



장내파생상품시장에서의 투자자 보호정책, 그 취지와 실효성 (KOSPI200옵션을 중심으로)

전상경 교수 (한양대 경영대학, sjun@hanyang.ac.kr)

개인투자자 보호 정책의 취지

- 금융당국이 파생시장 관련 정책결정에서 어떤 점을 가장 주요하게 고려할까?
 - “개인투자자의 투자손실”이 크다는 점인 듯.
 - 높은 수준의 거래 기법을 요하는 파생거래에 개인은 불리
 - ✓ 가치평가 역량 부족한 개인투자자는 주로 (고평가된, 그러나 절대가격은 낮은) 과외가격 옵션에 투자해서 손실
 - ✓ 금융당국은 ‘착한 아빠’. 개인투자자의 손실을 예방해야 한다는 당위성을 강조
- 기타 고려사항
 - 현물에 비해 과도한 유동성
 - 불건전 거래
 - ✓ 투기적 거래의 확산
 - ✓ 만기일에 거래 집중되는 단기 투기거래 (만기쏠림 현상 강함)

개인투자자 보호 정책의 기존 입장

■ 정부 온정주의 (Government Paternalism)

- “부모 입장에서 자식 행동을 제어하듯, 정부가 개인투자자의 투자행위를 제어해야 한다.”
- 개인의 파생거래 장벽을 높이는 정책
 - ✓ 2011. 8. 옵션 매수전용계좌 폐지
 - ✓ 2012. 3. 옵션승수 인상 (7월말부터 적용)

■ 투자역량 부족한 개인투자자의 옵션 거래를 어렵게 하는 정책

- 옵션거래 거래 장벽 (거래를 위한 최소 요구 투자금)을 높여서 투자자금이 작은 개인투자자의 파생시장 투자를 어렵게 하는 조치들
- 거래 장벽이 높아지면 (절대 가격 낮은) 개인투자자의 과외가격 투자는 감소할 것으로 예상했음.
- 개인투자자의 옵션거래가 줄어들면 개인투자자의 손실도 자동적으로 줄어들 것으로 예상했음.

과거 주요한 개인투자자 보호 정책 요약

1) 옵션 매수전용계좌 폐지(2011년 8월 1일)

- 기본예탁금 1,500만원 부과
 - ✓ 옵션의 사전위탁증거금을 면제시키기 위하여 도입된 옵션매수전용계좌 폐지
- ELW계좌와 형평성을 맞추기 위한 조치
 - ✓ 'ELW시장 추가 건전화 방안' (금융위)에서 ELW계좌 신규 개설에 기본예탁금 1,500만원 신규 부과

2) ELW 유동성공급목적 이외에 LP의 호가 제출 제한(2012년 3월)

- LP의 매수·매도 호가 스프레드(가격 차)를 8~15%로 확대
- 시장 매수·매도 호가 차이가 15% 미만인 경우 호가 제출 금지.

3) KOSPI200옵션 1계약 거래승수 상향 조정

(2012년 6월 15일부터는 전 종목. 3월 만기 이후 신규 종목에 적용)

- 목적
 - ✓ 개인투자자의 파생시장 접근을 억제
 - ✓ KOSPI200 옵션 시장에 집중된 유동성을 타 시장으로 분산시켜 파생시장이 현물시장에 주는 충격을 완화
- 옵션 승수를 포인트 당 10만원에서 50만원으로 5배 인상
 - ✓ 최소 거래단위 (0.01pt, tick size)가 1000원 에서 5000원

분석 개요

■ 자료

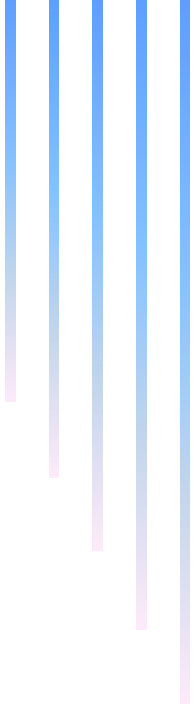
- 자료분석 기간: 59개월
 - ✓ 2009.6.12 (6월 옵션/선물 만기일 이후)~ 2014. 5. 8 (5월 옵션 만기일)
- 옵션 classes: 3,066개 KOSPI200 옵션 (call + put)
- 선물: 해당 기간 거래된 KOSPI200 선물

■ 분석 주제: 개인투자자 보호조치의 취지와 실효성 분석

- 투자주체별 손익분석
 - ✓ 개인의 옵션투자 손실은 심각한 수준인가?
 - ✓ 개인투자자의 투자손실의 원천은 무엇인가? 과외가격 옵션투자 때문인가?
- 투자주체별 거래행태 분석
 - ✓ 개인은 과외가격 옵션투자에 몰두하나?
- 거래대금 추이분석: 거래 장벽 높은 정책이 실효성 있었나?
- 만기일 거래쏠림 현상 추이분석: 만기쏠림이 완화되었나?

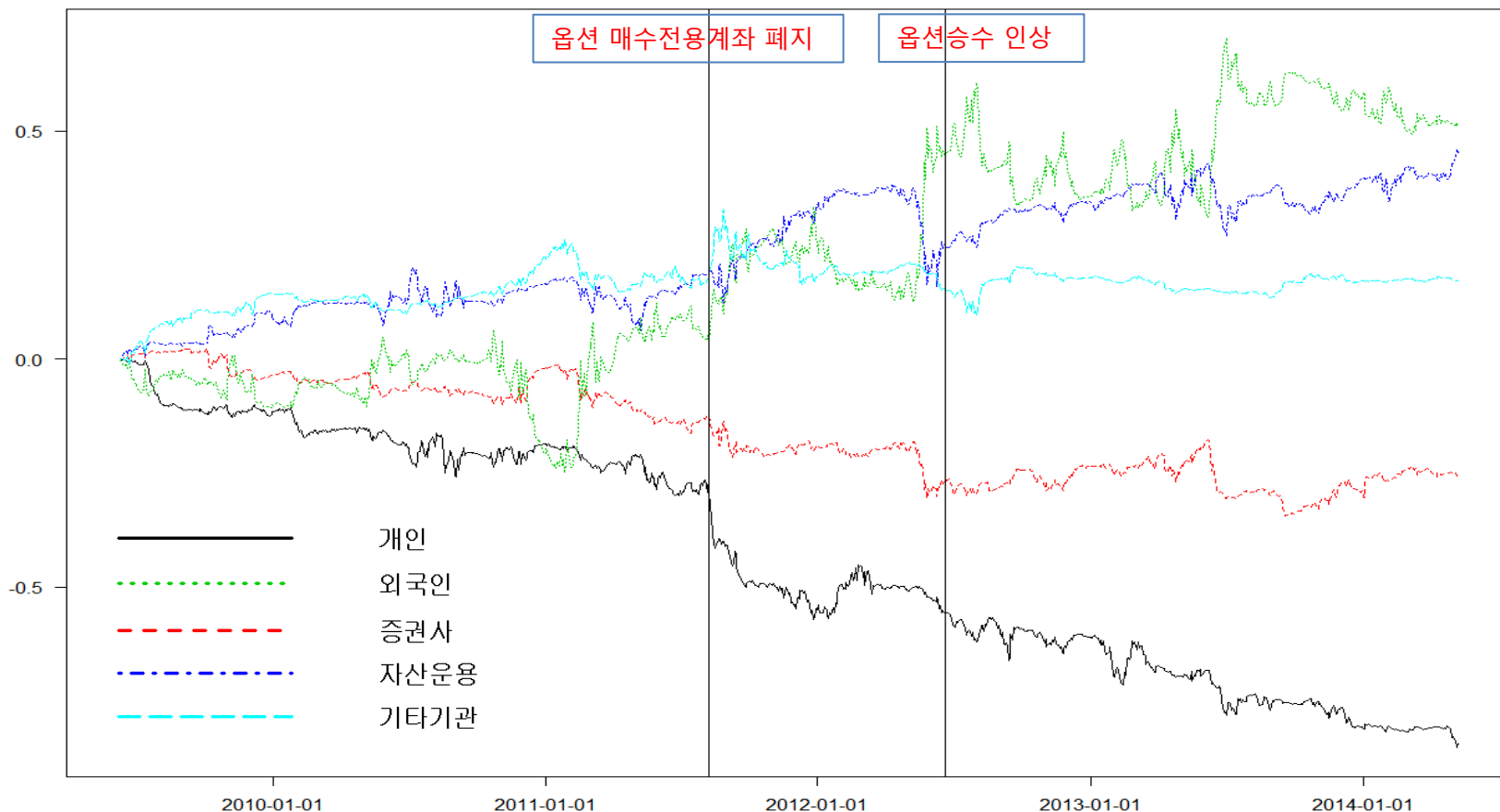
- 선물보다는 옵션에 대한 분석을 주로 보고함
 - ✓ 다양한 개인투자자 보호조치는 옵션시장에 시행됨

개인투자자 손실의 원천은 무엇인가?

- 
- A decorative graphic consisting of five vertical lines of varying heights and colors (blue, light blue, and purple) positioned to the left of the list.
- Day trade vs. Position
 - Call vs. Put
 - Long vs. Short
 - Moneyness별 투자

선물 투자주체별 총손익 추정

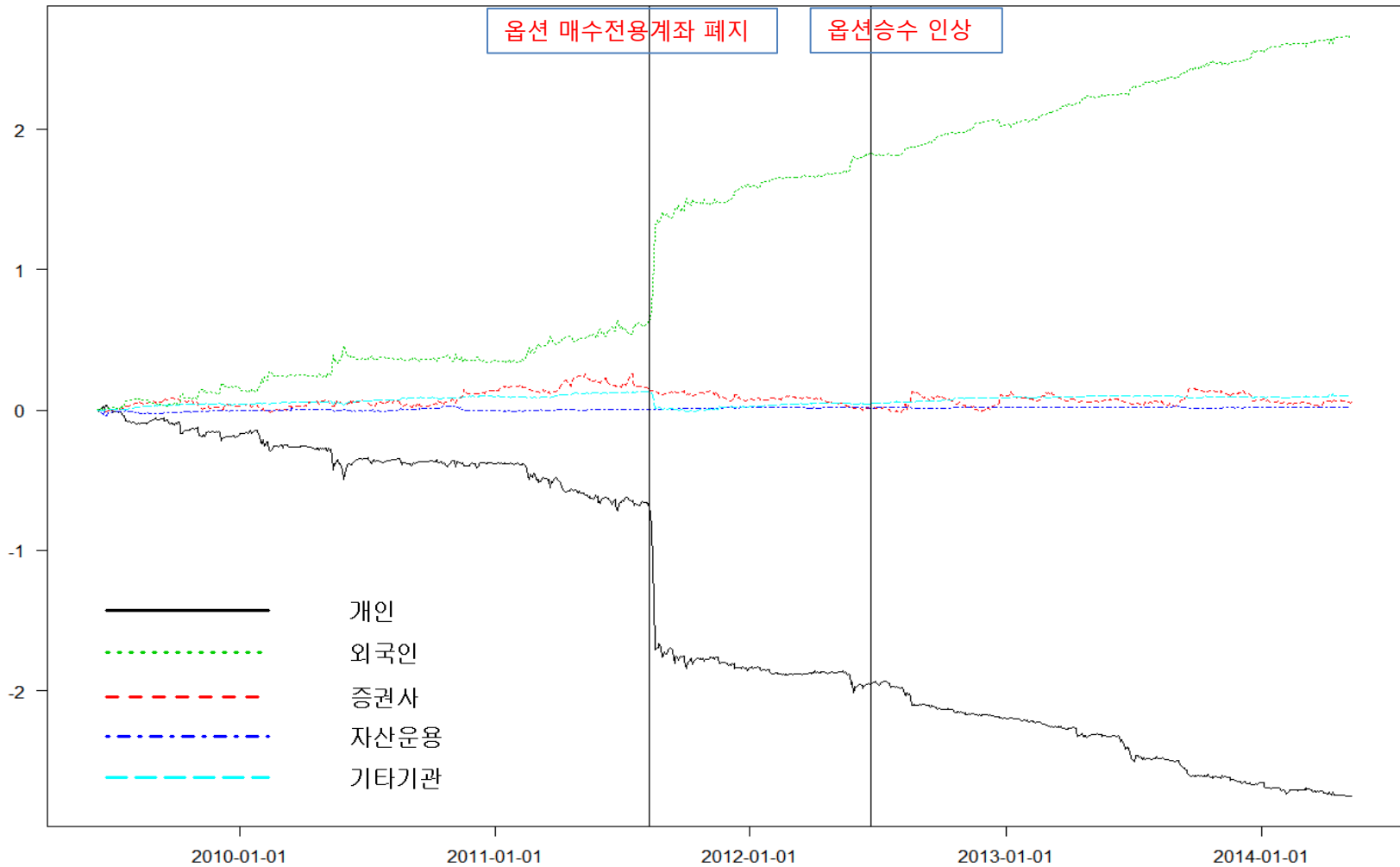
(단위 조원)



- **개인투자자는 loser vs. 자산운용, 외국인은 winner**
 - 월평균 개인 손실 약 142억원
 - 월평균 외국인 이익 약 87억원; 자산운용 약 77억원
 (주의: 거래자료가 아닌 일간 자료를 활용한 추정치이므로 정확한 수치는 아님)
- **규제조치 이후 개인의 투자손실이 도리어 확대됨.**

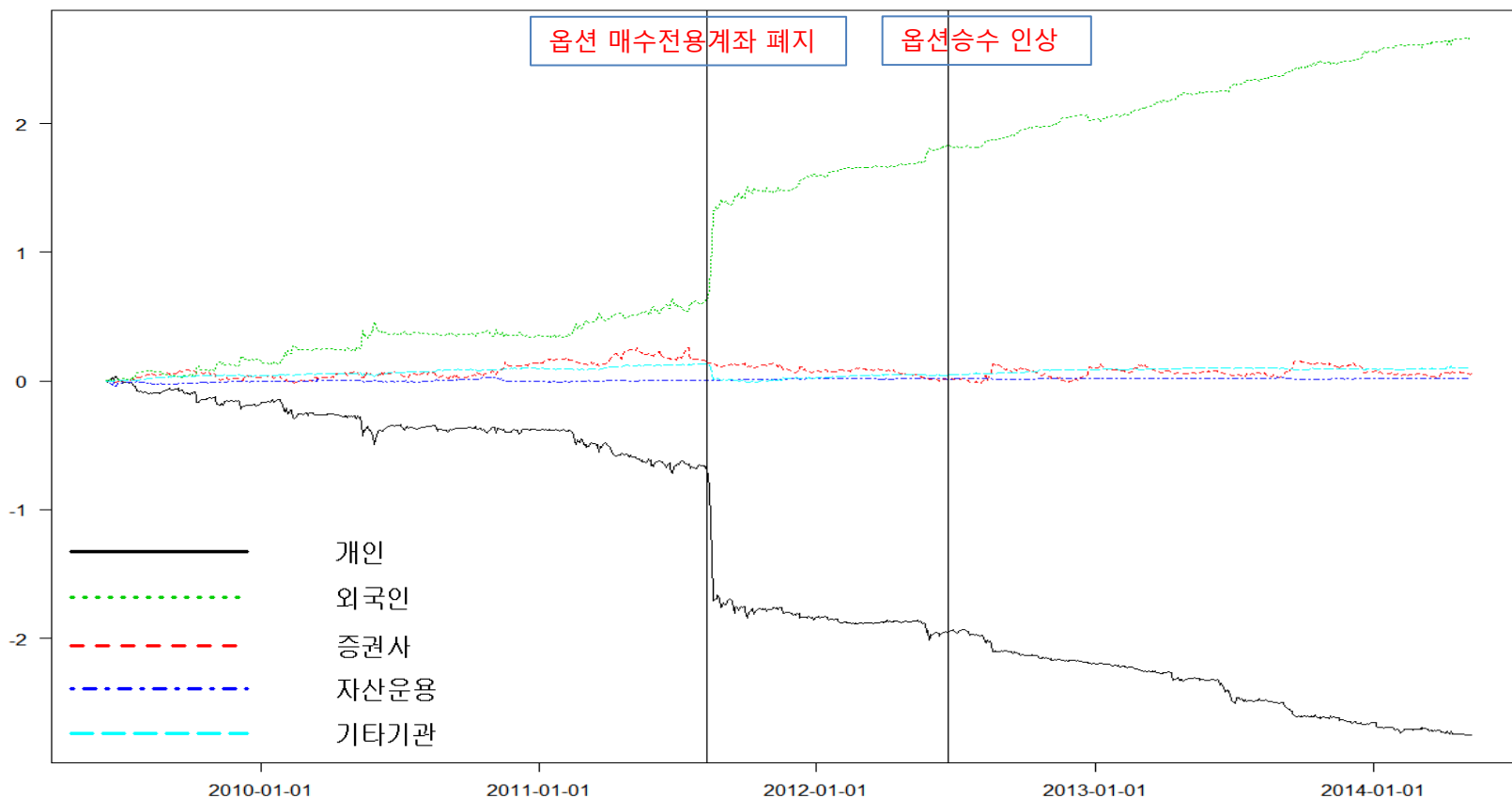
옵션 투자주체별 총손익 추정

(단위 조원)



옵션 투자주체별 총손익 해석

(단위 조원)



- **개인 손실과 외국인 이익이 두드러짐.**
 - 개인 손실 월평균 약 467억원; 59개월 전체 약 2.8조원 (추정치)
 - 외국인 이익 월평균 약 450억원; 59개월 전체 약 2.7조원 (추정치)
- **규제조치 이후 개인의 투자손실이 도리어 확대됨.**

옵션 투자손익의 분해분석: 개인투자자 손실의 원천은 무엇인가?

▪ Day trade 손익 vs. Position 손익

(정재만, 김재근 2005년 5월호 선물연구 참조)

- Day trade 손익: 당일 매수/매도 물량을 당일 청산하면서 발생한 손익
 - ✓ 주체별 매수 "평균가격"과 매도 "평균가격"을 추정함
 - ▶ 예: 개인의 (일자별) 매수 평균가격 = 개인의 매수대금 / 개인의 매수계약 수
 - ▶ 평균 매수가 2pt.로 100계약 매수하여 평균 매도가 3pt.로 70계약 매도한 경우, Day trade 손익: (70계약) x (3-2 pt.) x (승수)
- Position 평가손익: 아래 두 포지션 손익의 합
 - ✓ 당일 거래 물량 중 미청산 물량의 평가손익 (매수/매도 평균가격과 종가의 차이)
 - ▶ 위 예에서 종가가 2.5pt인 경우, (30계약) x (2.5-2 pt.) x (승수)
 - ✓ 전일까지의 position 물량에 대한 평가손익 (전일과 당일의 종가 차이)

▪ Long거래 손익 vs. Short거래 손익

- Long거래 손익
 - ✓ 일자별 각 주체의 'Buy계약 수 > Sell계약 수'인 경우 day trade 손익과 당일 position 손익
 - ✓ 전일까지의 'Buy계약 수의 합 > Sell계약 수의 합'인 경우 position 손익
- Short거래 손익

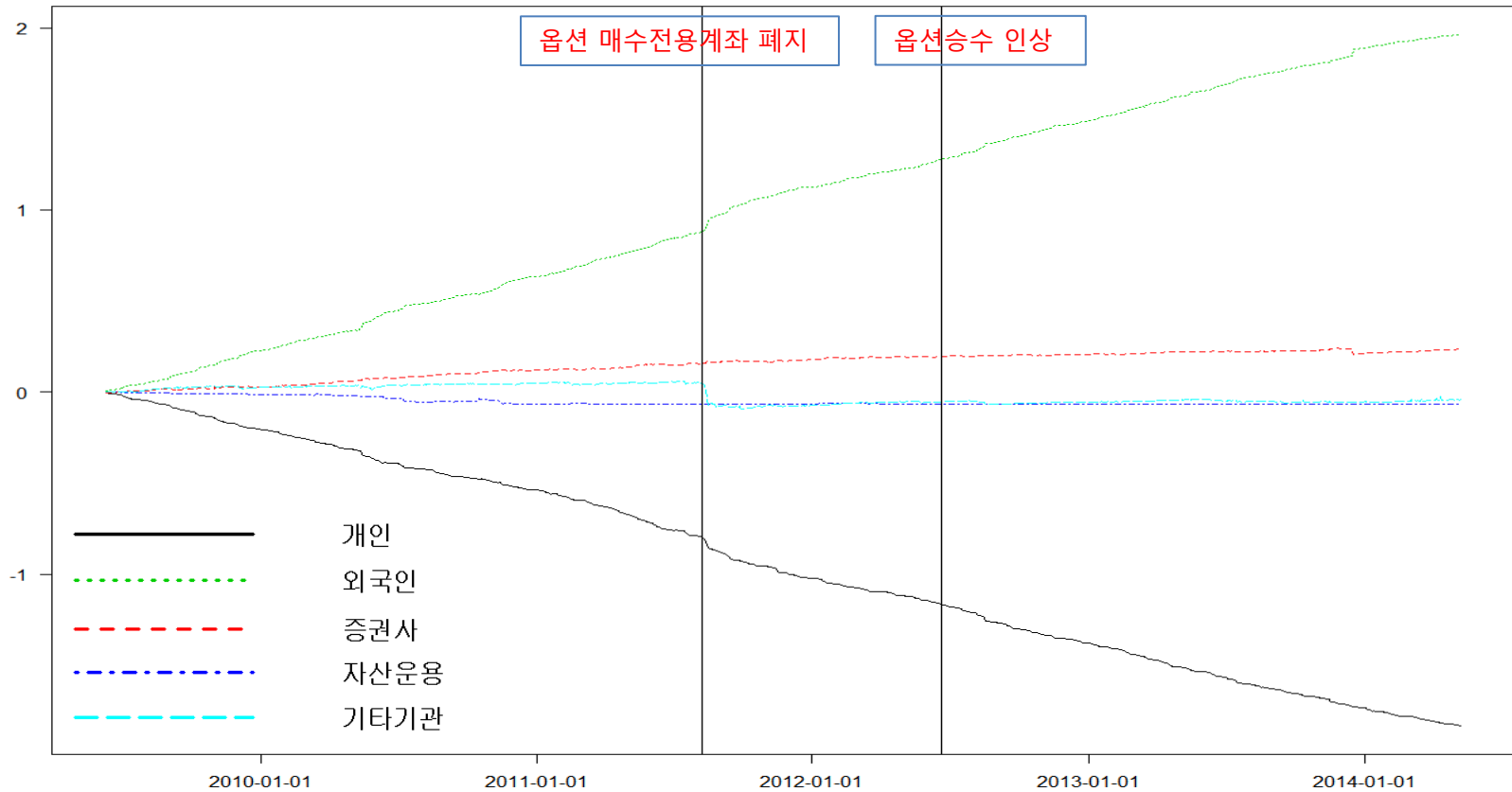
▪ Call거래 손익 vs. Put거래 손익

▪ 손익 발생의 시점 (만기 기준 시일에 대한 손익)

▪ 옵션 가격성(Moneyness)별 투자손익

Day trade 손익 : 투자주체별

(단위 조원)

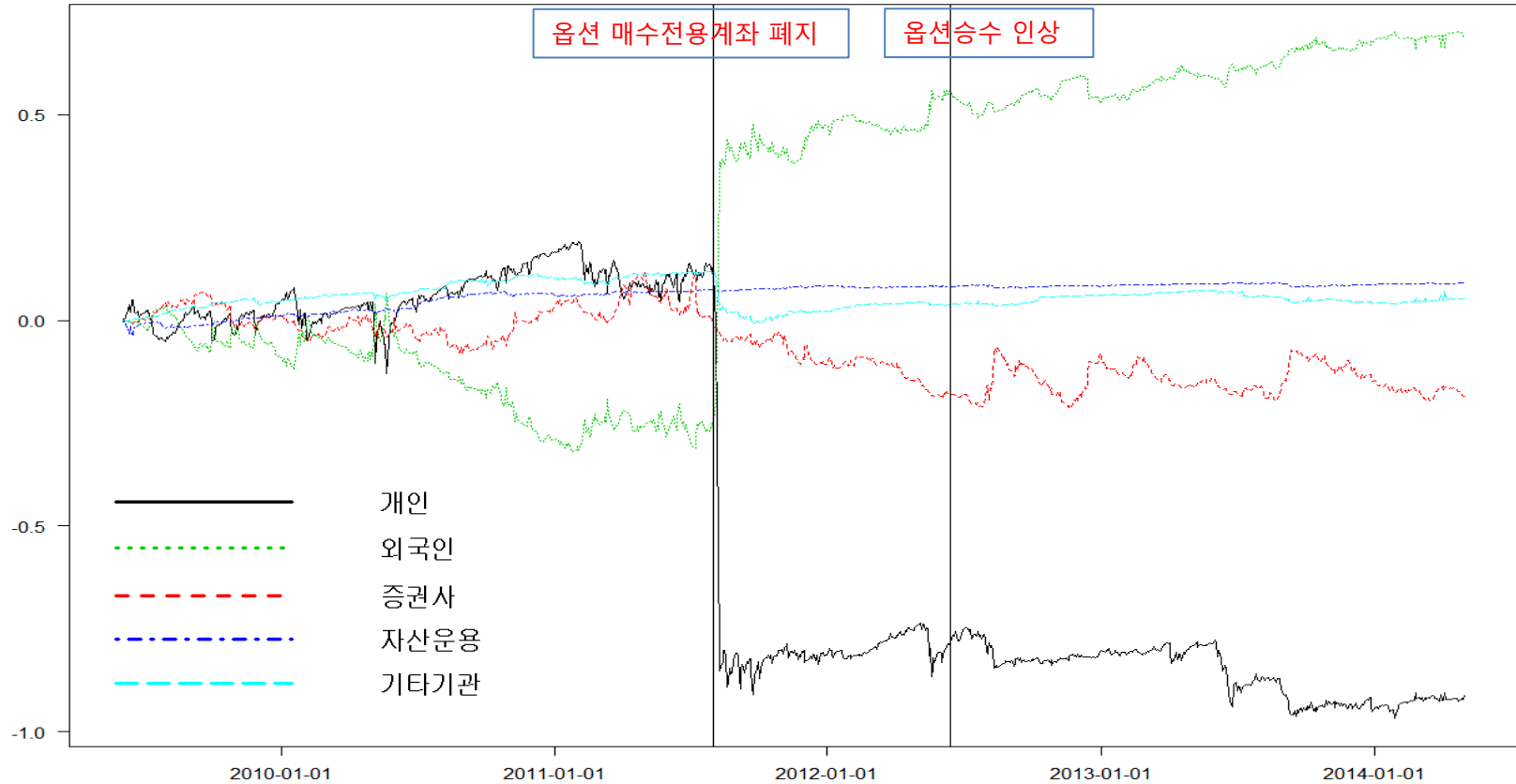


- **Day trade 손익에서의 두드러진 특징은**
 - 개인의 지속적 손실 추세와 외국인의 지속적 이익 추세

- **규제조치가 추세 변화에 기여하지 못함.**

Position 손익 : 투자주체별

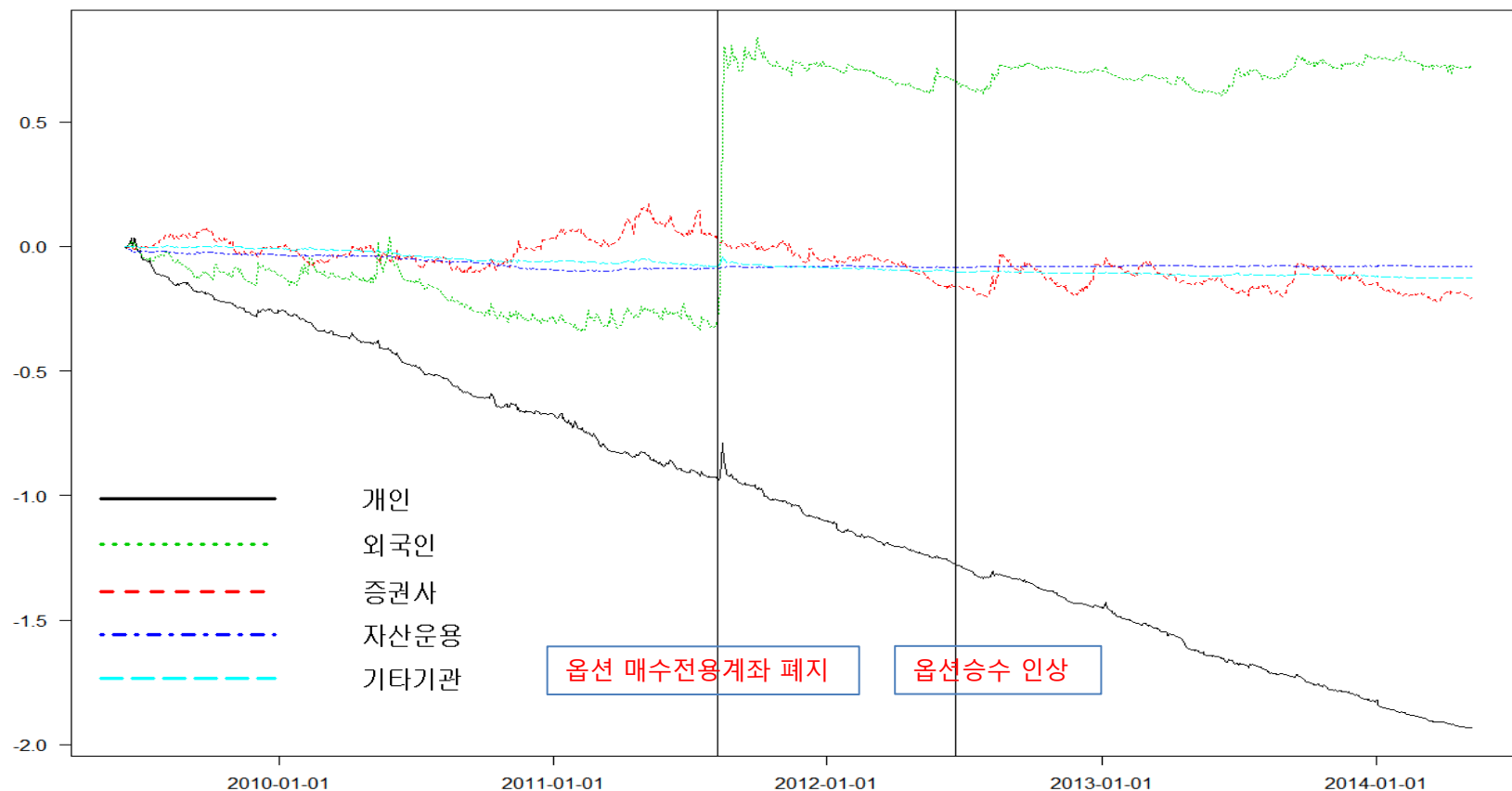
(단위 조원)



- **개인의 position 투자손실의 거의 대부분은 시황 급변기인 2011년 8월 초에 발생**
 - S&P의 미국 신용등급 강등으로 인한 시황 급변기

Long거래로 인한 손익: 투자주체별

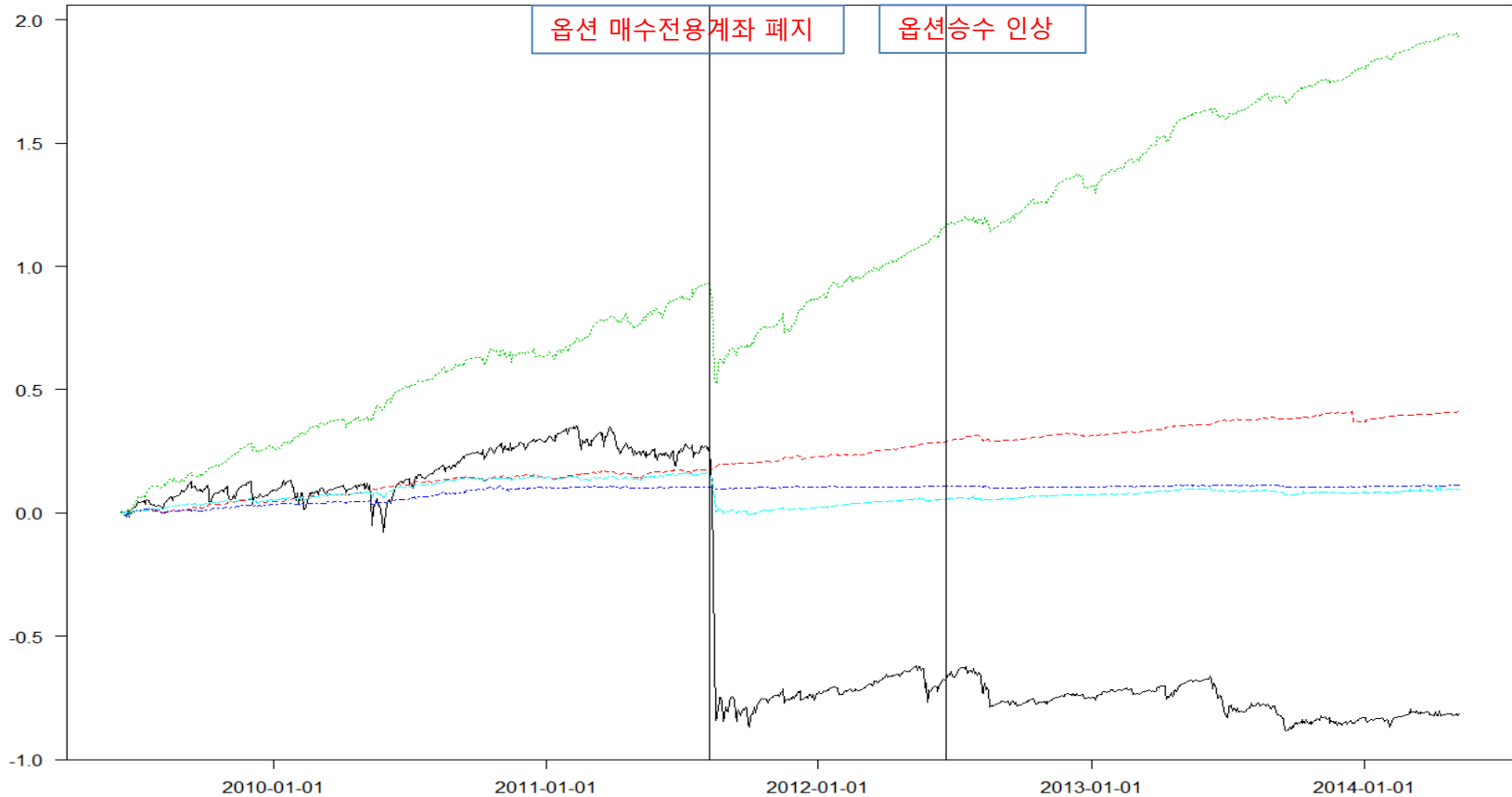
(단위 조원)



- Long position 취한 개인의 손실 추세는 지속되는 반면,
 - 외국인은 시황 급변기에 대규모 put option 이익을 취함.
- 증권 등 기관의 손익흐름은 대체로 random

Short거래로 인한 손익: 투자주체별

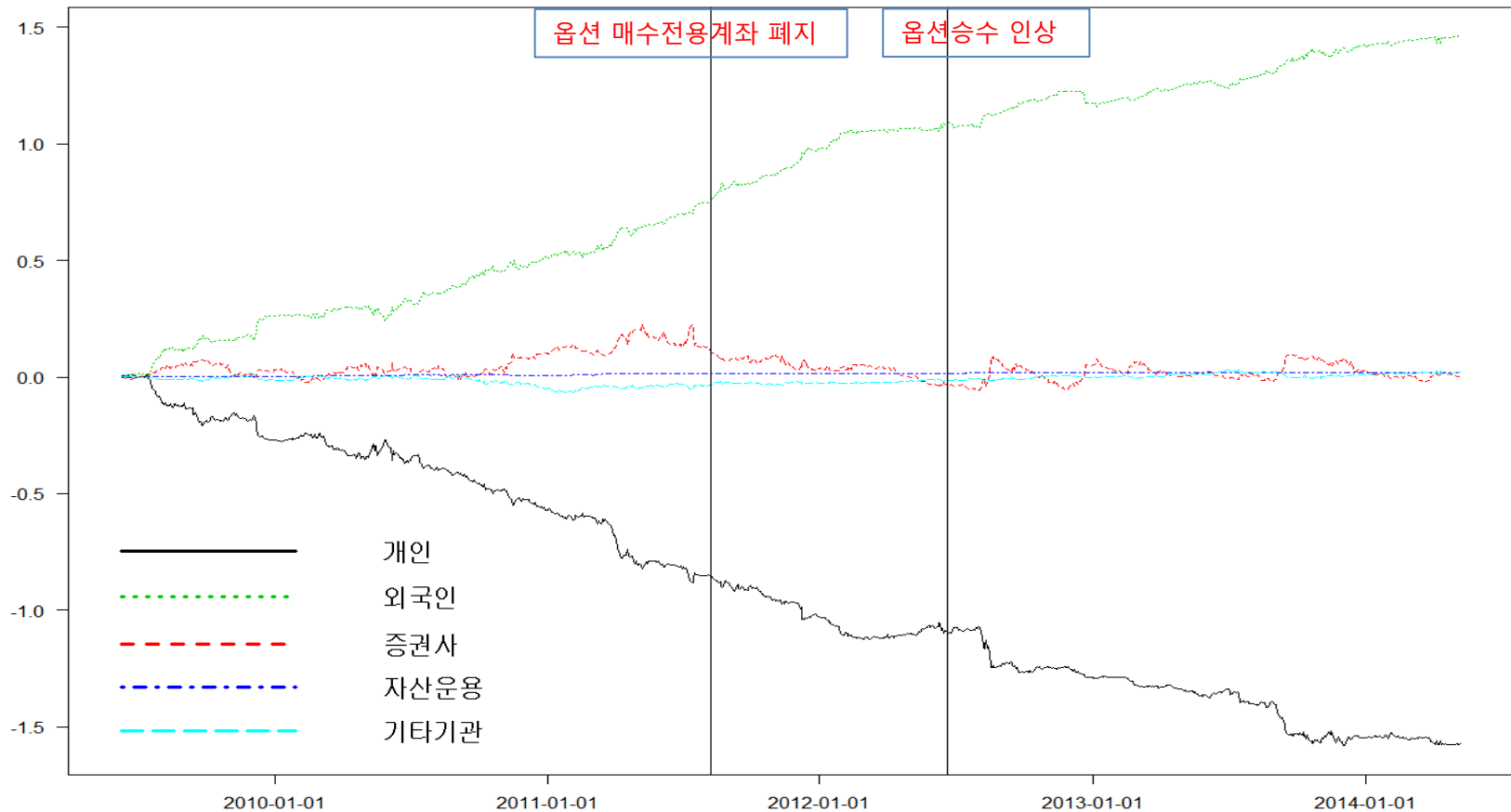
(단위 조원)



- **시황 급변기에 개인의 Short 거래는 대규모 손실 초래**
 - 그외 기간에서는 short 거래로 인한 개인 손익흐름은 대체로 random
 - 그러나 외국인과 증권사의 경우 지속적 이익 실현

Call거래로 인한 손익: 투자주체별

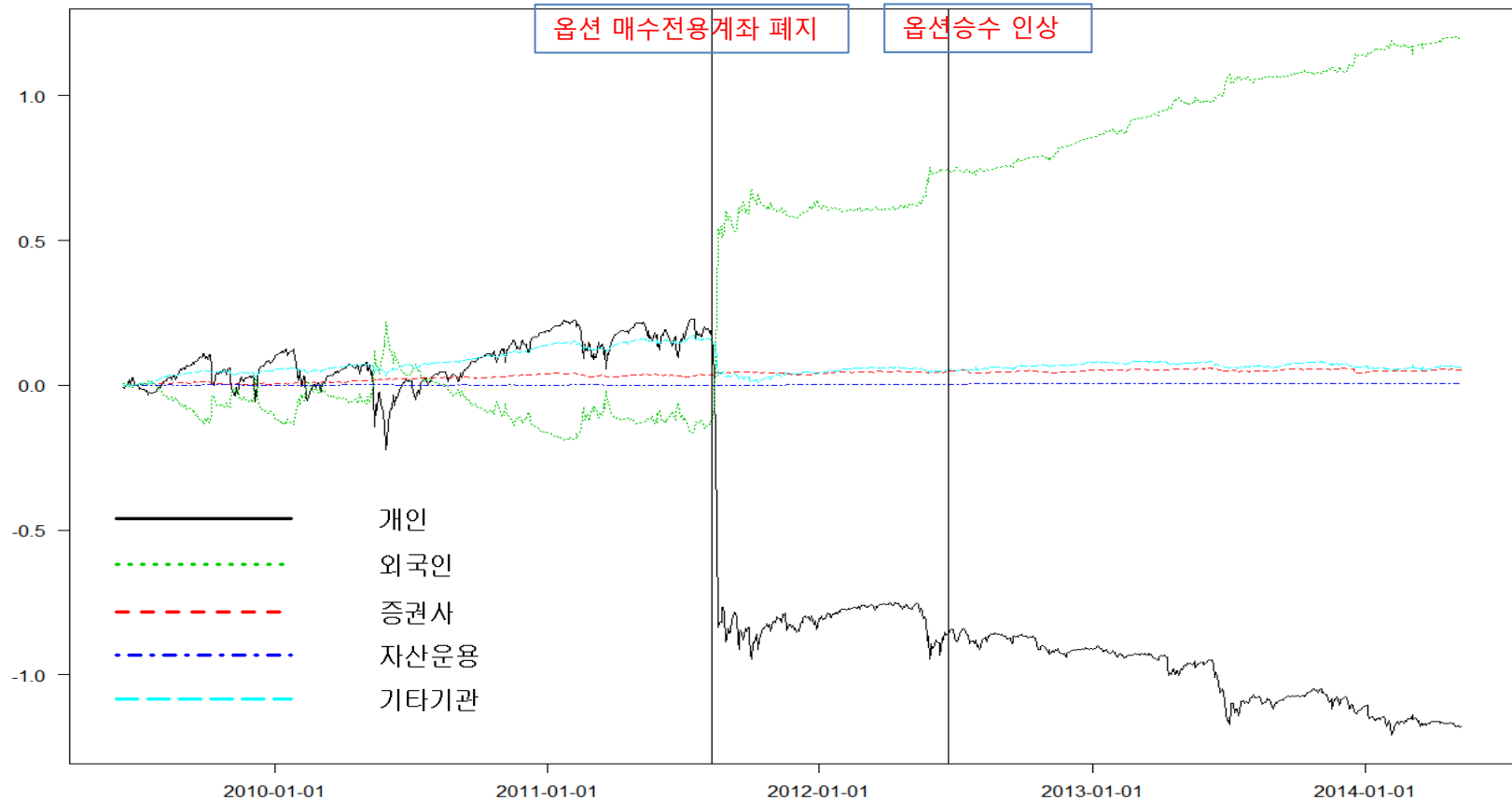
(단위 조원)



- Call 거래에서
개인은 지속적 손실
외국인은 지속적 이익

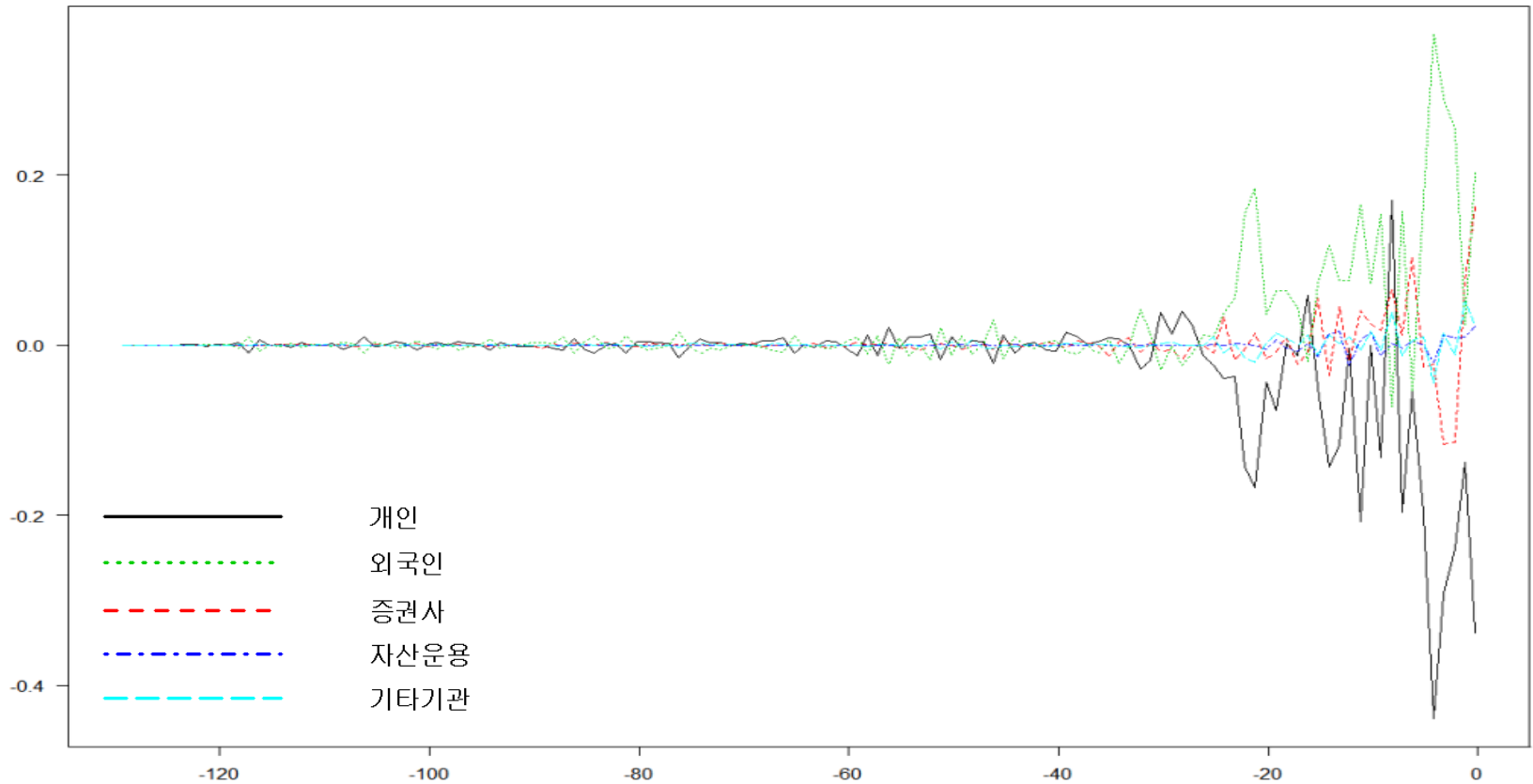
Put거래로 인한 손익: 투자주체별

(단위 조원)



Put 거래에서

- 개인은 시황 급변기에 대규모 손실, 여타 손익흐름은 대체로 random
- 외국인은 시황 급변기에 대규모 이익 실현



- 만기 시점에서의 손익 변화 극심

개인투자자의 과외가격 옵션 투자에 대한 분석

■ 금융당국의 판단

- 가치평가 역량 부족한 개인투자자는 주로 (고평가된, 그러나 절대가격은 낮은) 과외가격 옵션에 투자해서 손실

■ 분석 의문점

- 개인은 과외가격 옵션 투자에 몰두하나?
- 개인이 과외가격 옵션투자로 인해 손실을 입고 있나?

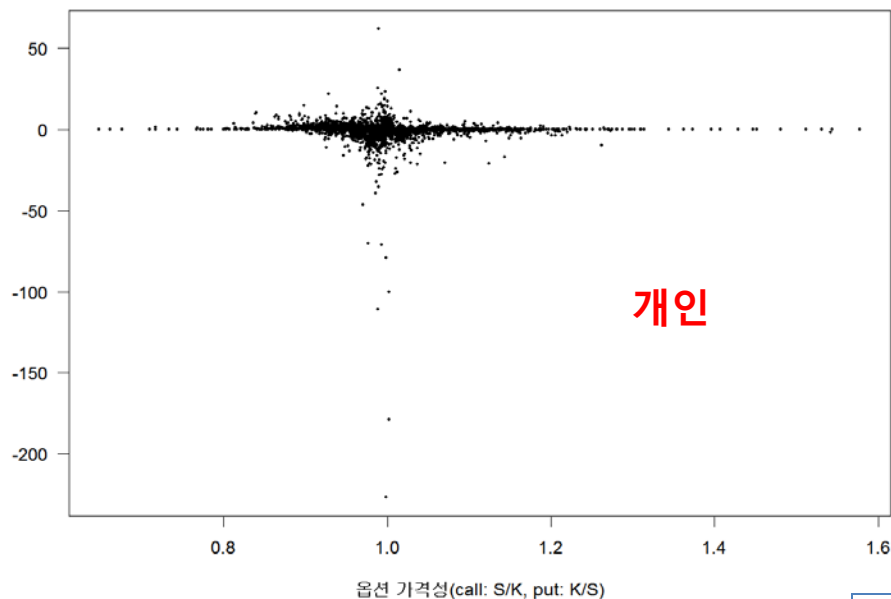
■ 옵션별 M(Moneyness)의 측정

- call의 경우 S/K , put의 경우 K/S 로 각 옵션별 일별 M을 계산
- 각 옵션 class별로 거래 시작일부터 만기일까지의 일자별 M을 계산한 후 거래대금 기준 가중평균을 산출
- 분류

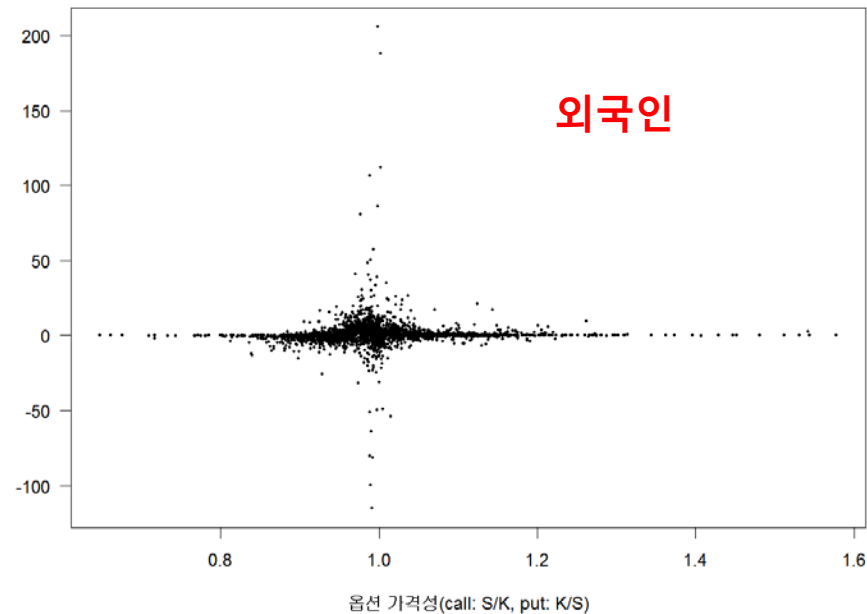
	Moneyness	옵션 수
심과외가격	$M < 0.95$	263
과외가격	$0.9 < M < 0.95$	568
외가격	$0.95 < M < 0.99$	563
등가격	$0.99 < M < 1.01$	258
내가격	$1.01 < M < 1.05$	531
과내가격	$1.05 < M < 1.1$	540
심과내가격	$M > 1.1$	343
전체		3,066

개인이 과외가격 옵션 투자로 인해 손실? (단위 10억원)

과외가격 옵션들에 대한 투자손익



- **과외가격 옵션 투자에서는 도리어**
 - 개인 투자자는 이익을 실현하고 있고,
 - 외국인 투자자가 손실을 실현하고 있음.



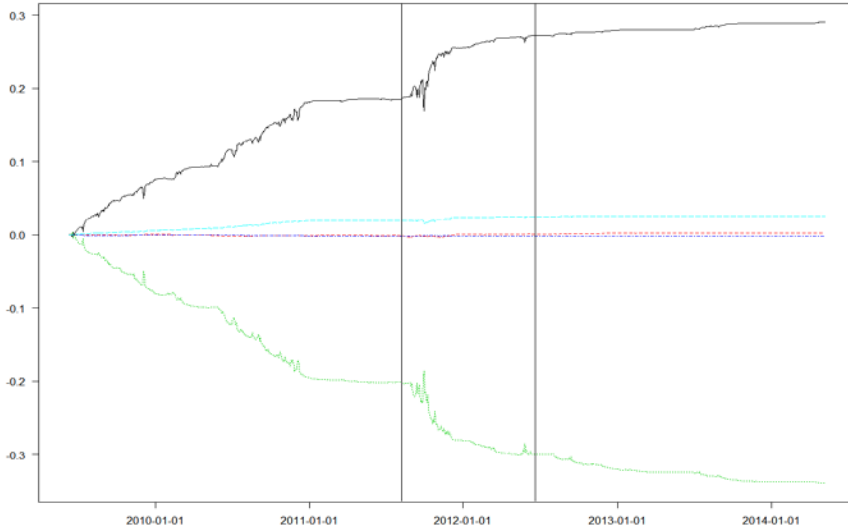
Note: 옵션별 M(Moneyness)의 측정

- 1) call의 경우 S/K, put의 경우 K/S
- 2) 각 옵션 class별로 거래 시작일부터 만기일까지의 일자별 M을 계산한 후 거래대금 기준 가중평균을 산출

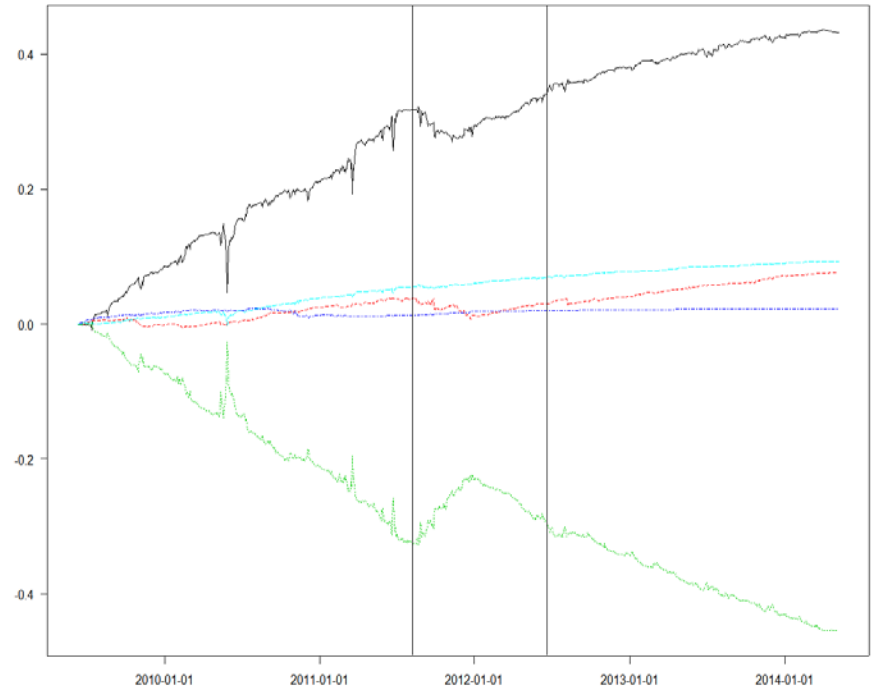
과외가격 투자 손익 추이: 투자주체별

(단위 조원)

$M < 0.9$

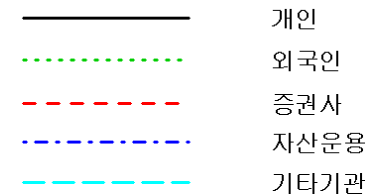


$0.9 < M < 0.95$



■ 로또성 투자로 비난 받는 과외가격 옵션 투자에서는 도리어

- 개인 투자자는 이익을 실현하고 있고, 외국인 투자자가 손실을 실현하고 있음.



Note: 옵션별 M(Moneyness)의 측정

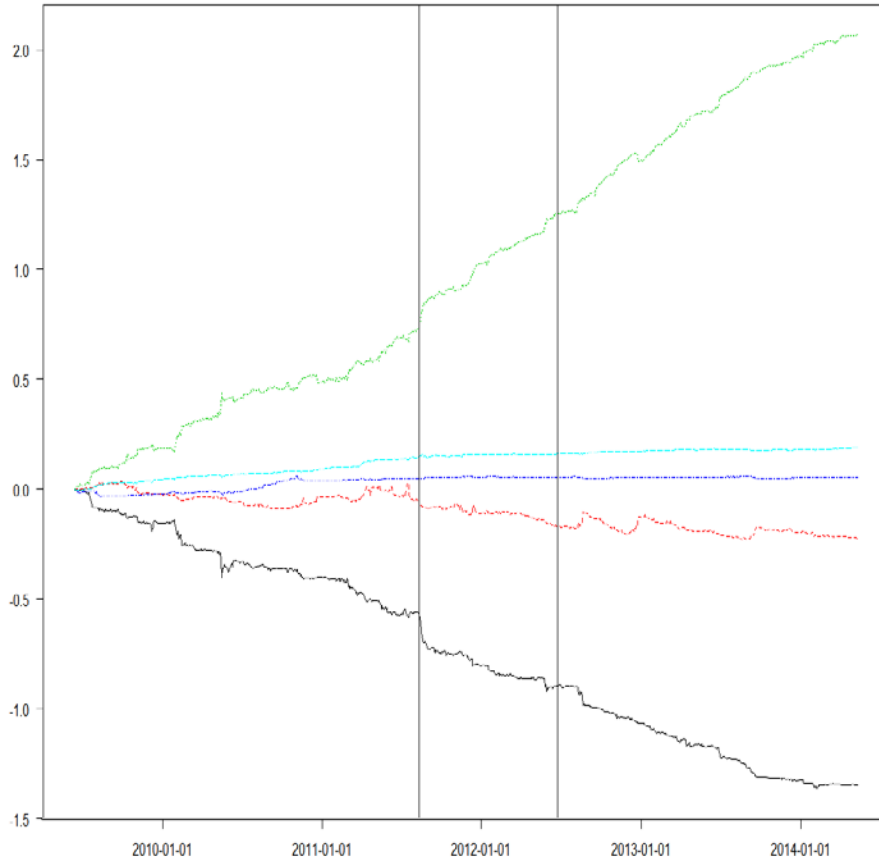
1) call의 경우 S/K, put의 경우 K/S

2) 각 옵션 class별로 거래 시작일부터 만기일까지의 일자별 M을 계산한 후 거래대금 기준 가중평균을 산출

외가격, 등가격 투자 손익 : 투자주체별

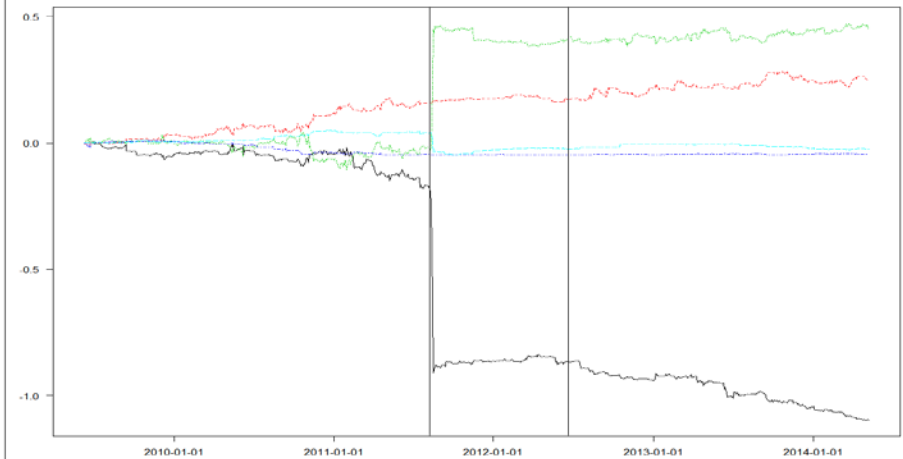
(단위 조원)

0.95 < M < 0.99



— 개인
 외국인
 - - - 증권사
 - · - 자산운용
 - - - 기타기관

0.99 < M < 1.01



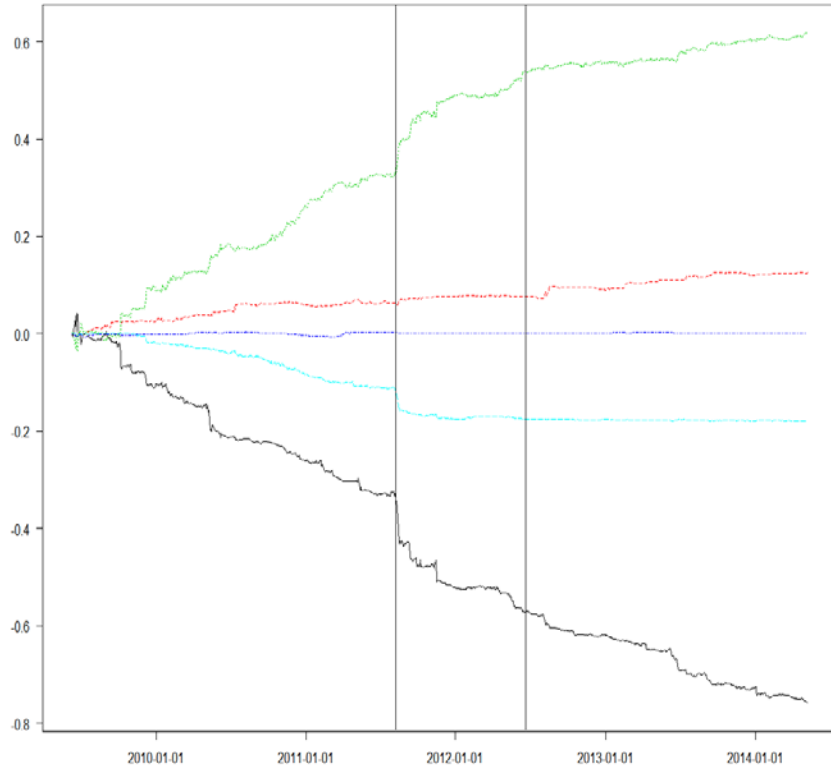
■ 외국인과 개인의 투자손익의 차이는

- (과외가격이 아닌) 외가격 옵션에서의 투자에 기인함.
- 등가격과 내가격에서의 손익차이도 상당함.
 - ✓ 특히 시황 급변으로 인한 손익 차이는 등가격에서 두드러짐.

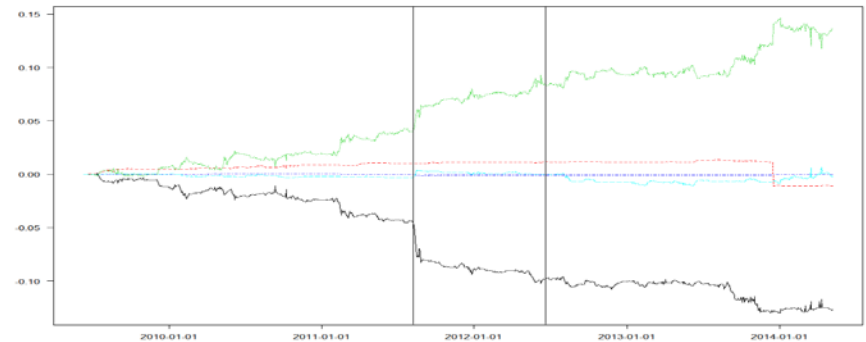
내가격 투자 손익 : 투자주체별

(단위 조원)

1.01 < M < 1.05



1.05 < M < 1.10



— 개인
 - - - 외국인
 - - - 증권사
 - - - 자산운용
 - - - 기타기관

■ 외국인과 개인의 투자손익의 차이는

- (과외가격이 아닌) 외가격 옵션에서의 투자에서 두드러짐.
- 등가격과 내가격에서의 손익차이도 상당함.
 - ✓ 특히 시황 급변으로 인한 손익 차이는 등가격에서 두드러짐.

<참고>

- (옵션별 단일 M을 정의하는 대신) 일자별 M을 기준으로 한 분석
 - 결론은 유사함
 - ✓ 과외가격옵션 투자에서 개인은 양호한 투자수익을 실현함.

가격성별 개인투자 손익 (단위: 조원)

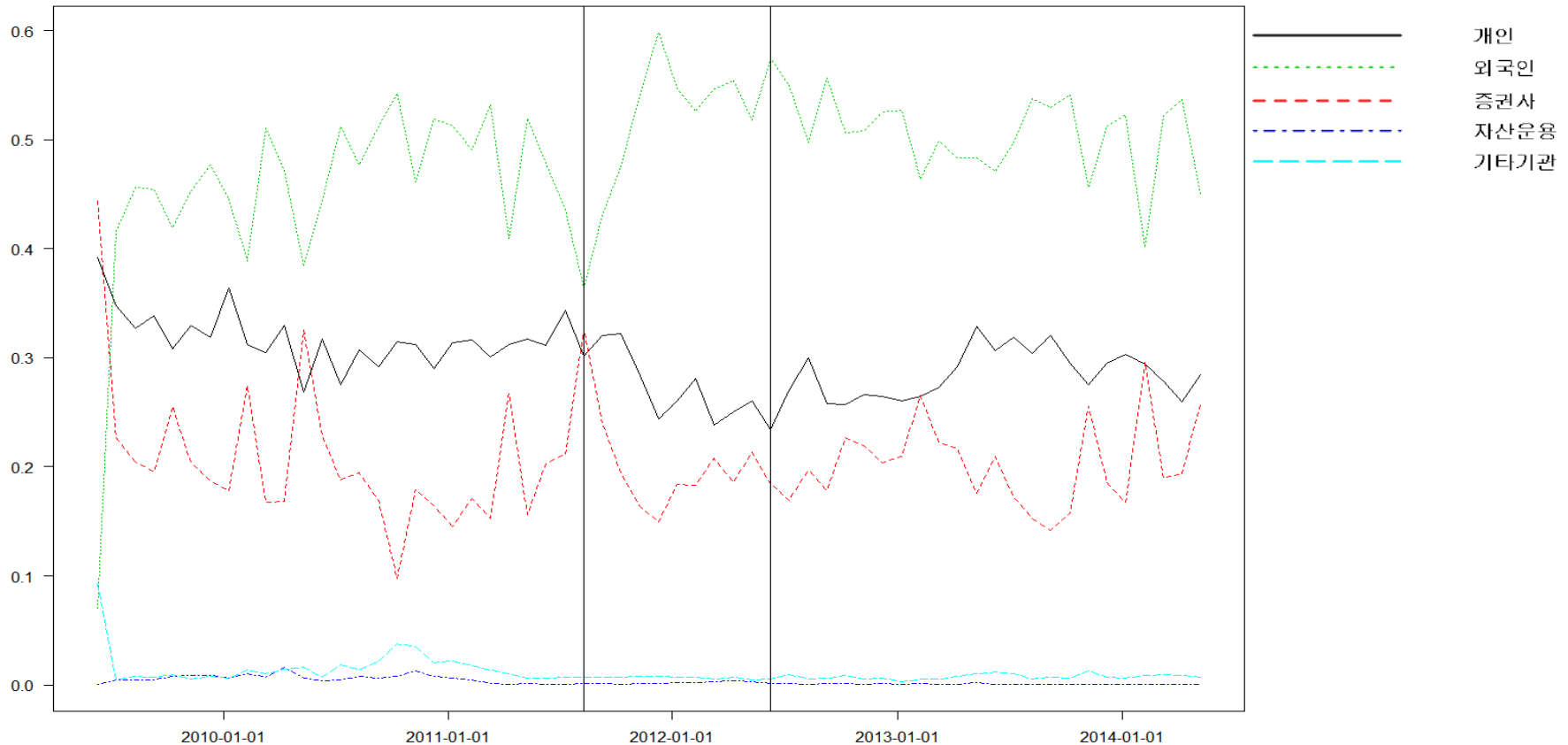
(주의: 거래자료가 아닌 일간 자료를 활용한 추정치이므로 정확한 수치는 아님)

Moneyness	전체 기간			
	옵션 수	개인	외국인	증권
M<0.90	20,171	0.4958	-0.6382	0.0336
0.90<M<0.95	32,176	0.8119	-0.6307	-0.0078
0.95<M<0.99	33,710	-2.0620	3.7830	-0.8676
0.99<M<1.01	16,400	0.6686	-0.7213	0.0266
1.01<M<1.05	31,801	-1.4440	0.1844	0.9017
1.05<M<1.10	29,889	-0.6674	0.2274	0.1165
1.10<M	24,457	-0.5518	0.4479	0.0011
합계	188,604			

Moneyness	매수전용계좌 폐지 (2011.8.) 이전			매수전용계좌 폐지 (2011.8.) 이후			옵션승수 인상 (2012.6.)이후		
	개인	외국인	증권	개인	외국인	증권	개인	외국인	증권
M<0.90	0.3104	-0.3755	0.0168	0.1505	-0.1720	0.0020	0.0349	-0.0908	0.0148
0.90<M<0.95	0.5869	-0.5822	0.0347	-0.0202	0.2071	-0.0722	0.2452	-0.2556	0.0297
0.95<M<0.99	-1.0206	1.5420	-0.3619	-0.3068	0.6508	-0.1422	-0.7346	1.5901	-0.3635
0.99<M<1.01	0.4507	-0.4702	-0.0123	0.0933	-0.1155	0.0161	0.1245	-0.1355	0.0228
1.01<M<1.05	-0.6555	0.2395	0.4503	-0.5626	0.4171	0.0916	-0.2259	-0.4723	0.3598
1.05<M<1.10	-0.1768	0.1057	0.0655	-0.3375	0.0879	0.0143	-0.1531	0.0338	0.0368
1.10<M	-0.1722	0.1705	0.0196	-0.2919	0.1310	0.0068	-0.0878	0.1463	-0.0254

보호조치가 개인의 과외가격 옵션투자를 감소시키는 데 기여했나? (단위 비중)

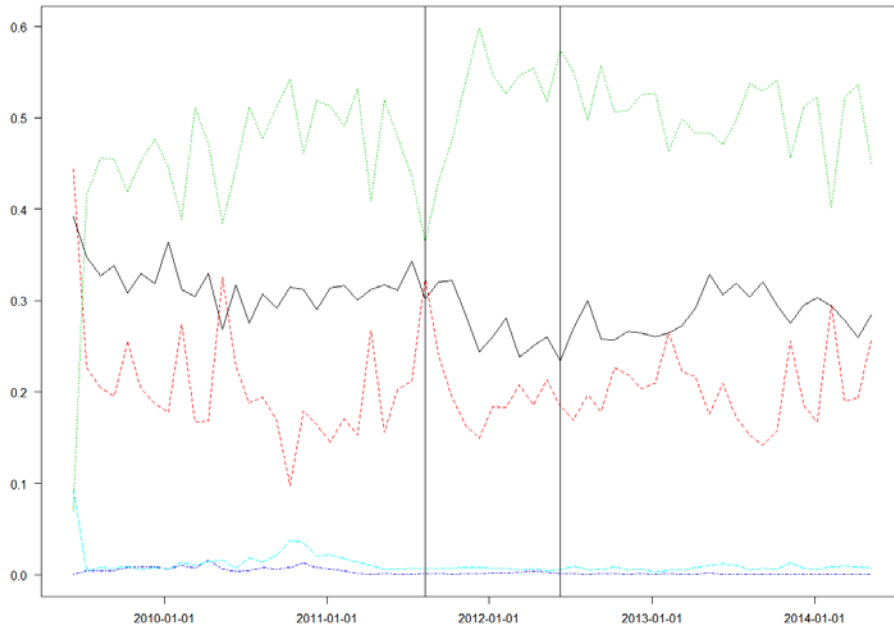
과외가격 ($M < 0.95$) 옵션투자의 주체별 비중



- **개인투자자 보호조치가 개인의 과외가격 옵션투자를 감소시키는 데 기여하지 못함**
 - 개인의 과외가격 투자비중은 매수전용계좌 폐지 이후 일시적으로 감소했으나, 이후 다시 증가함.
 - 특히 옵션승수 인상 이후 개인의 과외가격 투자비중은 오히려 증가함.

과연 개인투자자들은 과외가격옵션 투자에 몰두하나? (단위 비중)

과외가격 ($M < 0.95$) 옵션투자의 투자주체별 거래비중



전 옵션의 투자주체별 거래비중



— 개인
 외국인
 - - - 증권사
 - · - 자산운용
 - - - 기타기관

- 타 옵션에 비해 과외가격 옵션투자에 치중하고 있지 않음.
 - 개인투자자들이 과외가격 옵션에 몰두한다는 것은 fact가 아닌 듯
 - 정책 설정의 기본 가정이 오류인 듯

가격성(M)에 따른 투자주체별 비중에서 뚜렷한 차이를 찾을 수 없음 (단위 비중)

외가격 ($0.95 < M < 0.99$) 옵션투자의 주체별 비중



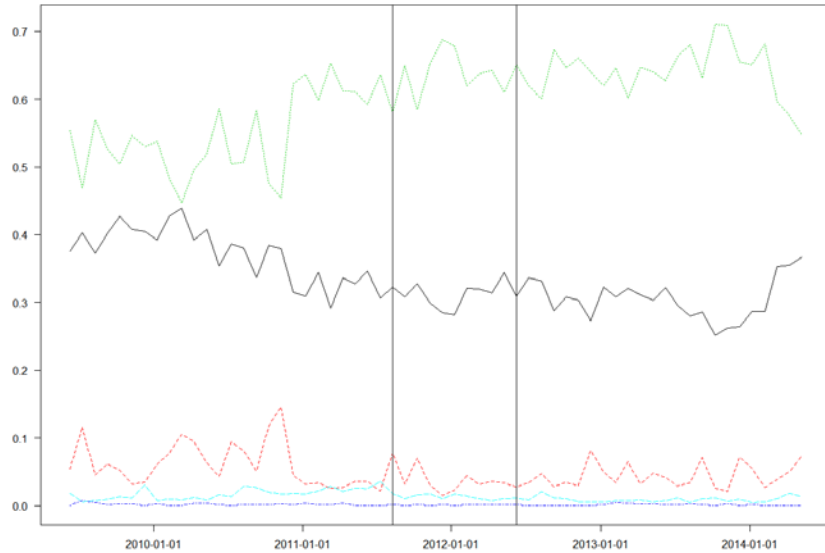
등가격 ($0.99 < M < 0.01$) 옵션투자의 주체별 비중



- 개인
- ⋯ 외국인
- - 증권사
- · 자산운용
- - 기타기관

가격성(M)에 따른 투자주체별 비중에서 뚜렷한 차이를 찾을 수 없음 (단위 비중)

내가격 ($1.01 < M < 1.05$) 옵션투자의 주체별 비중



과내가격 ($M > 1.05$) 옵션투자의 주체별 비중

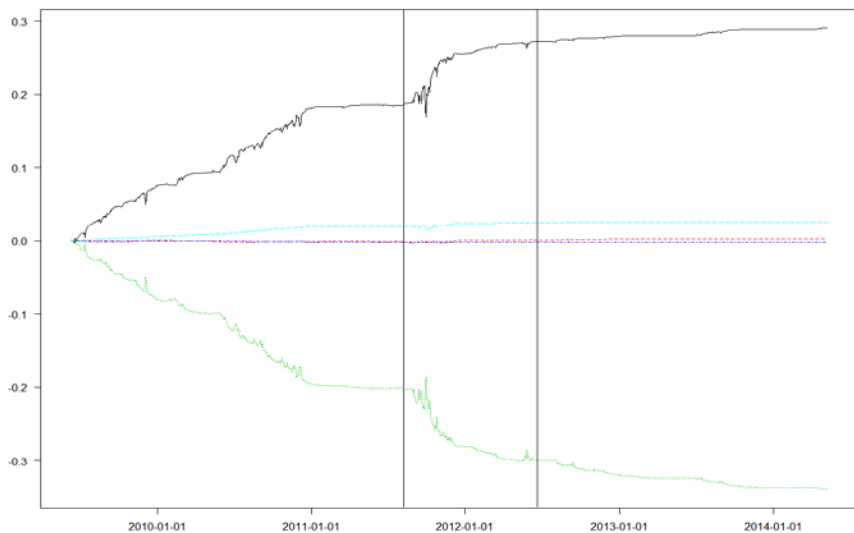


— 개인
 외국인
 - - - 증권사
 - · - 자산운용
 - - - 기타기관

- 개인투자자들이 과외가격 옵션투자에 몰두한다는 것은 fact가 아닌 듯
 - 정책 설정의 기본 가정이 오류인 듯

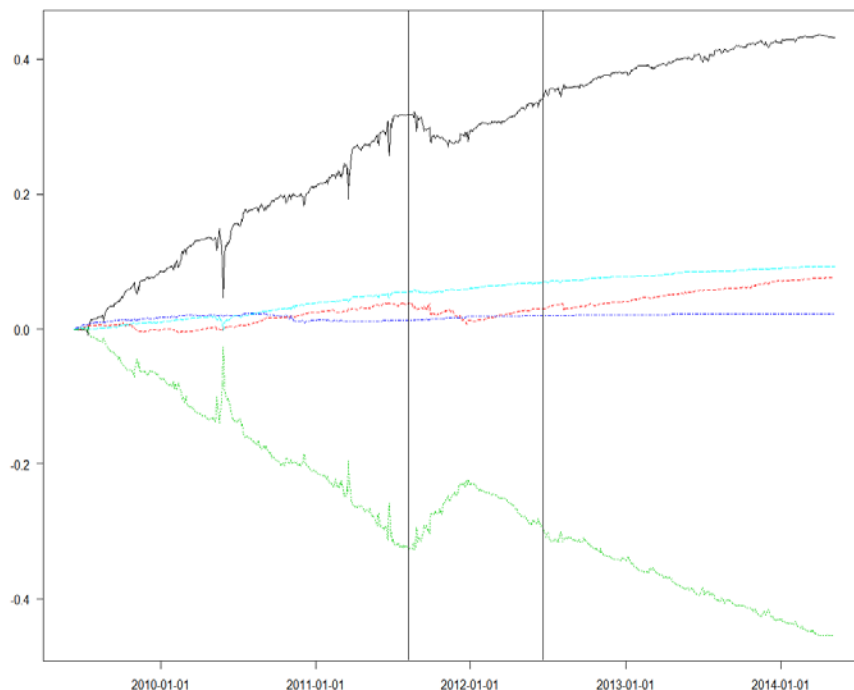
또한 오히려 개인은 과외가격옵션 투자에서 이익 실현 (단위 조원)

$M < 0.9$



— 개인
 외국인
 - - - 증권사
 - · - 자산운용
 - - - 기타기관

$0.9 < M < 0.95$



- **로또성 투자로 비난 받는 과외가격 옵션 투자에서는 도리어**
 - 개인 투자자는 이익을 실현하고 있고, 외국인 투자자가 손실을 실현하고 있음.

< 요약 1: 손익 분해분석의 시사점 1 >

■ 개인 투자손실 특징

- day trade에서 지속적 손실, position에서 시황 급변기에 대규모 손실
- long 거래에서 지속적 손실, short 거래에서 시황 급변기에 대규모 손실
- call 거래에서 지속적 손실, put 거래에서 시황 급변기에 대규모 손실

- 즉 개인은 daily trading에서는 call 매수로 인해 꾸준한 손실 실현
반면 시황 급변기에는 put 매도로 인해 1회성 대규모 손실 실현

- 개인의 투자손실은 투자행태 및 투자기법과 시황 대처능력 부족에 기인하는 것으로 추정됨.

참조: 강장구, "Individual Investors and Market Efficiency in Derivative Markets" 2014년 8월 21일 한국파생학회 국제학술대회 APAD 특별심포지엄 자료집)

< 요약 2: 손익 분해분석의 시사점 2 >

■ 가격성 기준 분석

- 개인투자자 보호조치가 개인의 과외가격 투자비중을 감소시키지 않음
 - ✓ 애초부터 개인의 과외가격 투자비중이 높은 상황이 아니었음
- 특히 개인의 손실이 과외가격 투자로 인해 초래된 것은 아님을 유의해야 함
 - ✓ 상대적으로 과외가격 투자비중이 유의하게 높지 않음.
 - ✓ 과외가격 옵션 투자로 오히려 이익을 실현함.

<요약 3> 주체별 손익에 대한 보호조치의 효과

■ 분석결과 요약

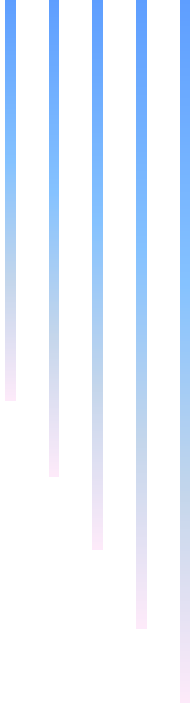
(주의: 손익 수치의 경우 거래자료가 아닌 일간 자료를 활용한 추정치이므로 정확한 수치는 아님)

주체별 총 손익 (단위 조원)				
	전체 기간	매수전용 폐지 이전	매수전용 폐지 이후	승수인상 이후
개인	-2.8	-0.7	-1.3	-0.8
외국인	2.7	0.6	1.2	0.8
증권	0.1	0.2	-0.1	0.0
자산운용	0.0	0.0	0.0	0.0
기타기관	0.1	0.1	-0.1	0.1
주체별 월 평균 손익 (단위 10억원)				
	전체 기간	매수전용 폐지 이전	매수전용 폐지 이후	승수인상 이후
개인	-46.7	-25.9	-115.9	-36.7
외국인	45.0	24.1	109.7	37.4
증권	0.9	6.0	-12.6	1.7
자산운용	0.4	0.4	0.7	0.3
기타기관	1.7	5.0	-7.5	2.5
주체별 월 평균 거래대금 (단위 조원)				
	전체 기간	매수전용 폐지 이전	매수전용 폐지 이후	승수인상 이후
개인	8.7	9.8	9.9	6.7
외국인	12.6	11.3	16.9	12.1
증권	4.3	5.4	5.1	2.7

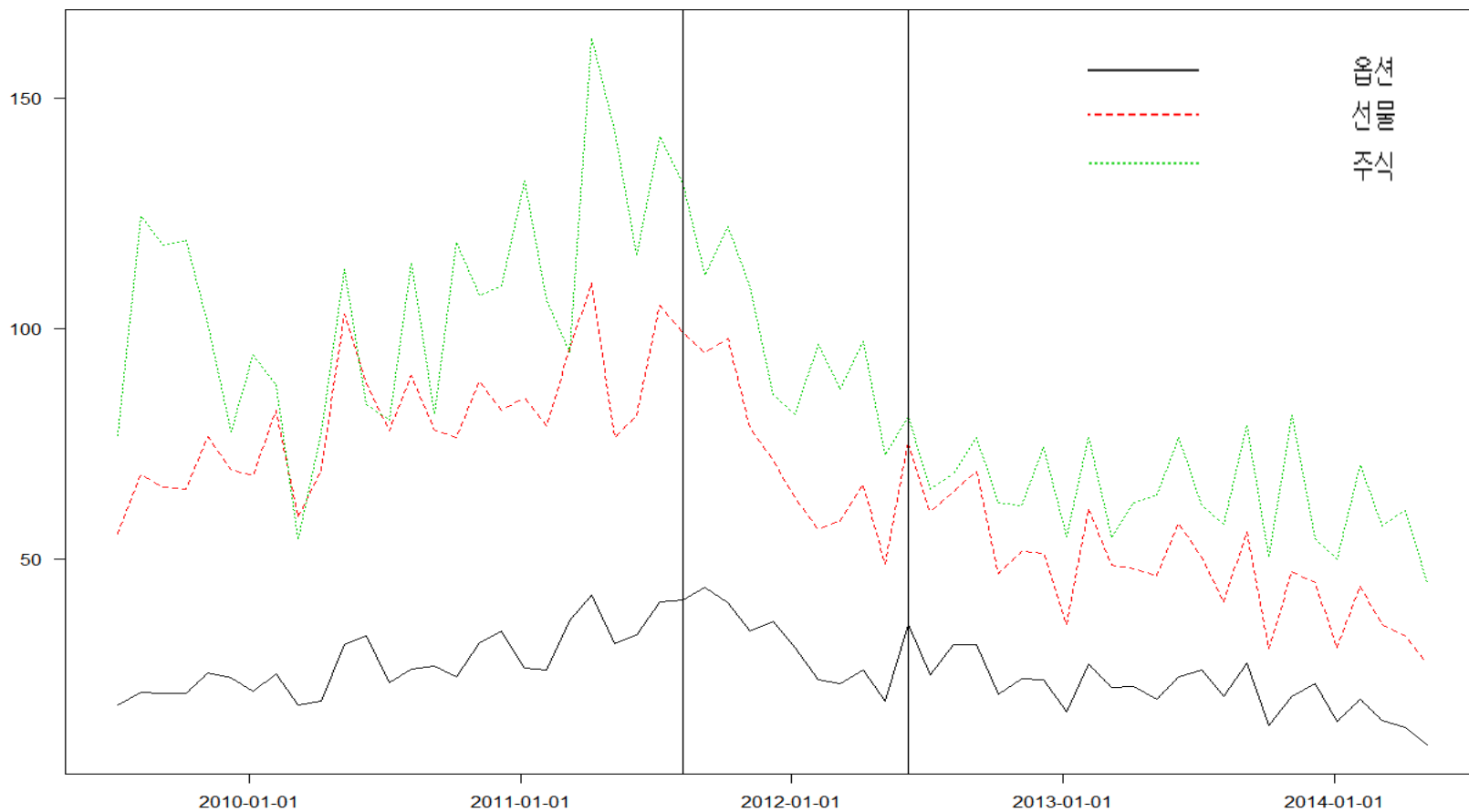
■ 매수전용계좌 폐지 및 옵션승수 인상 이후:

- 개인투자자의 손실은 더욱 확대됨.
- 옵션승수 인상 이후 거래대금 감소가 뚜렷함.
- 조치 이후의 거래대금 감소 효과를 감안하면, 개인투자자의 손실률의 확대가 뚜렷함.

보호조치들이 유동성, 주체별 거래비중 등에 미친 영향

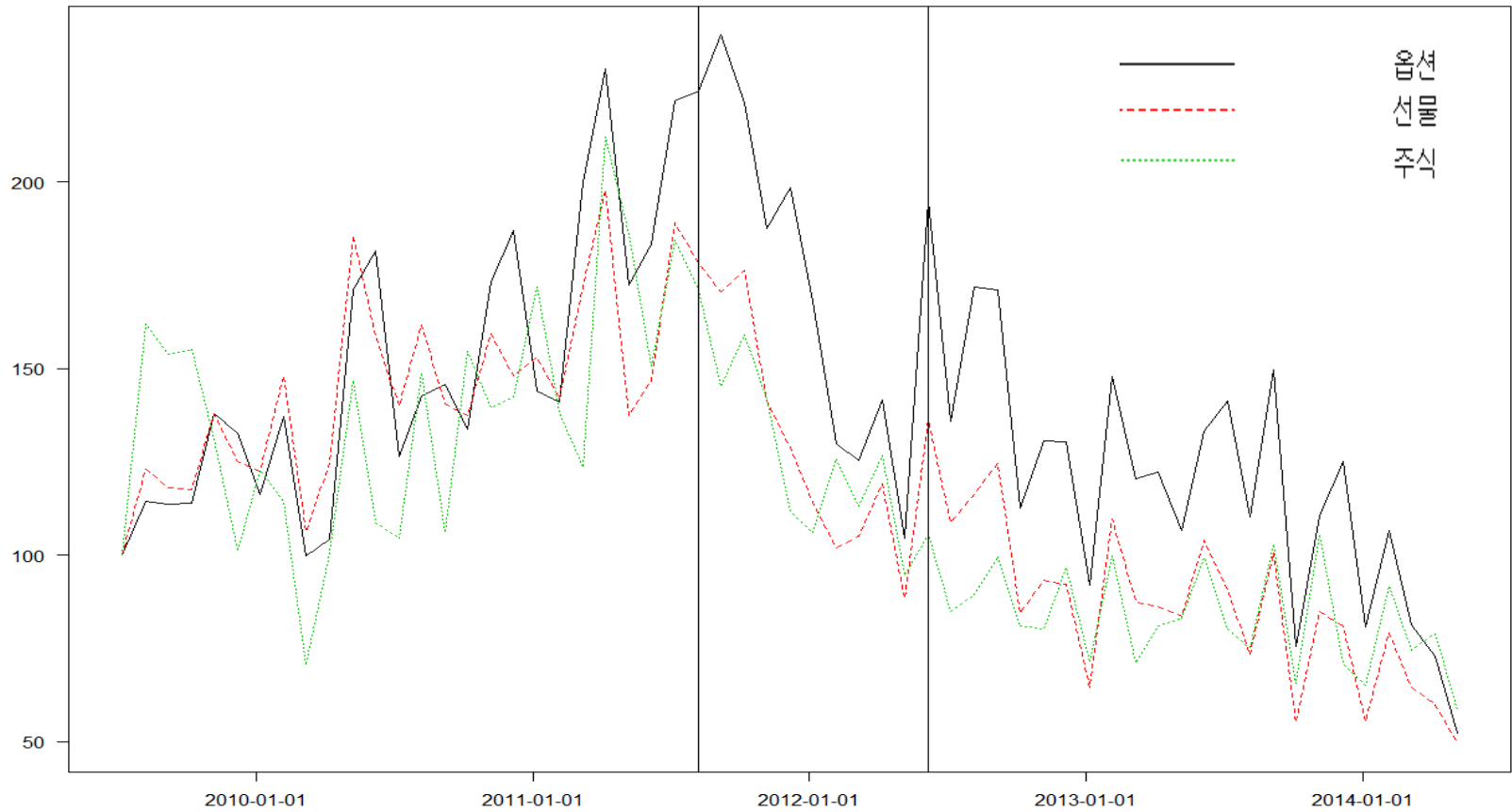
- 
- A decorative graphic consisting of five vertical lines of varying lengths and colors (blue, light blue, and purple) positioned to the left of the list.
- 거래대금 분석
 - 주체별 거래비중 분석
 - 만기일 거래쏠림

현물 선물 옵션의 월간 거래대금 추이(단위: 주식, 옵션은 1조원, 선물은 10조원)



(Note: 추세 비교를 위해 선물 거래대금을 1/10로 축소하여 표현함.)

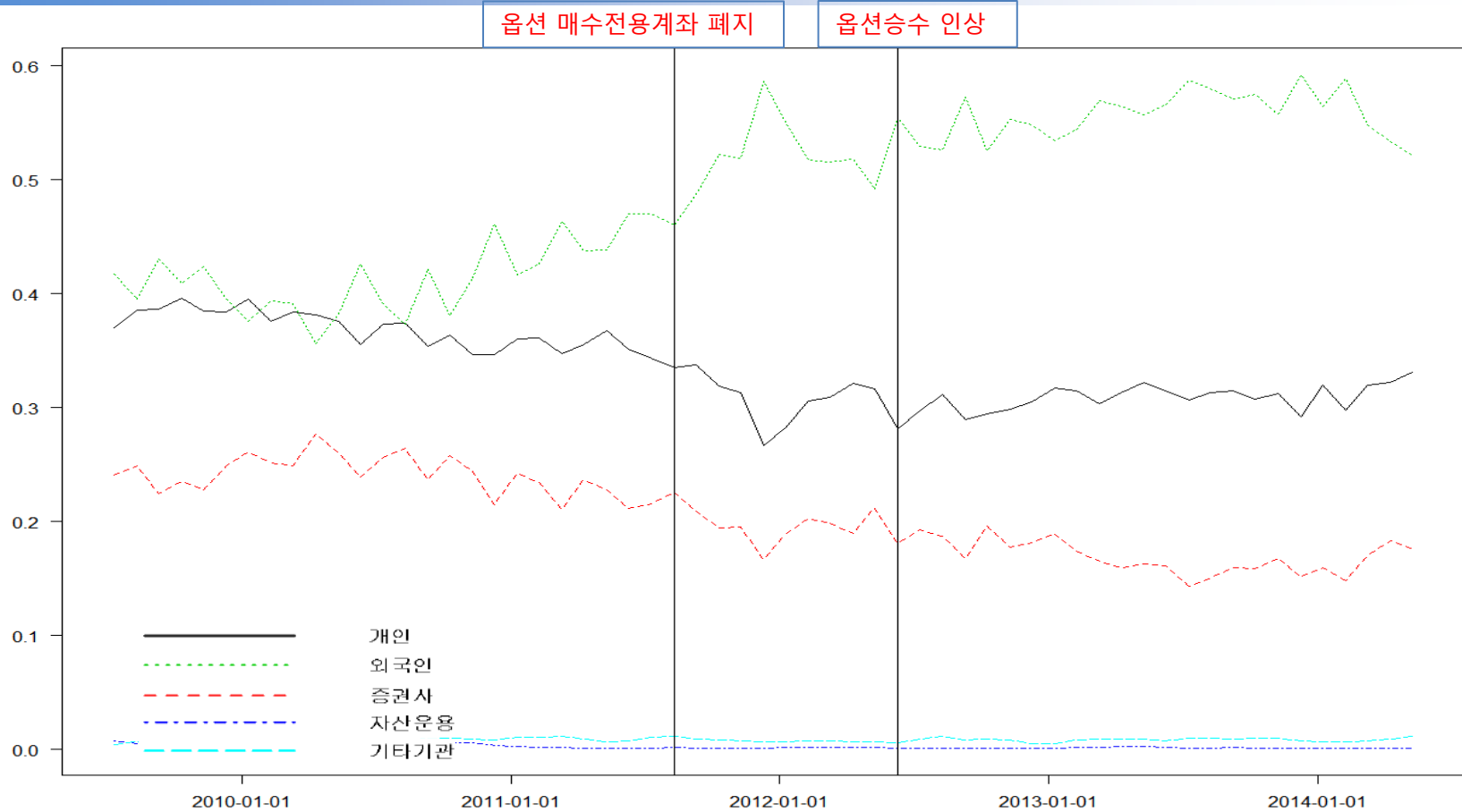
- **규제 시행 시점이 글로벌 상황 급변기와 맞물리면서 현물, 선물, 옵션의 거래대금 급감을 초래함**



- **규제 이후 거래대금 감소효과는 옵션에서 가장 두드러짐**
 - 옵션 거래대금은 승수인상 이후 약 25% 수준으로 축소
 - 현물과 선물의 거래대금도 대폭 감소함

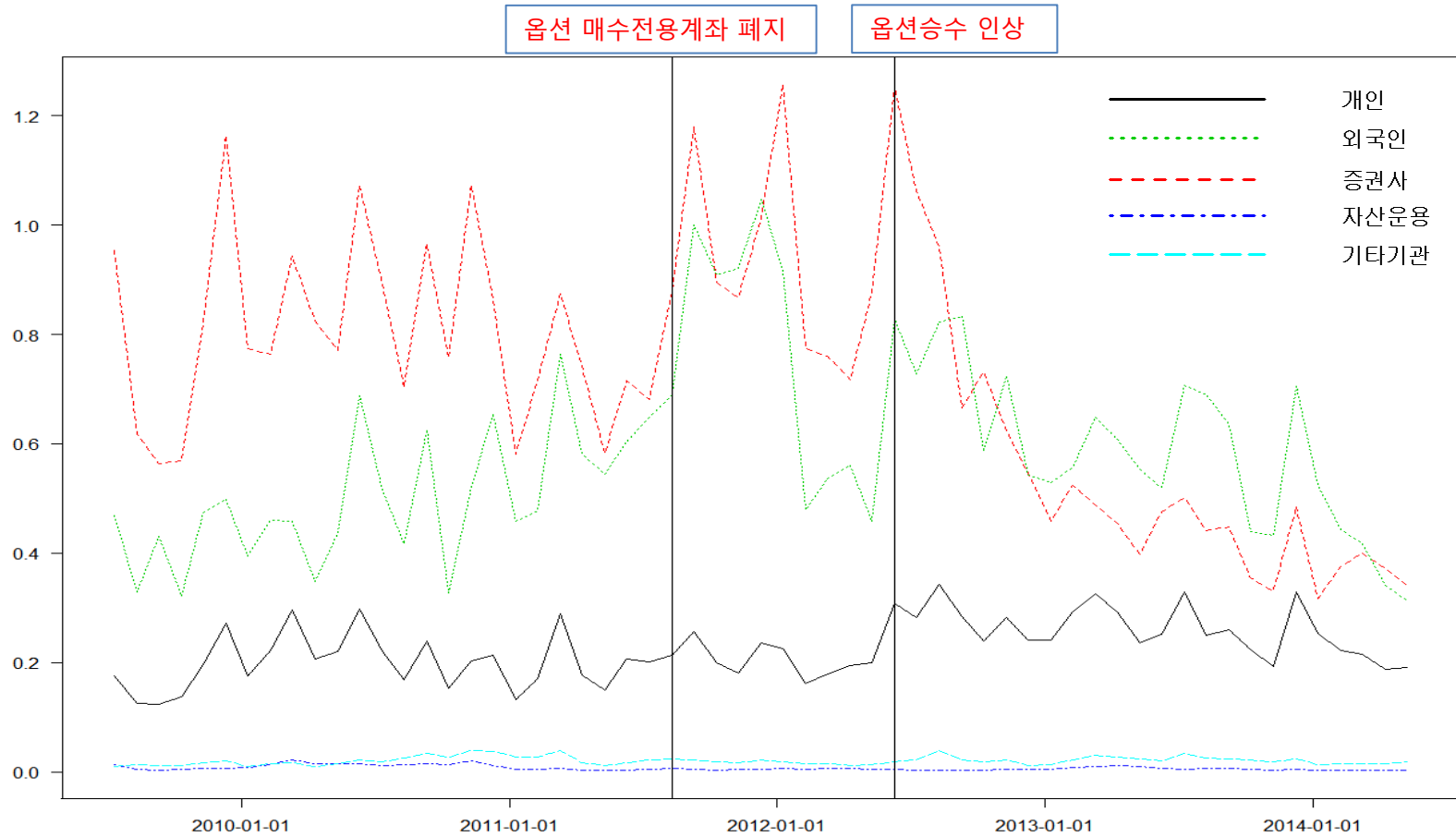
옵션의 투자주체별 거래비중

(단위 비중)



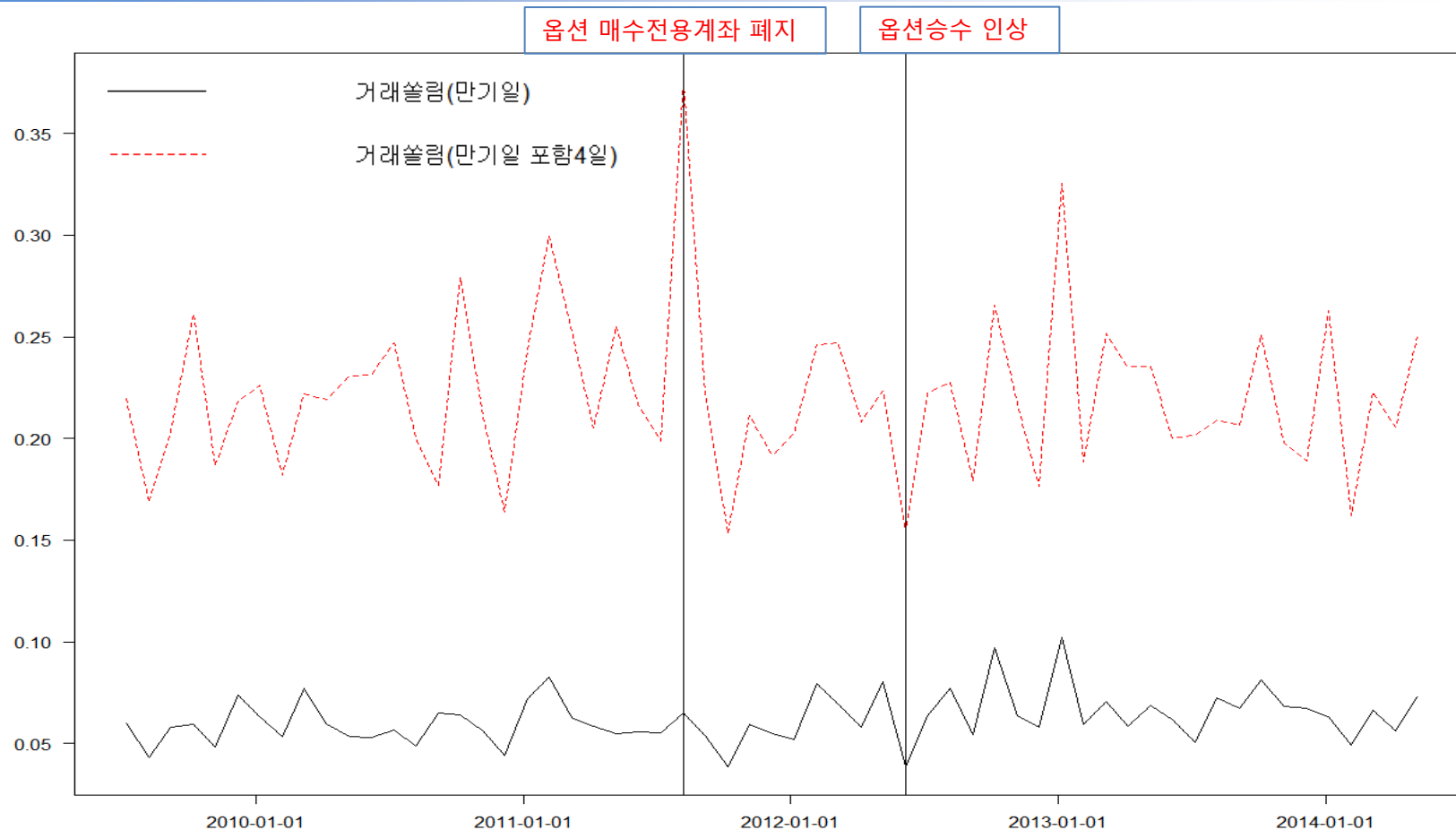
- **규제조치로 인해 시장전체 거래규모는 급감한 반면, 개인투자자의 옵션 거래비중은 감소하지 않음.**
 - 외국인 비중 확대와 기관 비중 축소를 초래함.

현물 대비 옵션 거래대금 추이 (옵션 거래대금 / 현물 거래대금)



- **규제조치가 개인 투자자의 옵션 거래를 줄이는 데 기여한 증거 없음.**
 - 개인투자자의 현물 대비 옵션 거래는 승수 인상 이후 오히려 상승

규제조치가 만기쏠림 현상을 완화했나?



- **선물 옵션 동시 만기월에 만기쏠림 강한 현상 여전히, 전체적인 수준은 규제 전후 동일함**

Note: 만기일 거래집중 현상의 측정

1) 만기일 거래대금 / 월간 거래대금 2) 만기 주의 월 화 수 목 거래대금 / 월간 거래대금

<요약 4> 보호조치가 유동성 및 주체별 거래비중에 미친 영향

■ 옵션 거래대금의 급감

주체별 월 평균 거래대금 (단위 조원)				
	전체 기간	매수전용 폐지 이전	매수전용 폐지 이후	승수인상 이후
개인	8.6605	9.8222	9.8560	6.6898
외국인	12.6261	11.3075	16.8883	12.0533
증권	4.3309	5.3781	5.1419	2.6878

- **승수인상이 옵션시장에서 개인의 거래비중을 줄이지 못함**
 - 외국인의 거래비중 증대와 기관의 거래비중 감소가 나타남.
 - 개인의 현물 대비 옵션 거래는 승수 인상 이후 오히려 상승

옵션 거래비중				
	전체 기간	매수전용 폐지 이전	매수전용 폐지 이후	승수인상 이후
개인	32.4%	35.9%	29.8%	30.0%
외국인	48.0%	40.4%	51.0%	54.7%
증권	19.4%	23.1%	18.7%	15.9%
자산운용	0.2%	0.4%	0.1%	0.1%
기타기관	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%

- **보호조치들이 만기쏠림 완화에 기여하지 못함**

합리적 정책 방향 -제언

- **좋은 의도에도 불구하고 개인투자자 보호를 위한 조치들이 의도된 효과를 보이지 않음.**
 - 개인투자자 옵션 거래비중은 불변
 - ✓ 현물 대비 옵션 거래비중은 오히려 증가
 - 승수인상 이후 개인의 투자손실률은 도리어 확대
 - 승수인상 이후 외국인의 거래비중과 시장영향력이 강화됨
 - 승수인상 이후 기관의 거래비중이 감소함
- **유동성 축소 효과만 뚜렷함**
 - 정책 시행 시점이 합리적이지 않음
 - 금융 불안 국면에서 규제조치들이 시행되면서 유동성을 축소하는 효과만 드러냄
 - 유동성을 회복시킬 조치들을 적극적으로 실행할 필요성이 강함
 - 주식이나 선물시장에 비해 옵션시장에서의 유동성 축소가 뚜렷함
- **기관투자자의 파생거래를 활성화하는 방안을 모색하는 것이 바람직함.**
 - 증권 이외 기관의 경우 옵션거래를 거의 수행하지 않음
 - 연기금 등 자산운용 기관들에서 파생거래를 위축시키는 분위기를 누가 형성시켰나?
 - ✓ 개별 건별 투자성과보다는 portfolio 운용성과로 평가하는 분위기를 형성시켜야 함.

■ 참고문헌

- 강장구, "Individual Investors and Market Efficiency in Derivative Markets" (2014년 8월 21일 한국파생학회 국제학술대회 APAD 특별심포지엄 자료집)
- 정재만, 김재근, "개인투자자의 옵션매매 성과와 행태", 2005, 선물연구 제13권 제1호, pp. 99-127