FT.com.
<https://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/summary?s=TOPXE:TYO>
- *Ex-TOPIX*. (n.d.). 日本取引所グループ.
https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_fac_23_extopix.pdf
- *Fast retailing Co., Ltd.* (n.d.). FAST RETAILING CO., LTD.
<https://www.fastretailing.com/eng/>
- Ferri, R. A. (2010). *The power of passive investing: More wealth with less work*. John Wiley & Sons. pp. 3-14.
- *FFW Calculation Methodology*. (n.d.). 日本取引所グループ.
https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/topix/tvdivq00000030ne-att/23_FFW.pdf
- *Float Weight Calculation Methodology*. (n.d.). 日本取引所グループ.
https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_ref_1_FFW.pdf
- *FOREIGN LAWS AND REGULATIONS*. (n.d.). FAST RETAILING CO., LTD.
https://www.fastretailing.com/eng/ir/news/pdf/2102031300_companyinformationsheet_eng_103.pdf
- *Free Float Weight Calculation Methodology*. (n.d.). 日本取引所グループ.
https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_ref_1_FFW.pdf
- *Free-float methodology definition*. (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/f/freefloatmethodology.asp>
- *FTSE Russell*. (n.d.). Ftse Russell.
<https://www.ftserussell.com/products/indices/wijpnntu>
- Gauchon, P. (1994). *Vocabulaire d'actualité économique: Acteurs, espaces et enjeux économiques contemporains*.
- *global. Nomura*. (n.d.). NOMURA ASSET MANAGEMENT.
<https://global.nomura-am.co.jp/>
- *History of Wells Fargo – Wells Fargo*. (n.d.). Wells Fargo – Banking, Credit Cards, Loans, Mortgages & More.
<https://www.wellsfargo.com/about/corporate/history/>

- *History*. (n.d.). Japan Exchange Group.
<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/about-jpx/history/02-02.html>
- *History*. (n.d.). NIKKEI, Inc.
<https://www.nikkei.co.jp/nikkeiinfo/en/corporate/history/>
- Honda Global | Honda Motor Co., Ltd. (n.d.). <https://global.honda>
- *How the London interbank offered rate (LIBOR) works*. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/l/libor.asp>
- *How to invest in uncertain times*. (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/investing/investment-uncertainty/>
- *Index fund*. (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/i/indexfund.asp>
- *Index information - Nikkei indexes*. (n.d.).
<https://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/index/profile?idx=jpxnk400>
- *Index list - Nikkei indexes*. (n.d.).
<https://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/index>
- *Index Rex*. (n.d.). <https://www.etf.com/publications/journalofindexes/joi-articles/1411-index-rex.html?fullart=1&start=6>
- *Japan ETF*. (n.d.). ETF portfolios made simple | just ETF.
<https://www.justetf.com/en/how-to/invest-in-japan.html>
- *Japan Exchange Group*. (n.d.). Japan Exchange Group.
<https://www.jpx.co.jp/english/>
- Japan Tobacco International – a global tobacco company. (n.d.).
<https://www.jti.com/>
- *Japan's financial markets: The lost decade by beate Reszat :: SSRN*. (n.d.). Home: SSRN. <https://ssrn.com/abstract=415981>
- *JPX-nikkei400 / JPX-nikkei mid small*. (n.d.). Japan Exchange Group.
<https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/jpx-nikkei400/>
- *Land of the Rising Equity Allocation*. (n.d.).
<https://etf.dws.com/ESP/SPA/Download/Research-Global/5c224156-85f8-45ed-bd0b-f6ca1bc257a8/Japan-Indices.pdf>
- *Learn about the Russell 3000 index*. (n.d.). Investopedia.
https://www.investopedia.com/terms/r/russell_3000.asp
- *LIBOR | 1 month Libor 3 rate 6-month rates bond index current one 90-day 30 day*. (n.d.). Bankrate: Guiding you through life's financial journey.
<https://www.bankrate.com/rates/interest-rates/libor.aspx>

- *Market Sector Indices*. (n.d.). 日本取引所グループ.
https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/topix/tvdivq00000030ne-att/e_cal_3_topix.pdf
- *Market sentiment*. (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/m/marketsentiment.asp>
- *Maturity date definition*. (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/m/maturitydate.asp>
- *MSCI Japan Index*. (n.d.). MSCI – Powering better investment decisions - MSCI. <https://www.msci.com/documents/10199/b3ee6464-f705-4d65-81a0-d8756607cf9f>
- *MUFG*. (2021, June 25). Mitsubishi UFJ Asset Management (UK) Ltd.
<https://www.uk.am.mufg.jp/>
- *Mutual funds, IRAs, ETFs, 401(k) plans, and more*. (n.d.). Vanguard: Helping you reach your investing goals | Vanguard.
<https://investor.vanguard.com/corporate-portal/>
- *Nikkei Index Consultation*. (n.d.).
https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/news/20210510E_1.pdf
- *Nikkei indexes*. (n.d.). <https://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/>
- *Nikkei Stock Average - Par Value*. (n.d.).
https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/file/nikkei_stock_average_par_value_en.pdf
- *Nikkei Stock Average*. (n.d.).
https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/file/nikkei_stock_average_guide_book_en.pdf
- *Nikko Asset Management*. (n.d.). Nikko AM Global Site.
<https://en.nikkoam.com/>
- *Ntt*. (n.d.). NTT | Nippon Telegraph and Telephone Corporation.
<https://group.ntt/en/>
- *OTC options definition*. (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/o/otcoptions.asp>
- *Over the counter (OTC) derivative definition*. (n.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/ask/answers/052815/what-overthecounter-derivative.asp>
- *Quantity-adjusting option (Quanto option)*. (2003, November 24). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/q/quantooption.asp>
- *REITs*. (n.d.). Japan Exchange Group.
<https://www.jpx.co.jp/english/equities/products/reits/index.html>

- Rodeck, D. (2021, June 2). *What are index funds?* Forbes Advisor. <https://www.forbes.com/sites/mitchelltuchman/2013/07/12/what-is-an-index-fund-investing-basics/>
- *Russell 1000 index*. (2007, September 4). Investopedia. https://www.investopedia.com/terms/r/russell_1000index.asp
- Schoenfeld, S. A. (2004). *Active index investing: Maximizing portfolio performance and minimizing risk through global index strategies*. John Wiley & Sons.
- *Securities identification code committee*. (n.d.). Japan Exchange Group. <https://www.jpx.co.jp/english/sicc/index.html>
- *Shares outstanding vs. floating stock: What's the difference?* (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/ask/answers/062315/what-difference-between-shares-outstanding-and-floating-stock.asp>
- *SPDR exchange traded funds (ETFs)*. (n.d.). SPDR Exchange Traded Funds (ETFs) | SSGA. <https://www.ssga.com/us/en/intermediary/etfs>
- *SPX | S&P 500 index overview | MarketWatch*. (2021, September 17). MarketWatch. <https://www.marketwatch.com/investing/index/spx>
- *Sumitomo Mitsui financial group corporate website | Sumitomo Mitsui financial group*. (n.d.). 三井住友フィナンシャルグループ. <https://www.smfg.co.jp/english/>
- *The birth of stock exchanges*. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/articles/07/stock-exchange-history.asp>
- *The difference between the arithmetic means and geometric mean*. (n.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/ask/answers/06/geometricmean.asp>
- *TOKYO STOCK EXCHANGE Listed company search*. (n.d.). <https://www2.tse.or.jp/tseHpFront/JJK020020Action.do>
- *TOPIX High Dividend Yield 40 Index*. (n.d.). 日本取引所グループ. https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_cal_17_t40_2nd.pdf
- *TOPIX New Index Series - Size-based TOPIX Sub-Indices*. (n.d.). 日本取引所グループ. https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_cal_12_size.pdf
- *TOPIX Sector Indices / TOPIX-17 Series*. (n.d.). 日本取引所グループ. https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_fac_13_sector.pdf

- *TOPIX Style Index Series*. (n.d.). 日本取引所グループ.
https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/line-up/files/e_cal_14_style.pdf
- *Topix*. (n.d.). Japan Exchange Group.
<https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/topix/>
- *TSE Index - Market Sector Indices*. (n.d.). 日本取引所グループ.
https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/topix/tvdivq00000030ne-att/e_cal_3_topix.pdf
- Walter, J. (2020, October 7). *What is the nikkei 225 index?* IMC Grupo.
<https://www.imcgrupo.com/what-is-the-nikkei-225-index/>
- *Warren Buffett*. (n.d.). Encyclopedia Britannica.
<https://www.britannica.com/biography/Warren-Edward-Buffett>
- *What is an ETF? - Fidelity*. (n.d.). Fidelity Investments - Retirement Plans, Investing, Brokerage, Wealth Management, Financial Planning and Advice, Online Trading. <https://www.fidelity.com/learning-center/investment-products/etf/what-are-etfs>
- White, S. (2020, January 24). *Foreigners swap bets on Japan's stock index for select shares*. U.S. <https://www.reuters.com/article/us-japan-stocks-futures-idUSKBN1ZN0KY>
- *Why the Japanese market is performing well again*. (2021, May 6). Union Bancaire Privée - Private Banking & Wealth Management - UBP.
<https://www.ubp.com/en/newsroom/why-the-japanese-market-is-performing-well-again>
- Yumpu.com. (n.d.). *The Nikkei and the TOPIX face off - State Street global advisors*. yumpu.com.
<https://www.yumpu.com/en/document/read/11911884/the-nikkei-and-the-topix-face-off-state-street-global-advisor>
- Ziemba, W., & Schwartz, S. (1991). The Growth in the Japanese Stock Market, 1949-90 and Prospects for the Future. *Managerial and Decision Economics*, 12(2), 183-195. Retrieved August 1, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/2487493>