

סוגיות בנושא שאלות רשות ניירות ערך – ערעור למבחן מקצועית א' – 26.06.2011

תלמידים יקרים.

אנו נמצאים כרגע בתקופה של פתיחת מחברות ע"י הרשות לניירות ערך.

ככלל לאחר פתיחת המחברות זכאים הנבחנים במבחן להגיש ערעור וזאת עד לתאריך ה-5.8.2011

בעקבות פניות רבות של סטודנטים אשר מתלבטים באשר לאילו שאלות ניתן להגיש ערעור.

החלטתי להציג בפניכם את השאלות שלדעתי האישית קיים לגביהן סיכוי לערעור.

אני שמח וגאה לעדכן כי לאחר בירור מעמיק שביצענו מול התלמידים שניגשו לפתיחת המחברות ולאחר שהרשות חשפה את התשובות. השחזור של הבחינה האחרונה שעלה כבר בבוקר של יום המחרת היה מדויק וכל התשובות שניתנו בו היו נכונות.

יחד עם זאת אני יכול לציין באופן אישי כי בזמן שעברתי על הבחינה זיהיתי כי קיימות מס' שאלות בהן זיהיתי בעיתיות בין אם בניסוח השאלה ובין אם בתשובות שניתנו.

אני מגיש לכם, תלמידים יקרים, קובץ של כל השאלות הבעייתיות ואני מצוין גם למה אני ממליץ להגיש ערעור והאם מדובר בערעור מלא בו ניתן לבקש פסילת כל השאלה או ערעור חלקי בו ניתן לבקש שתתקבל עוד תשובה נוספת בנוסף לתשובה הנכונה.

כמו תמיד אני וצוות האקדמיה לפיננסים נשמח לענות לכם על כל שאלה.

בברכה

דמיטרי קוטקין.

שאלה מס' 19 משחזור האקדמיה לפיננסים

מבין הטענות להלן. מהי הטענה הנכונה ביותר?

- ככל שסטיית התקן גבוהה יותר ערך פנימי של אופציה גדל.
- ערך הזמן גדול מערכה הפנימי באופציה מחוץ לכסף.
- המדד הקובע לפקיעה באופציות על מדד ת"א 25 יקבע ביום המסחר האחרון בחודש במדד.
- ירידה חדה עלולה לגרור אופציית CALL עמוק מחוץ לכסף להפוך לאופציית CALL מחוץ לכסף.
- סכום הביטחונות הנדרשים ע"פ הבורסה בתל אביב שווה לתזרים הצפוי השלילי ביותר בעת הפקיעה.

התשובה הנכונה ע"פ הרשות לניירות ערך:

ע"פ הרשות לניירות ערך התשובה הנכונה בשאלה זו היא תשובה ב' כלומר שערך הזמן גדול מערכה הפנימי באופציה מחוץ לכסף.

הסיבה לערעור:

ערך פנימי של אופציה מחוץ לכסף $= 0$. כלומר מחיר האופציה מורכב כולו מערך הזמן.

(מחיר האופציה = ערך פנימי (0) + ערך הזמן).

ידוע כי מחיר האופציה אינו יכול להיות שלילי ועל כן נראה הגיוני שערך הזמן באופציות מחוץ לכסף גבוה מהערך הפנימי.

יחד עם זאת ידוע כי ערך הזמן של כל אופציה (ללא קשר למיקום בכסף) ביום הפקיעה $= 0$.

על כן גם במקרה הנ"ל ערך הזמן גדול מהערך הפנימי לאורך כל חיי האופציה כאשר היא מחוץ לכסף למעט ביום הפקיעה
בו ערך הזמן $= 0$.

אם ערך הזמן ביום הפקיעה $= 0$ והערך הפנימי של אופציה מחוץ לכסף $= 0$. לא ניתן לקבוע כי ערך הזמן גדול מהערך הפנימי.

ע"י הוכחת מקרה פרטי זה לדעתי לא ניתן לקבוע כי הטענה היא הטענה הנכונה ביותר.

למען הסר ספק גם בשאר הטענות שניתנו נראה כי אין טענה שהיא הנכונה ביותר.

לכן אני ממליץ להגיש ערעור לפסילת השאלה ולא רק על התשובה שניתנה כנכונה. ללא קשר למה שסימנתם.

שאלה מס' 6 משחזור האקדמיה לפיננסים

בבורסה לניירות ערך נסחרות שתי אופציות על מדד ת"א 25 בעלות אותו מחיר מימוש ועם סטיות תקן גלומות זהות. ידוע שאופציית CALL בעלת דלתא 63 ₪ , גמא 3 ₪ , ווגא 48 כמו כן ידוע כי אופציית PUT בעלות תטא 35 (הפרמטרים נתונים בערכם המוחלט). בהנחה שהמדד עלה ב 2 נק' וסטיות התקן הגלומות באופציות עלו ב 1%, יתר הפרמטרים נשארו ללא שינוי. בכמה תשתנה שווייה של אופציית PUT ביום למחרת ?

א. ירד בכ- 58.

ב. ירד בכ- 61.

ג. יעלה בכ- 64.

ד. יעלה בכ- 62.

ה. ירד בכ- 64.

התשובה הנכונה ע"פ הרשות לניירות ערך:

ע"פ הרשות לניירות ערך התשובה הנכונה בשאלה זו היא תשובה א' כלומר **ירד בכ- 58**.

הסיבה לערעור:

בשאלה זו הסיבה לערעור נובעת מהשמטת נתון לגבי מועד המימוש.

תשובה א' היא אכן התשובה הנכונה אך זאת רק במידה ומועד המימוש של שתי האופציות זהה.

ללא ציון מפורש שמועד המימוש של שתי האופציות זהה לא ניתן לחשב כלל את הנתונים ולא ניתן להגיע לאף תשובה וזאת מאחר ולא ניתן להגיע למסקנה באשר לגמא , דלתא ווגא.

לאור העובדה כי ראה לנכון מחבר המבחן לציין במפורש שהאופציות הן באותו מחיר מימוש ועם סטיות תקן גלומות זהות נראה כי חלה כאן טעות סופר. השמטת הנתון על מועד המימוש היא תוצר של טעות אנוש והמחבר על פי עניות דעתי פשוט שכח לציין זאת במפורש.

ללא קשר בין אם מדובר בטעות או במכוון על כל מקרה לא יכול הנבחן הסביר על סמך הנתונים בשאלה לפתור את השאלה.

לצפות מנבחן להשלים מעצמו את הנתון היא דרישה בלתי סבירה ואינה מקובלת גם אצל הרשות. הוכחה לכך טמונה בעובדה כי בשאלות אחרות אכן צוין הנתון במפורש כאשר זה התבקש.

מאחר ומבלי לדעת מראש שאכן מדובר באותו מועד מימוש אין משמעות לאף אחת מהתשובות ולכן הייתי ממליץ להגיש ערעור לפסילת השאלה כולה.

שאלה מס' 8 משחזור האקדמיה לפיננסים

אילו מהמשפטים הבאים נכון ביותר לגבי אסטרטגיית BOX ?

- א. אסטרטגיית BOX לעולם לא תדרוש בטחונות.
- ב. אסטרטגיית BOX בעלת ווגא חיובית.
- ג. האסטרטגיה מתאימה ביותר לשוק יציב.
- ד. האסטרטגיה שקולה להפקדה בפיקדון כאשר מחיר מימוש בחוזה סינטטי ב LONG יהיה גבוה ממחיר מימוש חוזה סינטטי ב SHORT.
- ה. אף משפט אינו נכון.

התשובה הנכונה ע"פ הרשות לניירות ערך:

ע"פ הרשות לניירות ערך התשובה הנכונה בשאלה זו היא תשובה ה' כלומר **אף משפט אינו נכון**.

הסיבה לערעור:

משפט א', משפט ב' ומשפט ג' אינם נכונים בכלל. משפט ד' לעומת זו הוא משפט שאינו נכון בכל המקרים מאחר וקיימת צורה נוספת לאסטרטגיית BOX מזו שצוינה. אך הוא נכון בחלק מהמקרים ולכן לא משפט שגוי.

נוסח השאלה מפנה את התלמיד לבחור בין המשפטים אשר מוצגים בשאלה בלבד ולקבוע מבין משפטים אלו מי מהם הוא **הנכון ביותר**.

מכך ניתן להבין כי קיימים 4 משפטים אשר עלינו לבחור מבניהם מהו המשפט הנכון ביותר.

משפט ה' הוא אינו אחד מן המשפטים הוא למעשה פוסל את כולם בהנחה וכולם לא נכונים כלל.

מתוך כך יכול הנבחן הסביר להניח כי אם קיים משפט שהוא נכון יותר משאר המשפטים גם אם הוא אינו נכון בכל המקרים הקיימים זו התשובה המתבקשת, שכן לא שאלו אותו מהו המשפט הנכון תמיד או מהו המשפט הנכון בהכרח, למעשה שאלו אותו מהו המשפט הנכון ביותר מבין הבחירות שניתנו לו.

ידוע לנו כי הרשות לניירות ערך עצמה שמה דגש רב על נוסח השאלה. במבחנים רבים ואף במבחן הנוכחי בחרה הרשות בשאלות אחרות לנסח את השאלה כטענה הנכונה ביותר או כטענה הנכונה תמיד. כך שסביר שתלמיד רציני ישים דגש גם הוא על אופן הניסוח ואם התבקש לבחור מהי הטענה הנכונה או מהו המשפט הנכון ביותר מבין האפשרויות שנתנו לו אז הוא יבחר את הטענה הנכונה או המשפט הנכון ביותר מבין שאר המשפטים בשאלה.

מסיבה זו יהיה זה נכון לומר כי משפט ד' אכן אינו נכון תמיד ובכל המקרים. אך הוא המשפט הנכון ביותר מבין שאר המשפטים ולכן סביר כי תלמיד יסמן משפט זה ולא יסמן בהכרח את תשובה ה'.

אני ממליץ להגיש ערעור לרשות ולבקש כי **תקבל גם את משפט ד' בנוסף למשפט ה'**.

שאלה מס' 4 משחזור האקדמיה לפיננסים

מבין הטענות להלן. מהי הטענה הנכונה ביותר?

בשוק נסחרת אג"ח שנפדית בארבעה תשלומים שנתיים שווים. מועד פדיונה הסופי של אגרת החוב בעוד 4 שנים בדיוק. אג"ח לא צמודה ונושאת ריבית שנתית של 5%. איזה מהטענות הבאות נכונה ביותר?

- מח"מ האיגרת יהיה בדיוק שנתיים.
- מח"מ האיגרת יהיה בדיוק שנה.
- מח"מ האיגרת יהיה בהכרח גדול משנתיים.
- מח"מ האיגרת יהיה בהכרח קטן משנתיים.
- לא ניתן לדעת האם המח"מ קטן או גדול משנתיים.

התשובה הנכונה ע"פ הרשות לניירות ערך:

ע"פ הרשות לניירות ערך התשובה הנכונה בשאלה זו היא תשובה ה' כלומר **לא ניתן לדעת האם המח"מ קטן או גדול משנתיים.**

הסיבה לערעור:

למען ההגינות אציין כי גם אני בשחזור המבחן רשמתי שהתשובה הנכונה היא ה' ועל כן אני מסכים עם התשובה של הרשות. במקרה זה הערעור הוא פחות חד משמעי כי אכן התשובה הנכונה היא כי אל ניתן לדעת האם המח"מ קטן או גדול משנתיים, אך זאת בעיקר מסיבות תיאורטיות בלבד.

יחד עם זאת יכולים התלמידים שסימנו את תשובה ג' (בהכרח גדול משנתיים) ותלמידים אלו בלבד להגיש ערעור מהטעם הבא:

על מנת שמח"מ האיגרת יהיה קטן משנתיים וזאת ע"פ נתוני השאלה התשואה השנתית של האיגרת צריכה להיות כ 50%. תשואה זו היא תשואה שאינה עומדת במבחן המציאות והיא חריגה עד מאוד.

אומנם באופן תיאורטי ניתן להוכיח כי מח"מ האיגרת אכן יכול להיות גדול משנתיים ולכן תשובה ג' לא נכונה (מאחר וכתוב **בהכרח גדול** משנתיים) אך מבחינת מבחן המציאות ניתן להגיד כי לא ריאלי ולא סביר שנמצא אג"ח כזאת בשוק עם מח"מ גדול משנתיים מאחר ולא ריאלי שנמצא אג"ח כזאת עם תשואה של כ 50%.

לדעתי מבחן מקצועית א' של הרשות לניירות ערך הוא מבחן מקצועי ואינו מבחן תיאורטי בלבד. הרשות מתיימרת לשאול שאלות מציאותיות ביותר ואנחנו עדים כמעט בכל מבחן למגמה הזו וזו הסיבה שזהו מבחן הסמכה לקבלת רישיון ולא עבודה אקדמית גרידא.

על כן יתכן ובמבחן התלמיד הסביר ניתן לצפות כי תלמידים יענו על סמך החיבור למציאות ולא על סמך התיאוריה בלבד שכן הם יוצאים מנקודת ההנחה שהם נבחנו במבחן מקצועי הדורש מהם להציג רמת ידע של איש מקצוע לעתיד ולא של תיאורטיקן.

מומלץ לדעתי להגיש את הערעור לשאלה בבקשה לקבל במקביל לתשובה הנכונה של הרשות **תשובה נכונה נוספת שהיא התשובה: מח"מ האיגרת יהיה בהכרח גדול משנתיים.**