



파생상품시장의 도약을 꿈꾼다

파생상품시장 발전방안

Equity Derivatives & Delta 1 Products

전준균 02 2020 7044 gyun.jun@samsung.com
진종현 02 2020 7870 chonghyun.jin@samsung.com

신뢰에 가치로 답하다 삼성증권



Summary

파생상품시장 발전방안

- 기본예탁금, 사전교육과 모의거래 등 개인투자자 진입규제 합리화
- Weekly options 등 신규상품 상장과 시장조성기능 확충
- 파생상품 개발활성화를 위한 여건조성과 파생상품 상장체계의 시장중심 전환 (Positive → Negative)

개인투자자 복귀 및 주식관련 파생상품시장의 성장

- 진입규제 완화와 시장조성기능 확충으로 편향된 투자자구성 개선 가능
- 개인투자자 복귀로 주식관련 파생상품 유동성 배가 기대
 - ✓ 개별주식선물/옵션과 코스닥150선물 중심으로 유동성 팽창
 - ✓ 거래세 인하로 현선연계 거래기회 확대
 - ✓ 개인전문투자자 제도개편과 더불어 개인투자자의 시장영향력 확대

Weekly 옵션이 가져올 변화

- KOSPI200 Weekly 옵션
 - ✓ 초단기 거래수요 흡수
 - ✓ 옵션활용 파생상품펀드 부흥
 - ✓ 개인투자자 진입규제와 맞물려 옵션투자수요 팽창
 - ✓ Low latency 경쟁 촉발
- 자체 개발지수의 상품화로 구조화상품시장 다양화
 - ✓ Plain Vanilla 옵션을 활용한 저준위 구조화상품 개발 가능



2019년 파생상품시장 발전방안

파생상품시장 발전방안 (2019.05)

파생상품시장 활성화를 통한 현·선 연계강화



3대 전략
12개 과제



전략 1. 시장 수요 공급 기반확충

- 과제 1. 개인투자자 진입규제 합리화
- 과제 2. 기관투자자 참여 활성화
- 과제 3. 외국인투자자 편의성 제고
- 과제 4. 시장조성기능 강화
- 과제 5. 다양한 장내 파생상품 개발 유도

- 과제 6. 장내 파생상품 상장체계 개선
- 과제 7. 파생상품 개발 활성화 여건 마련

전략 2. 상품개발관련 시장자율성 제고



전략 3. 시장안정성 및 건전성 강화

- 과제 8. 금융시장 위기상황 대응체계 강화
- 과제 9. 담보자산 관리제도 개선
- 과제 10. 중앙청산소(CCP) 청산대상 확대
- 과제 11. 거래정보저장소(TR) 운영개시
- 과제 12. 파생결합증권의 기초자산 쓸림 방지

파생상품시장 발전방안 (2019. 5)



전략 1. 시장 수요 공급 기반확충

- 개인투자자 진입규제 완화 및 기관투자자 참여 활성화
 - 시장조성기능 강화
 - 신상품 상장추진
-
- ❖ 개인투자자 진입규제 완화: 기본예탁금 완화와 사전교육 / 모의거래시간 단축
 - ✓ 일반 개인투자자 기본예탁금 인하 (1단계-1,000만원 이상 및 2단계-2,000만원이상)
 - ✓ 사전교육 및 모의거래시간 단축 (증권사 자체 교육 / 거래시스템 활용 가능)
 - ✓ 2단계 (변동성선물 및 옵션매도거래) 진입요건 완화: 기존 “1단계 진입후 1년경과 조건” 폐지
 - ❖ 기관투자자 참여 활성화: 선물사 영업 / 운용 고도화 유도
 - ✓ 신용위험거래증거금 합리화로 결제회원 부담금 완화
 - ✓ 선물사의 전문투자형 사모펀드 (CTA 전략 등) 진출 허용
 - ❖ 시장조성기능 강화
 - ✓ 시장조성 대상품목 확대 및 시장조성자에 대한 인센티브 강화
 - ❖ 신상품 상장추진
 - ✓ KOSPI200 Weekly 옵션 상장
 - ✓ 국채선물 3년-10년 Spread거래 도입

파생상품시장 발전방안 (2019.05)



전략 2. 상품개발관련 시장자율성 제고

- 장내파생상품 상장체계 개선
- 파생상품 개발 활성화 여건조성

❖ 장내파생상품 상장 Process 개선

- ✓ 시장주도 및 Negative 방식으로 상품개발 추진
- ✓ '상품제안제도' 정착을 통한 신상품 개발 활성화
- ✓ 거래소의 적격검증 보고서 제출로 상장 가능

❖ 파생상품 개발 활성화 여건조성

- ✓ 다양한 지수 및 지수관련 상품 개발 인프라 확충
- ✓ 지수개발업자의 시세접근 및 활용방법 개선
- ✓ (지수)신상품에 대한 소유권 명시 및 거래소의 역할 재정립

파생상품시장 발전방안 (2019.05)



전략 3. 시장 안정성 및 건전성 강화

- 금융시장 위기상황 대응체계 강화
- 중앙청산소(CCP)와 거래정보저장소(TR) 확충
- 파생결합증권 기초자산 쓸림방지

❖ 위기상황 대응체계 강화

- ✓ 스트레스테스트 모형 적정성 검증
- ✓ 외화수급 안정화 및 결제적립금 일부 외화자산 보유 의무화
- ✓ 비현금성 담보자산 비중 축소와 관계사 증권의 담보납입 금지

❖ 중앙청산소(CCP) 청산대상 확대와 거래정보저장소(TR) 운용개시

- ✓ 원화 IRS 만기확대 (20년 → 30년)와 외환 / 신용 OTC 상품 중앙청산 개시
- ✓ TR, 투명성 제고를 위해 OTC 거래정보 수집 / 관리 ('20년 운영개시 목표)

❖ 파생결합증권 기초자산 쓸림방지

- ✓ 특정지수 쓸림방지를 위해 기초자산 활용대상 확대
- ✓ 사례) 공모형 ELS에 전략형지수 (Low Vol Index 등) 활용

파생상품시장 발전방안 효과



- 시장조성기능 확충
- 기관투자자 참여활성화
- 상품개발 자율성 제고



- 개인투자자 진입규제 완화
- Weekly옵션 등 신상품 상장



- 파생상품 유동성 확대
- 투자자 구성 다변화
- 현선 연계고리 강화

자료: 금융위원회, 한국거래소, 삼성증권 정리

향후 추진일정

전략	추진과제	추진일정	추진주체
수요 공급 기반 확충 (전략1)	기본예탁금 완화	'19.4Q	금융위, 거래소
	사전교육 및 모의거래 실질화	'19.4Q	금융위, 거래소, 금투협
	신용위험관리증거금 합리화	'19.3Q	금융위, 거래소
	증권-선물 협업강화 유도	'19.3Q	금융위, 거래소
	시장조성의무 확대	'19.4Q	거래소
	KOSPI200 Weekly 옵션 상장	'19.3Q	금융위, 거래소
	금리선물간 스프레드 거래 상장	'19.4Q	금융위, 거래소
자율성 제고 (전략2)	파생상품 상장체계 개선	'19.4Q	거래소
	신규 파생상품 개발여건 마련	'19.3Q	금융위, 거래소
시장 안정성 건전성 강화 (전략3)	금융시장 위기상황 대응체계 강화	'19.4Q	거래소
	CCP 청산대상 확대	'21년 이후	금융위, 거래소
	전략지수의 파생결합증권 기초자산 활용허용	'19.3Q	금투협
	파생결합증권 위험관리 강화조치	'20년중	금융위, 금감원

참고: 파생상품시장 대책동향 (2010년 이후)

연도	정책 내용
2011년	<ul style="list-style-type: none"> • 옵션매수 전용계좌 폐지 • 장내옵션 / ELW/FX마진시장 건전화 방안 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 장내 파생상품시장: 미결제약정 제한, 사후증거금 개선 ✓ ELW시장: 기본예탁금 부과 및 교육이수 의무화 ✓ FX마진시장: 증거금률 상향 (2% → 5%)
2012년	<ul style="list-style-type: none"> • 건전화 방안 후속조치 <ul style="list-style-type: none"> ✓ KOSPI200옵션 거래승수 인상, 개인투자자 현금예탁비율 상향 (33%→50%) ✓ ELW LP호가 규제 ✓ FX마진 증거금률 상향 (5%→10%)
2014년	<ul style="list-style-type: none"> • 자본시장 역동성 제고를 위한 파생상품시장 발전방안 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 적격개인투자자 제도도입: 사전교육 및 모의거래 이수 의무화, 기본예탁금 차등적용
2017년	<ul style="list-style-type: none"> • 파생상품시장 경쟁력 제고방안 <ul style="list-style-type: none"> ✓ KOSPI200 선물옵션 거래승수 인하 (Big 50만원 → 25만원, Mini 10만원 → 5만원) ✓ 개인투자자 진입규제 완화 (1단계/2단계 의무교육시간 분산, 옵션매수 1단계 허용) • 헤지전용계좌 도입

규제지속

규제완화



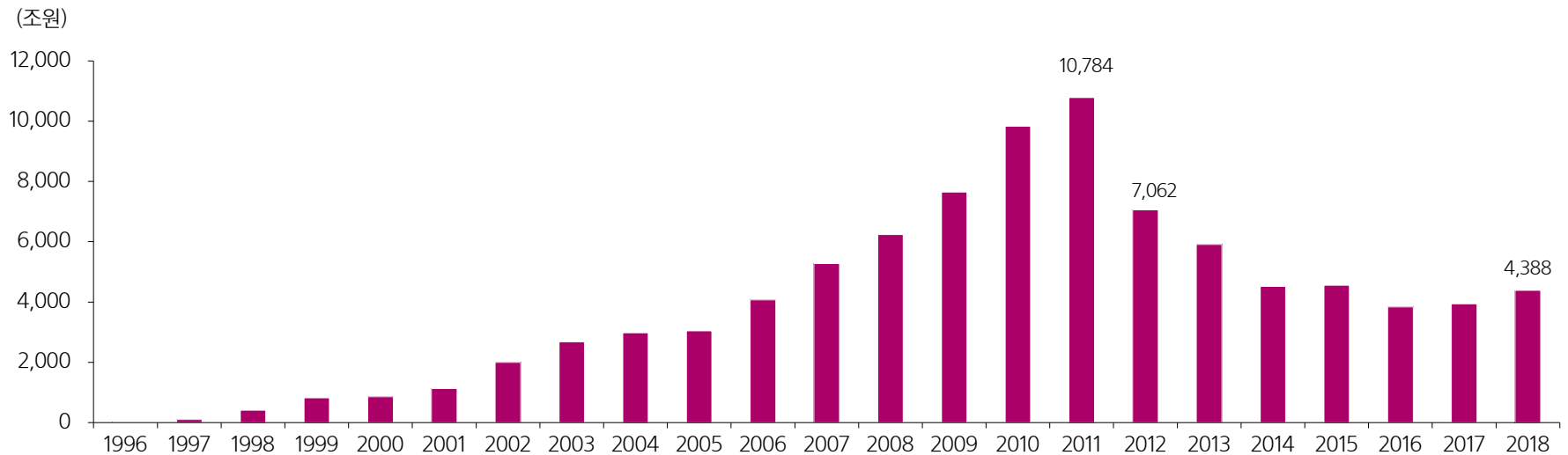
한국 장내 파생상품시장 현황

KOSPI200 선물시장

▶ 2011년(peak) 대비 60% 감소한 2018년 거래규모

- KOSPI시장 박스권 등락(2012~2016)에 따른 변동성 감소
- 2016년(3,833조원) 대비 2018년(4,387조원) +11% 증가

KOSPI200 선물시장 연간 거래대금



자료: KRX

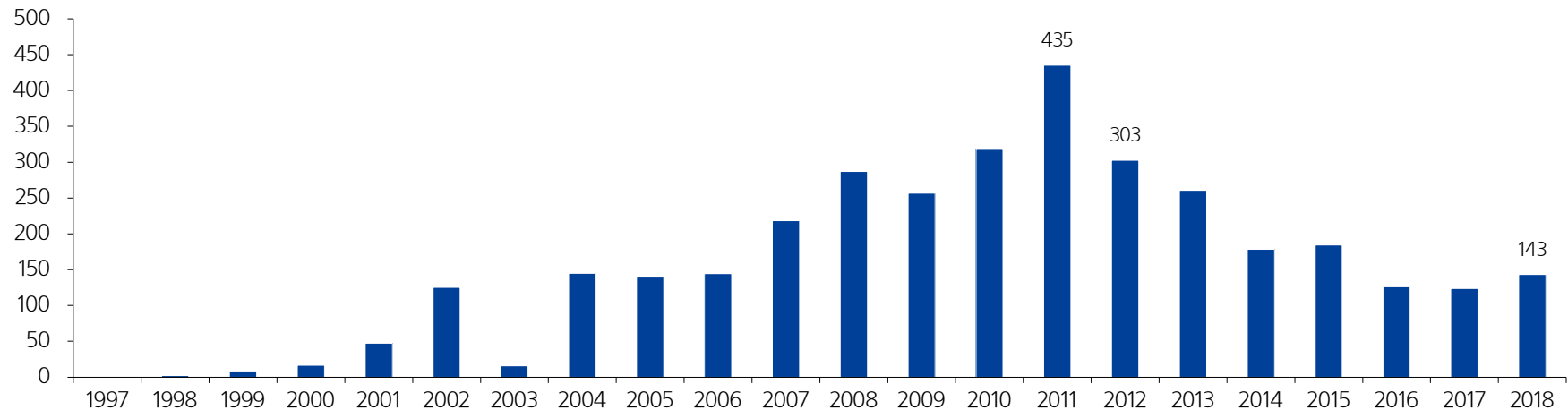
KOSPI200 옵션시장

▶ 건전화대책 이후 급격히 위축된 옵션시장

- '12년 거래승수 인상 (10만원 → 50만원) 이후 거래급감
- '17년 거래승수 인하 (50만원 → 25만원) 이후에도 유동성 증가는 제한적
- 투자자 진입규제 (기본예탁금 및 신규계좌개설 1년 소요 등)로 인한 투자자금 정체

KOSPI200 옵션시장 연간 거래대금

(조원)



자료: KRX

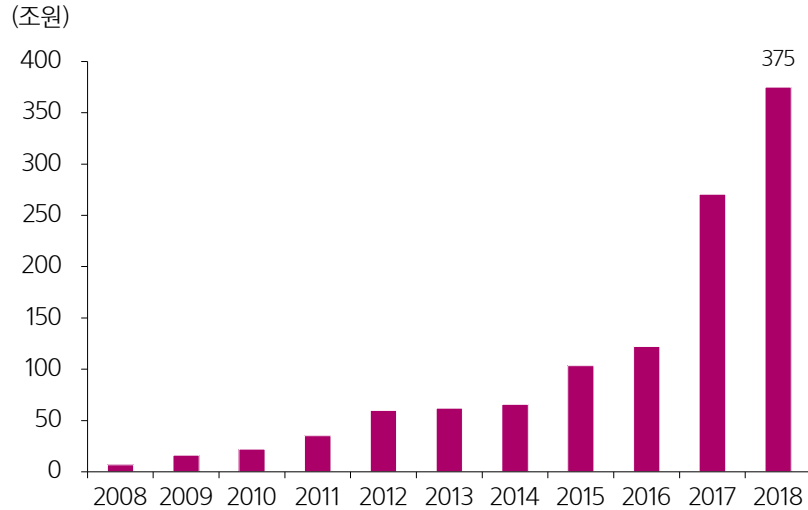
개별주식선물시장 & KOSDAQ150선물시장

▶ 급성장하는 신생 시장

- 개별주식선물시장, '10년 이후 CAGR 37% 성장 거듭
 - 기초자산 확대 및 유동성공급자 제도 정착
 - 일부 종목, 현물 거래량 육박

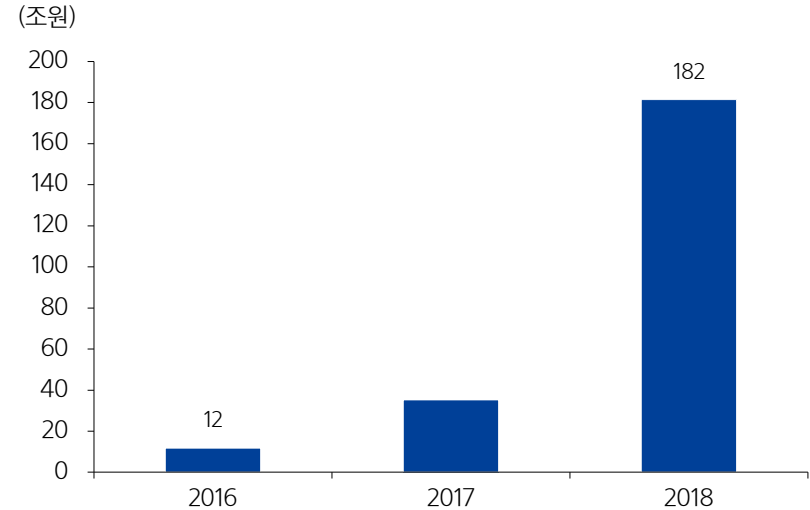
- KOSDAQ150 선물시장, 시장개설('16년)이후 15배 팽창
 - KOSDAQ시장 활성화 및 변동성 확대
 - 기관투자자의 적극적인 차익거래 활동

개별주식선물시장 거래대금



자료: KRX, 삼성증권

KOSDAQ150선물시장 거래대금



자료: KRX, 삼성증권

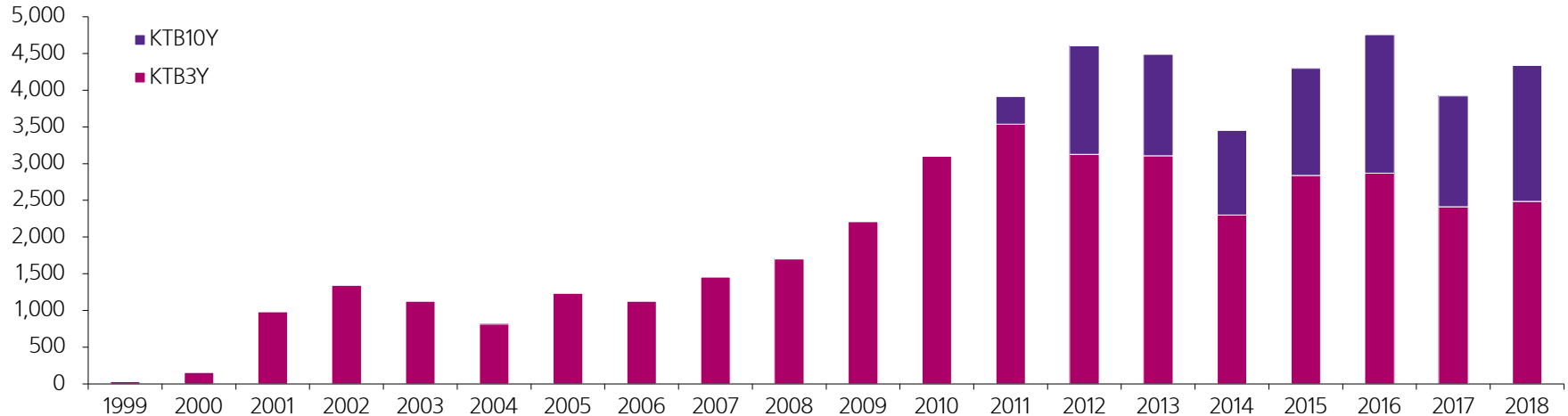
국채선물시장

▶ 2012년 이후 채권선물시장 정체

- 금리 하락기 채권선물 수요 정체
 - 정책금리의 제한적인 변동폭으로 국채선물 거래수요 정체
 - 3년물 대비 10년물 거래 활성화 (금리 하락기 장기채 투자수요 증가)
 - 단기채 & 초장기채 파생상품 부재로 장단기 스프레드 거래 등 다양한 투자전략 수행여건 미미

국채선물시장 연간 거래대금

(조원)



자료: KRX, 삼성증권

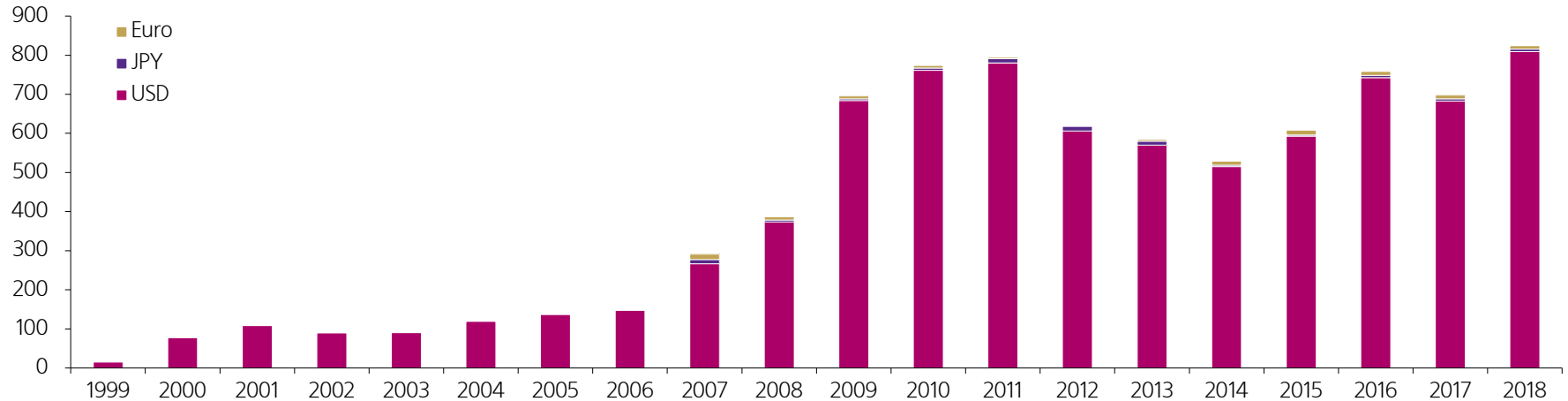
통화선물시장

▶ 미달러화 선물시장의 독주

- 원/달러 변동성 확대기에 달러화선물 거래량 증가세
 - 2008년~2011년, 금융위기 직후 원/달러 급변동 구간 ('08~'11년 거래량 CAGR +20%)
 - 2015년 이후, 원달러 1,000원 이후 제한적인 약세국면 ('15~'18년 거래량 CAGR +8%)
 - 유로화/엔화선물, 실질수요 한정 및 투자수요 미미

통화선물 연간거래대금 추이

(조원)



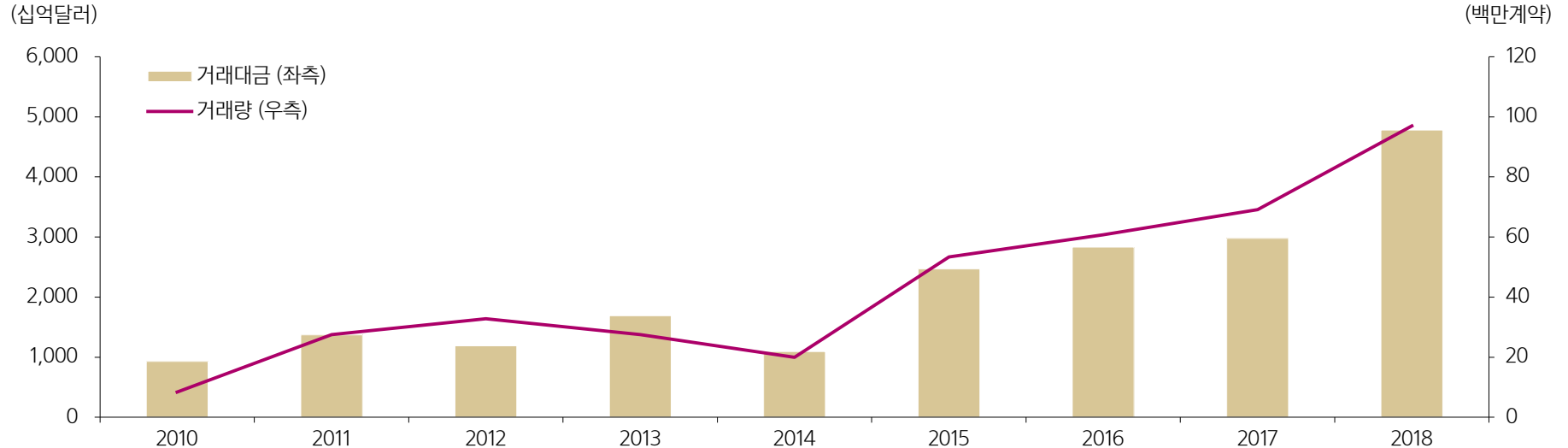
자료: KRX, 삼성증권

해외 파생상품시장 거래

▶ 팽창하는 해외 파생상품 투자

- 국내투자자의 해외자산 투자확대와 병행하는 해외 파생상품 투자
 - 개인투자자, 주가지수/원자재/통화상품에 집중된 거래
 - 국내 파생상품 거래제약에 따른 풍선효과 존재
 - 거래비용 부담과 투자정보 한정 등 제약여건을 극복하여 투자효율을 높여야 하는 상황

국내투자자의 해외파생상품 거래규모



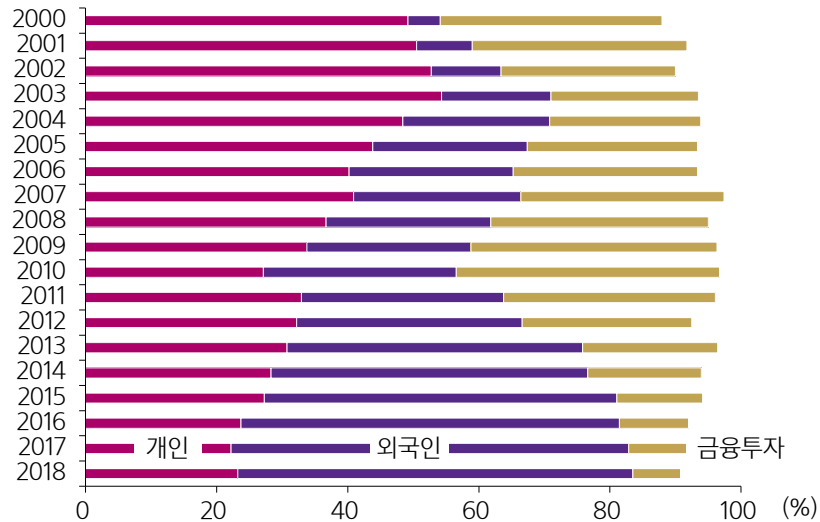
자료: 금융투자협회, 삼성증권

투자자별 거래비중

▶ '임블던 현상'

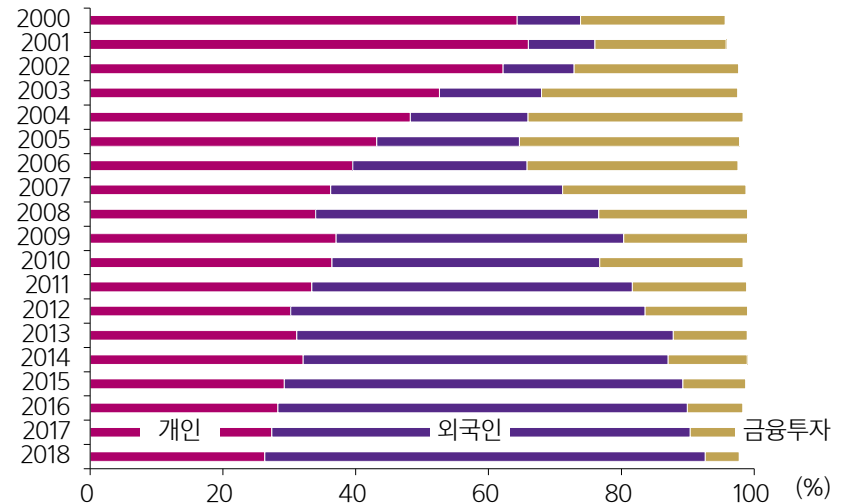
- 국내 투자자의 거래비중 지속 감소
 - 개인투자자, 2010년 선물 27% / 옵션 36% → 2018년 선물 23% / 옵션 26%
 - 금융투자, 2010년 선물 40% / 옵션 21% → 2018년 선물 7% / 옵션 5%
 - 규제 강화로 떠난 국내 투자자 자리를 외국인투자자(HFT)가 장악

KOSPI200 선물 투자자별 거래비중



참고: 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 옵션 투자자별 거래비중



참고: 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

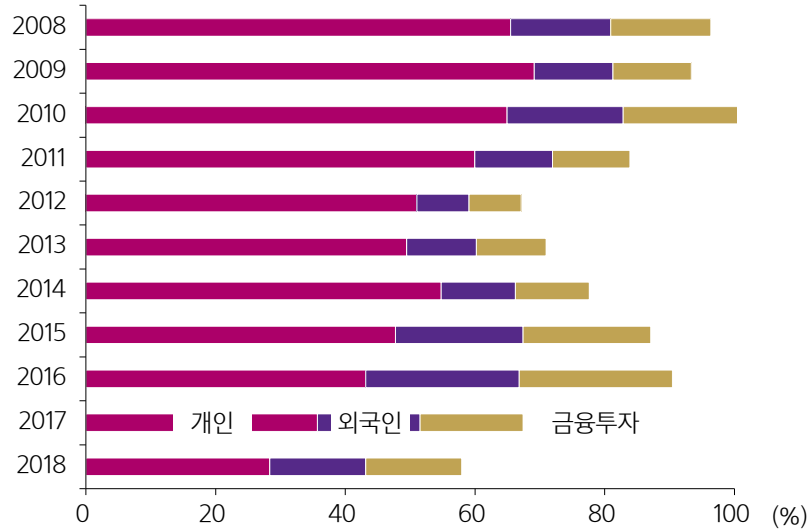
투자자별 거래비중

▶ 신생 시장에서는 투자자구성 균형유지

- 개별주식선물, 기관투자자 적극 참여로 양적 팽창
 - 투신 및 연기금, 개별주식선물 활용도 증가

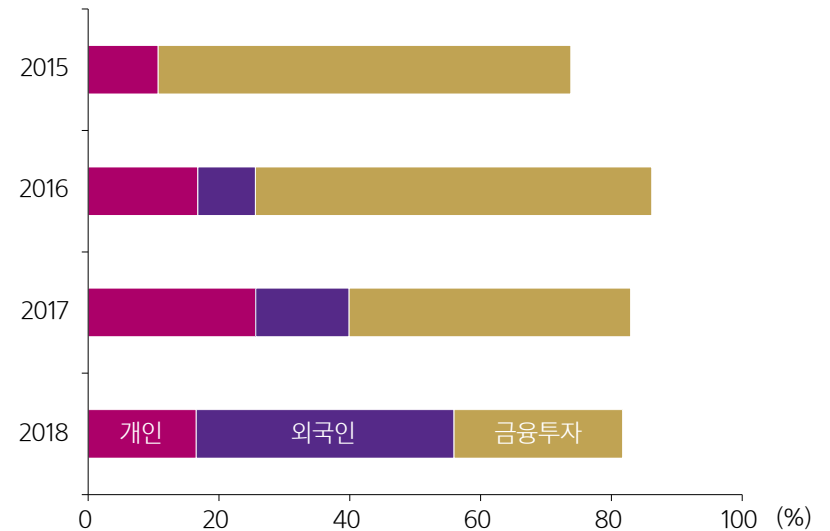
- KOSDAQ150 선물, 외국인투자자의 적극적인 시장참여
 - 금융투자에서 외국인으로 주도권 이전
 - 개인투자자의 현물시장 거래비중 감소시 선물시장 참여가능성 가장 높은 편

개별주식선물 투자자별 거래비중



참고: 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

KOSDAQ150선물 투자자별 거래비중



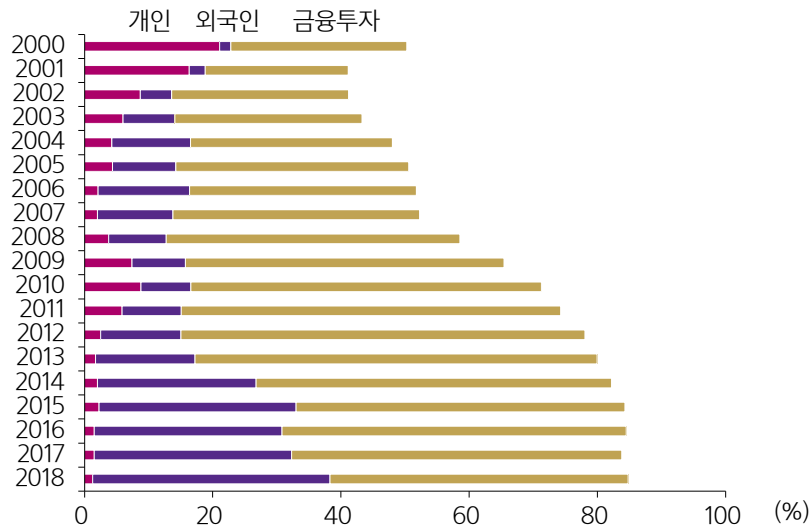
참고: 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

투자자별 거래비중

▶ 전문투자자 시장으로 정착

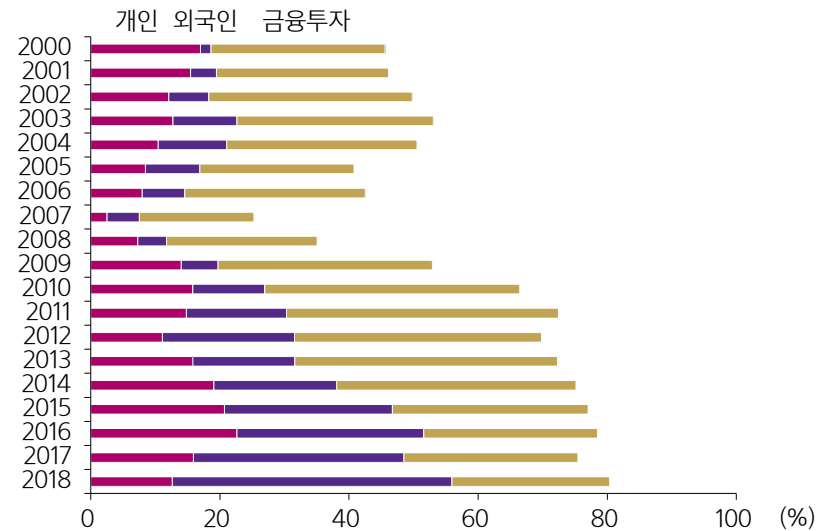
- 기관투자자 중심으로 시장 재편
 - 채권선물, 개인투자자 거래비중 2% 미만
 - 달러선물, 금융투자 이외 은행 등 기관투자자 참여 점증
 - 금융투자, 유동성 공급 및 헤지 목적으로 FICC 시장 참여

3년물 채권선물시장 투자자별 거래비중



참고: 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

미국달러선물 투자자별 거래비중



참고: 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

한국 장내파생상품시장 현황

(시장규모) 대표상품 정체 vs 신생상품 유동성 팽창

- 개별주식선물 / KOSDAQ150선물, 투자 수요에 적시 대응한 결과
- 기존 대표상품, 수요 확대와 연계 상품 필요
 - ✓ KOSPI200 선물/옵션, 투자층 보강
 - ✓ 채권선물, 연계 상품 상장으로 채권파생상품 시장 Upgrade
 - ✓ 통화선물, 투자수요 확충과 Cross-Asset Trading 기회 제공



(투자자 구성) 국내 투자자의 시장참여와 파생상품 활용도 제고 필요

- 진입규제 등으로 국내투자자의 투자기회 역차별 나타나
 - ✓ 개별주식선물 / KOSDAQ150선물시장에서 개인투자자의 투자수요 확인 가능
 - ✓ FICC 분야의 전문개인투자자 시장참여 가능성 높아져
- 국내 기관투자자의 파생시장 활용도 저조
 - ✓ 관련 투자상품 부족과 대내외 규제 (파생상품형 펀드 구분, 파생상품위험평가액 10% 제한 등)
 - ✓ 헤지 중심에서 상품과 전략 중심으로 파생상품 활용목적 변화필요
- 외국인투자자(HFT)의 시장장악력 과도
 - ✓ 장점: 시장 가격발견기능 및 유동성 개선
 - ✓ 단점: 시장이탈 또는 쏠림현상 발생시 현물시장까지 악영향 끼칠 수 있는 상황



개인투자자 시장복귀 가능성

개인투자자 진입규제 (현행)

✎ 사전지식(투자위험 이해) 요구

- 선교육(사전교육과 모의거래) 후 파생상품 계좌개설 가능
- 기본예탁금 및 상품별 진입시기 차등화

✎ 파생상품 양도세 부과

- 개인 대상 파생상품 양도차익에 대한 세금부과
 - ✓ 대상 상품 점진적인 확대 및 탄력세율 인상
- 투자자 수익 편중 초래
 - ✓ 소규모 투자자의 수익규모 및 수익발생건수 감소 ('16년 대비 '17년 Δ 11% 감소)

✎ 진입규제로 초래된 결과

- 국내 장내 파생상품시장의 투자자 구성 기형화
- 상대적으로 투자자 보호장치 약한 해외 파생상품 거래확대
- 음성적인 파생상품시장 진입경로 탐색

개인투자자, 파생시장 참여저조

▶ 개인투자자, 최근 2년간 거래규모는 늘었지만

- 개인투자자 거래규모, 시장에 비해 증가율은 낮은 편
- KOSPI200 선물/옵션, 개인투자자의 활동반경 제한적 (외국인 등 전문투자자 장악)
- 개별주식선물 및 KOSDAQ150선물, 개인투자자의 성장 잠재력 높은 상품

선물상품	개인투자자 (십억원, %)			시장 전체 (십억원, %)		
	'16년	'18년	증감	'16년	'18년	증감
KOSPI200 선물	1,982,775	2,223,494	+12	8,369,390	9,576,973	+14
KOSDAQ150 선물	3,952	59,951	+1,516	23,543	363,012	+1,541
개별주식 선물	105,581	212,558	+201	244,607	749,799	+306
전체	2,149,123	2,496,003	+16	8,637,540	10,689,784	+23
옵션상품						
KOSPI200 옵션	71,225	75,304	+5	251,947	286,436	+13
개별주식 옵션	41	145	+353	616	526	△14
전체	71,266	75,449	+6	252,563	286,962	+13

자료: KRX, 삼성증권

개인투자자에 대한 파생상품시장 진입규제

▶ 진입규제, 사전교육과 모의거래 이수 및 기본예탁금 부과

- 2014년 12월, 신규 파생상품 투자자에 대한 진입규제 신설
- 2017년 6월, 옵션매수 투자자에 대한 진입규제 완화
 - 의무교육 및 모의거래, 기본예탁금 존속
 - 전문개인투자자, 기본예탁금 1500만원 징수 (교육 및 모의거래 면제, 현행)

시행시기	진입단계	투자가능상품	기본예탁금	기타 요건
2014년 12월	1단계	선물	3,000만원	<ul style="list-style-type: none"> • 의무교육 30시간 • 모의거래 50시간
	2단계	모든 선물·옵션	5,000만원	<ul style="list-style-type: none"> • 1단계 거래경험 필수 • 신규 파생상품계좌 개설일로부터 1년경과
2017년 6월	1단계	선물, 옵션매수	3,000만원	<ul style="list-style-type: none"> • 의무교육 20시간 • 모의거래 50시간
	2단계	모든 선물·옵션 (옵션매도)	5,000만원	<ul style="list-style-type: none"> • 의무교육 10시간 • 1단계 거래경험 필수 • 신규 파생상품계좌 개설일로부터 1년경과

자료: 금융위원회, KRX, 금융투자협회

사전교육 (현행)

▶ 금융투자협회 주관, '장내 파생상품 거래를 위한 사전교육'

- 신규 개인투자자 대상 의무과정
- 투자가능 상품에 따라 단계별 교육

▶ 1단계 의무교육 20시간

- 과정명: 사이버 파생상품거래 사전교육 (1단계 20시간)
- 과정내용: 선물옵션 개요 및 매매/청산제도, 리스크관리 등
- 수료요건: 진도 100% & 평가 70점 이상 (수강료 20,000원)
- 교육대상: KRX의 모든 선물거래 (VKOSPI선물 제외) 및 옵션매수거래 희망자
- ※ 거래가능요건: 1단계 의무교육 20시간 & KRX 주관 모의거래 50시간 충족

▶ 2단계 의무교육 10시간

- 과정명: 사이버 파생상품거래 사전교육 (2단계 10시간)
- 과정내용: 선물/옵션거래전략, 옵션가격결정이론
- 수료요건: 진도 100% & 평가 70점 이상 (수강료 10,000원)
- 교육대상: KRX의 VKOSPI선물과 옵션매도거래 희망자
- ※ 거래가능요건: 2단계 의무교육 10시간 & 파생상품계좌 개설 1년경과 & 1단계 거래경험 (10거래일 이상) 충족

모의거래제도 (현행)

▶ 일반개인투자자 대상

- 최초 파생상품 계좌개설(1단계) 필수조건
 - 2단계(옵션매도 가능거래)는 면제
- 정규장 거래시간에 모의거래 방식으로 참여
 - ※ Replay시장, 이용자 편의를 위해 정규시장을 재현 (장종료 후 및 휴장일 제공)
- 모의거래 50시간 이수 후 수수료증 발급
 - 교육 및 거래 수수료증과 기본예탁금 납부시 파생상품 거래계좌 개설가능

▶ 모의거래 방법

- KRX 모의거래 전용 HTS 활용
- 정규장 및 Replay장 참여
 - 정규장 (09:00~15:45, 6시간 45분) → 일평균 2시간 참여시 25일 소요
 - Replay장 (16:00~22:45, 6시간 45분) → 정규장 포함 일평균 5시간 참여시 10일 소요

▶ 이용자 현황

- 2019년 5월말 현재 (2014년 12월 이후)
 - 모의거래 참가자 35,554명
 - 모의거래 이수자 27,230명 → 잠재적인 파생상품 투자자

파생상품양도세 부과

연도	과세 내용
2012년	<ul style="list-style-type: none"> KOSPI200 선물 및 옵션에 대한 거래세 세법 개정안 제출 → 법안 미상정
2014년	<ul style="list-style-type: none"> 소득세법 개정, 파생상품 자본차익에 양도소득세 과세근거 마련 기본세율 20% 및 탄력세율 적용가능, 250만원 기본 소득공제, 2년 유예(2016년부터 부과)
2016년 (양도세 부과시행)	<ul style="list-style-type: none"> 과세대상: KOSPI200선물/옵션(미니 포함), 해외 파생상품(야간 KOSPI200옵션 포함), FX마진거래 내용: 탄력세율 5% 적용, 국내외 손익 별도과세 (국내외 각각 250만원 기본공제)
2017년	<ul style="list-style-type: none"> 과세대상: 2016년 과세대상 + KOSPI200 ELW 내용: 탄력세율 5% 적용
2018년	<ul style="list-style-type: none"> 과세대상: 2017년 과세대상 내용: 탄력세율 10% 적용, 국내외 양도손익 통산(국내외 합산 250만원 기본공제)
2019년	<ul style="list-style-type: none"> 과세대상: 2018년 과세대상 + KOSDAQ150선물 등 장내외 모든 주가지수연계 파생상품 내용: 탄력세율 10% 적용, 국내외 양도손익 통산(국내외 합산 250만원 기본공제)

자료: 기획재정부, 삼성증권 정리

파생상품양도세 신고현황 (2016년)

▶ 2016년, 파생상품 양도소득세율 5% 최초 적용

- KOSPI200 선물/옵션 (미니 KOSPI200 선물/옵션 포함), 해외 장내 파생상품 (야간 KOSPI200옵션 포함)
- 탄력세율 5% 적용
- 신고건수 8,012건, 결정세액 391억원 (※ 양도차익 100억원 초과자 2명, 양도세액 168억원)

2016년 파생상품 양도소득세 확정신고 현황 (양도차익규모별)

양도차익 규모별 (백만원)	신고건수	양도가액	취득가액	필요경비	양도차익	건당 양도차익*	결정세액
5천만원 이하	6,444	129,807,772	129,697,030	17,704	93,038	14	3,847
1억 이하	745	52,356,238	52,298,183	5,597	52,458	70	2,530
2억 이하	415	57,812,144	57,748,945	5,667	57,533	138	2,825
3억 이하	150	34,435,681	34,396,491	2,344	36,846	245	1,824
5억 이하	120	21,881,867	21,833,952	2,606	45,309	377	2,250
10억 이하	80	13,030,919	12,973,273	2,215	55,431	693	2,761
20억 이하	36	47,131,152	47,079,551	3,416	48,185	1,338	2,405
30억 이하	8	6,507,781	6,488,497	174	19,110	2,388	955
50억 이하	8	24,222,481	24,192,267	949	29,265	3,658	1,462
100억 이하	4	5,098,129	5,068,741	519	28,869	7,217	1,443
100억 초과	2	18,383,631	18,045,228	1,161	337,242	168,621	16,862
합계	8,012	410,667,795	409,822,159	42,351	803,285	100*	39,164

참고: * 전체 양도차익 / 전체 신고건수
 자료: 국세청

파생상품양도세 신고현황 (2017년)

▶ 2017년, 파생상품 양도소득세율 5% 적용

- 2016년 과세대상 품목 + KOSPI200 ELW (탄력세율 5% 적용)
- 2016년 대비 신고건수 감소 & 결정세액 증가
- 전체 양도차익 531억원 (※ 양도차익 100억원 초과자 5명, 양도세액 330억원)

2017년 파생상품 양도소득세 확정신고 현황 (양도차익규모별)

양도차익 규모별 (백만원)	신고건수	양도가액	취득가액	필요경비	양도차익	과세표준	결정세액
5천만원 이하	3,515	96,366,532	96,267,707	45,553	53,272	44,502	2,225
1억 이하	540	45,541,671	45,498,154	5,371	38,146	36,796	1,840
2억 이하	318	49,796,203	49,735,923	15,950	44,330	43,538	2,177
3억 이하	116	32,215,624	32,184,679	2,762	28,183	27,893	1,395
5억 이하	75	25,552,015	25,520,934	2,394	28,688	28,500	1,425
10억 이하	80	67,183,768	67,121,973	4,202	57,593	57,393	2,870
20억 이하	26	24,625,402	24,586,505	2,096	36,802	36,737	1,837
30억 이하	10	26,386,394	26,360,348	1,812	24,235	24,210	1,210
50억 이하	11	8,009,251	7,969,776	666	38,809	38,781	1,939
100억 이하	8	58,912,801	58,845,813	4,064	62,923	62,903	3,145
100억 초과	5	49,956,104	49,293,100	2,243	660,761	660,748	33,037
합계	4,704	484,545,765	483,384,911	87,113	1,073,741	1,062,000	53,100

자료: 국세청

파생상품 양도세 부과, Check Points

▶ 양도세 민감한 투자자는 고수익 거래자

- '17년 양도차익 5천만원 이하 투자자, 1인당 평균 63만원 양도세 납부
vs 양도차익 100억원 이상 투자자, 1인당 평균 66억원 양도세 납부
- 양도세 부과로 인한 개인투자자의 파생상품시장 진입제약 우려는 과장된 선입견

▶ 양극화: 소액 투자자의 감소 vs 대형 투자자의 증가

파생상품 양도차익	양도차익 5천만원 이하		양도차익 10억원 초과	
	신고건수	양도가액 비중	신고건수	양도가액 비중
2016년	6,444건	31.6%	58건	24.7%
2017년	3,515건	19.9%	60건	34.6%
변동	△2,929건	△11.7%pt	+2건	+9.9%pt

▶ 변동성 완화국면(2017년)에서 양도차익 증가

- VKOSPI(변동성지수), 2016년 일평균 13.5% → 2017년 12.4%
- '17년 주식시장의 추세적 상승국면에서 파생상품 양도차익 규모 증가

※ '18년 변동성 확대 및 탄력세율 인상(5 → 10%) 구간에서 개인투자자의 양도세 징수현황 점검 필요

- 변동성 확대국면('18년)에서 개인투자자의 파생상품 위험관리능력 검증 가능
- 세율 인상에 따른 투자자 이탈여부 검증 가능

개인 전문투자자 제도개선, 파급력 크다

▶ 개인 전문투자자, 파생상품 거래규제 대부분 배제

- 적합성, 적정성, 설명의무 비적용 (= 기본 투자자 보호장치 면제)
- 장내파생상품의 사전교육 및 모의거래 이수면제, 최소 기본예탁금 적용
 - ※ '19년5월 “파생상품시장 발전방안” 중, “전문투자자, 기본예탁금 징수대상에서 제외” 방침
- 장외파생상품, 위험회피 이외에도 거래가능

▶ '19년 1월, 개인전문투자자의 범위확대

- 소득/자산요건
 - 투자경험, 금융투자자산 보유잔고 5천만원 이상 (기존 5억원)
 - 손실감내, 부부합산 1.5억원 연소득 또는 금융자산 5억원 이상(기존 총자산 10억원)
- Or 전문지식 보유자 (요건 신설)
 - 금융관련 전문지식 보유자(변호사/회계사, 투자운용인력자격 등), 금융투자업 종사자 등
 - 투자경험(금융투자상품 5천만원 이상) 조건 충족시
- 금융투자업자가 등록 (기존 금융투자협회에 직접 등록)

▶ 기대효과 (금융위)

- 2017년말 현재 1,950여명 전문투자자 등록
- 제도개선으로 37~39만명 전문투자자 등록 가능

개인투자자, 파생시장 복귀여부

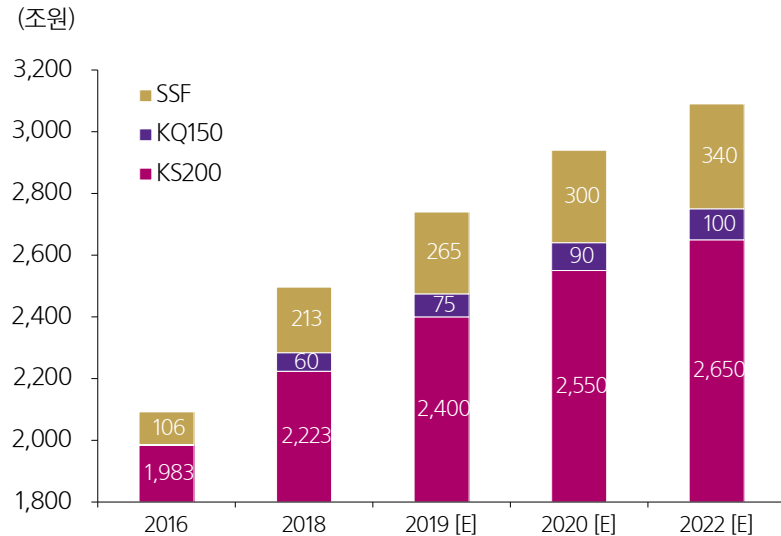
▶ 주식파생시장 성장동인으로서 개인투자자의 등장

- 진입규제 완화와 Weekly옵션 상장으로 개인투자자 참여도 증가
- 단, 경쟁 상품(레버리지 ETP, 해외파생상품)의 존재로 개인투자자의 참여는 완만한 성장 예상

▶ 신생시장(개별주식선물, KOSDAQ150선물, Weekly옵션)에서 개인투자자 참여 돋보일 것

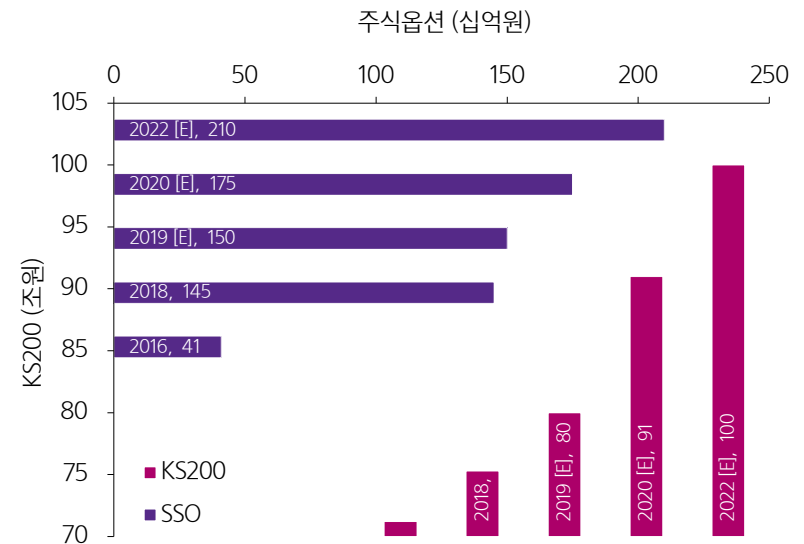
▶ 달러선물 등 해외투자자와 직결된 파생상품시장에 대한 개인투자자 진입 활발해질 것

주식관련 선물시장 개인투자자 거래규모 전망



자료: KRX, 삼성증권

주식관련 옵션시장 개인투자자 거래규모 전망



자료: KRX, 삼성증권

개인투자자 참여확대, 파생시장의 유동성 확대 주도

▶ 신생 상품의 유동성 보강

- Weekly옵션, 초단기 수요의 흡수 예상 (ELW 포함)
 - Weekly옵션 활용한 Covered Call 등 옵션활용 상품 부흥가능
 - 월1회 만기일 충격 분산으로 포트폴리오 운용부담 완화
- '18년 → '20년, 개별주식선물 및 KOSDAQ150선물시장에서 개인투자자 거래규모 +30% 증가 전망

▶ 증권거래세 인하, 현선연계 거래기회 확대 계기

- 증권거래세 인하로 차익거래비용 축소 (개별주식선물 및 KOSDAQ150선물 수혜)
- 개인투자자의 시장진입에 따른 가격변동성 확대 가능
 - 차익거래 기회 확대와 가격발견기능 개선 예상

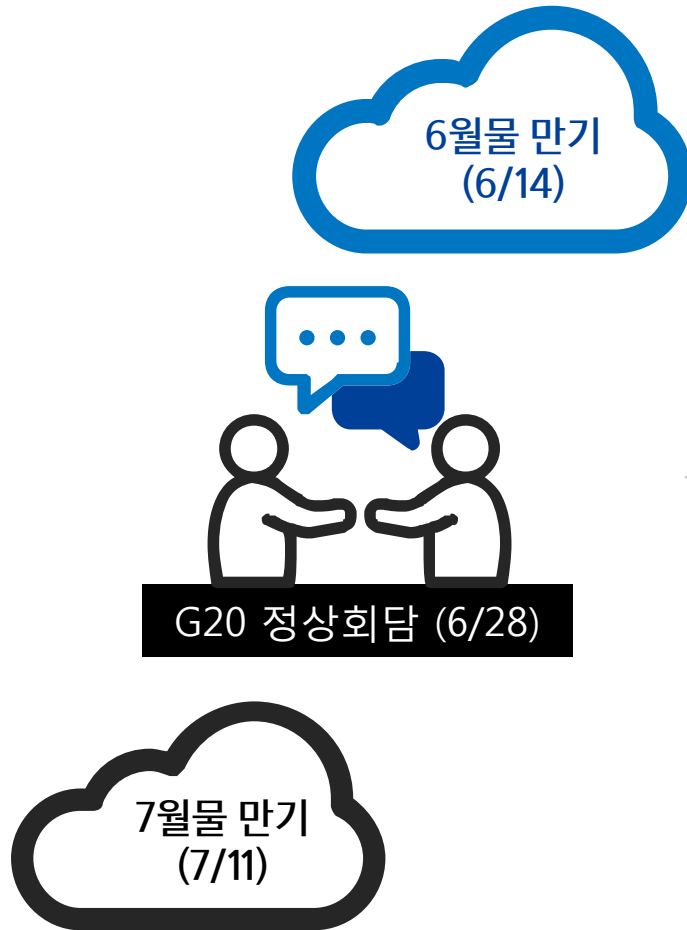
▶ 경쟁상품 유동성의 잠식 or 동반 성장

- 레버리지 ETP의 수요 잠식 or 현선연계 활성화로 유동성 동반증가
 - 개별주식선물 거래확대로 지수형 레버리지/인버스 투자수요 잠식 가능
 - Weekly옵션 활성화와 함께 양매도 ETN 수익성 개선시 현선물 연계거래 기회 확대
 - ※ 양매도 ETN, Weekly 옵션 채택으로 만기(1주일)까지 손실확률 축소 가능



Weekly Options

Weekly Options, 단기 Event Trading 적합



기존 Monthly 옵션 활용시

6월물 만기 직후 7월물 옵션 시간가치 높은 상태

→ 헤지비용, 상대적으로 높음

Event 직전까지 옵션가격의 민감도 둔한 편

→ 실시간 헤지효율 낮음

이벤트 직후 변동성 급등하더라도
만기까지 시간가치 감소를 감안하여
옵션가격의 반응속도는 완만할 수 있어

Weekly 옵션 가능하다면 (6/28일 만기옵션)

이벤트 전후 옵션가격 민감도 극대화

→ 헤지효율/투자수율 높게 대응가능

Weekly Options vs Monthly Options 비교

구분	Weekly Options	Monthly Options
잔존만기	평균 7일	평균 30일
옵션가격	저	고
시간가치	저	고
(헤지비용)	저	고
옵션가격 민감도 (Gamma)	높은 편	낮은 편
시간가치 감소속도 (Theta)	빠른 편	더딘 편

참조: 최근월물, ATM 기준, 고~저는 상대적 개념

Weekly Options의 장단점

Advantage

- 매수자 - 낮은 매입비용
- 매도자 - 시간에 유리
- 다양한 옵션스프레드 전략매매 가능

Disadvantage

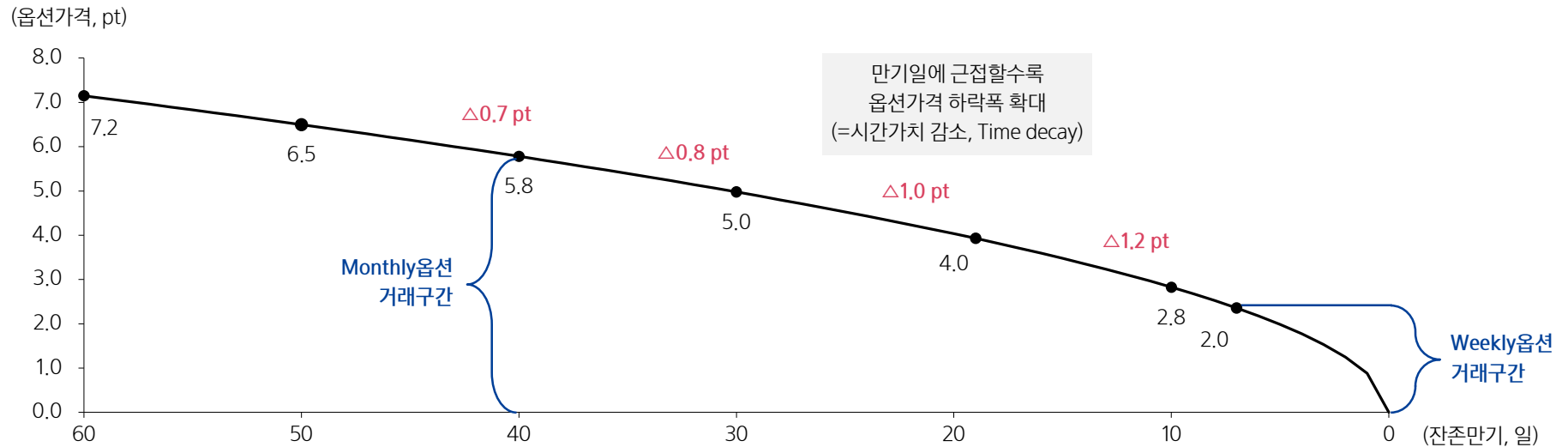
- 매수자 - OTM의 낮은 행사가능성
- 매도자 - 높은 Gamma 위험
- 짧은 거래기간

Weekly Options 특징

▶ Weekly options, 시간가치 감소가 가장 빠른 구간

- 잔존만기가 짧을수록 시간가치 감소폭도 커져
- 만기 10일 이내, 시간가치 감소(Time Decay) 효과가 극적으로 나타나는 구간
- 기존 Monthly옵션에 비해 가격민감도 큰 편 (Gamma효과)

잔존기간별 옵션가격 (시간가치 감소효과)



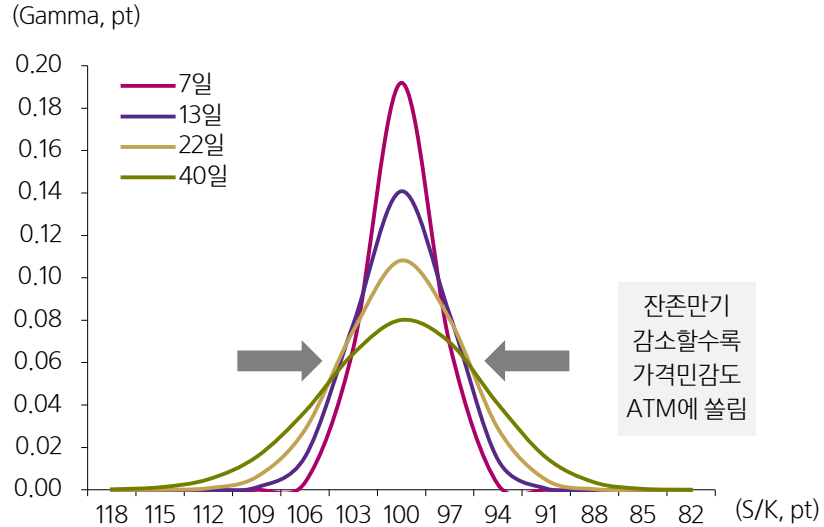
참고: 기초자산-KOSPI200 260.0pt, 행사가격 ATM, 이자율 1.84%, 변동성 16.0%, 배당 0.0%
자료: 삼성증권

Weekly Options 특징

▶ 만기에 근접할 수록 옵션가격의 민감도는 높아져

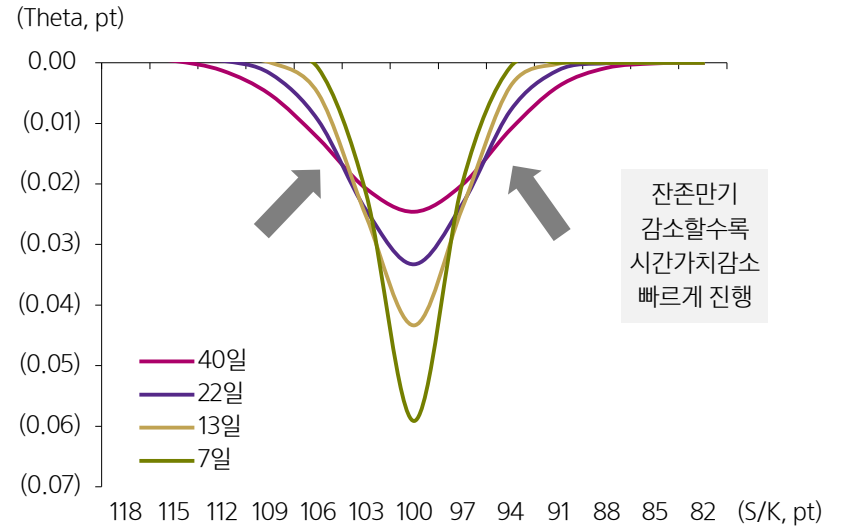
- 잔존만기가 많을수록 옵션가격 반응은 더디게 나타나
- 시간가치 감소, 잔존 만기 줄어들수록 등가격 시간가치 감소폭 커져
- 옵션가격 반응(Gamma), 잔존 만기 줄어들수록 등가격에서 더욱 민감하게 나타나

잔존만기별 Call옵션 Gamma 추이 (Long 포지션)



참고: 기초자산 100, 행사가격 ATM, 변동성 15%, 이자율 2%, 배당 0%
 자료: 삼성증권

잔존만기별 Call옵션 Theta 추이 (Long 포지션)



참고: 기초자산 100, 행사가격 ATM, 변동성 15%, 이자율 2%, 배당 0%
 자료: 삼성증권

Weekly Options 활용전략

포트폴리오 헤지거래



- 낮은 시간가치로 헤지비용 저렴
- 단기 Event에 대한 최소한의 대응비용

(사례) 현물보유 + Weekly Put 매수로
단기 합성 Call 포트폴리오 구현

Short Vol trading



- 빠른 시간가치 감소를 이용한
옵션매도전략
- 짧은 잔존기간 내 기초자산
변동범위 제한적

(사례) Covered Call/Put,
Long Butterfly, Long Condor

Calendar Spread 거래



- 잔존만기 상이한 옵션월물을
대상으로 스프레드 거래
- 이벤트 전후의 보험용으로 초단기
옵션 활용

(사례) 1st Weekly Short +
3rd Weekly(Monthly) Long,
1st Weekly Long + 2nd Weekly Short

Weekly Options 활용전략

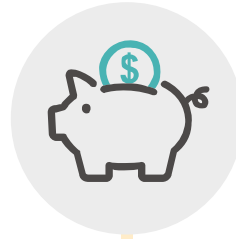
Market Sentiment 추적하기



- 이벤트 앞두고 미결제약정 추이와 Put/Call Ratio 파악
- 투자심리를 통한 시장 trend 추적하기

(사례) Put/Call Ratio 쏠림여부에 따라 단기 트레이딩

Long Vol trading



- 결과를 예측하기 힘든 이벤트에 대한 변동성 매수전략

(사례) Single Option Buy, Long Strangle, Short Butterfly

Low Latency Trading



- 시장 뉴스에 가장 민감하게 반응하는 Weekly Options
- Low Latency Trading (Options HFT) 거래전략 적용가능

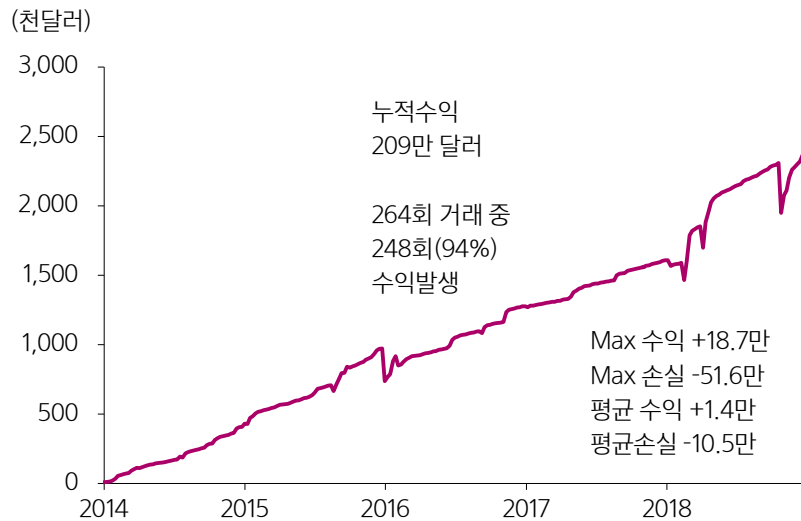
Weekly Options 활용 투자전략 (사례)

▶ Short Straddle(양매도) 전략

- Weekly 옵션 활용, 성공확률 개선
- Monthly 옵션 활용, 수익성 높아

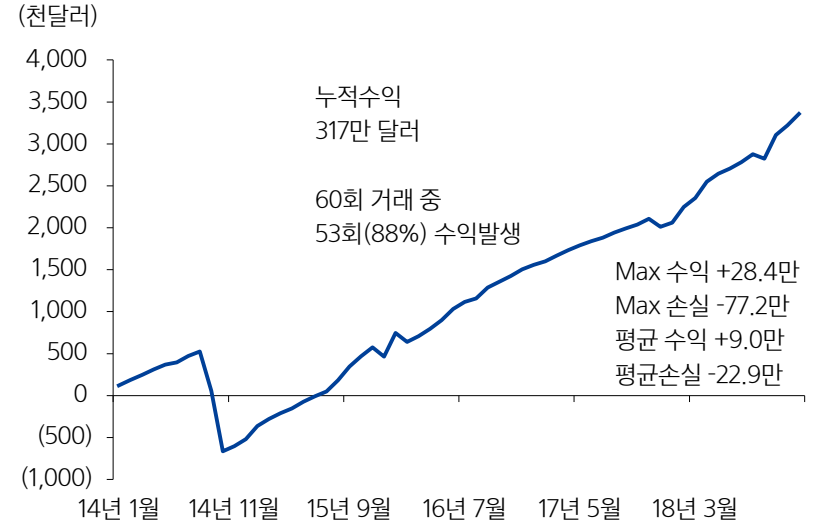
※ 2014.1~2018.12 Short Straddle(Call 105% - Put 95%) 성과 시뮬레이션

Weekly 옵션 활용 Short Straddle



자료: Bloomberg, 삼성증권

Monthly 옵션 활용 Short Straddle



자료: Bloomberg, 삼성증권

Weekly Option 도입시 예상효과

▶ KOSPI200 기존 옵션시장의 유동성 분산 여부

- Mini Options, 유동성 잠식 나타나지 않아 (기존 시장의 '앵커 효과')
- Weekly Options, 초단기 수요 흡수로 기존 옵션 시장의 유동성 분산 가능
 - 기존 Monthly 옵션과 투자자 층의 분할/교차 예상
- 미국 S&P500 옵션시장, 기존 옵션은 정체 but Weekly 옵션은 성장

▶ 개인투자자 진입규제와 맞물려 옵션투자 수요 팽창

- 개인투자자 진입규제와 전문투자자 범위 확대
- ELW시장 잠식 및 레버리지 ETP시장 투자자도 일부 이동 가능
- KOSPI200 옵션시장, '20년 이후 거래규모 연간 10% 이상 성장 기대

▶ 옵션활용 펀드개발 활성화

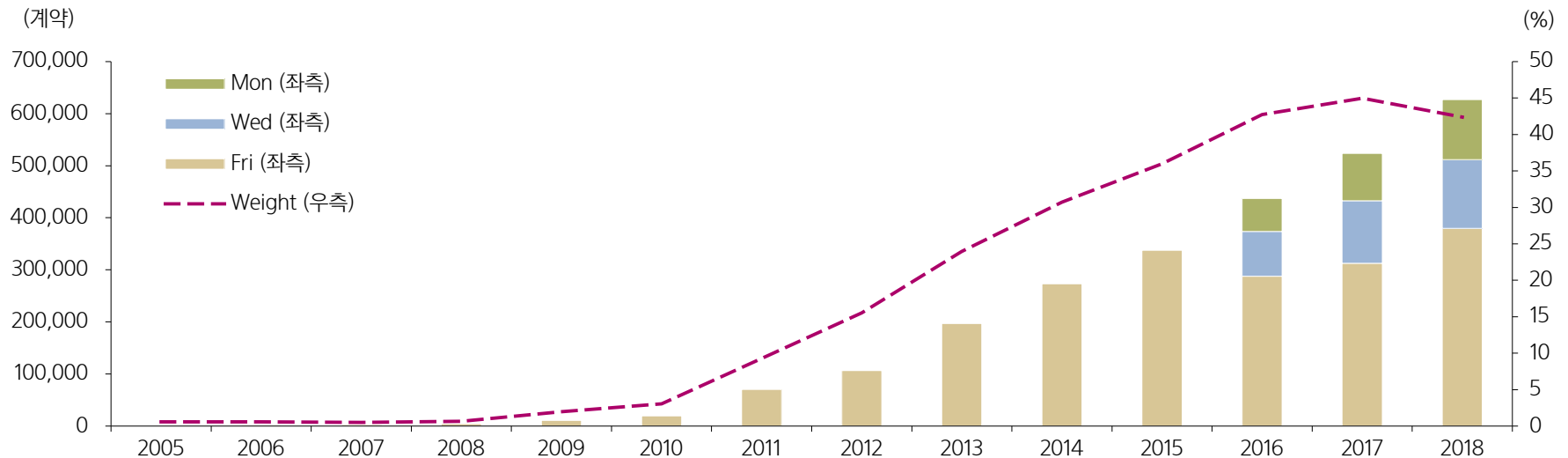
- 양매도 ETN, Covered Call 옵션 등 Weekly 옵션 활용한 펀드 부흥
- Plain Vanilla 옵션 활용 저준위 구조화상품 개발 가능 (Bonus, Boosting, Kicked protection 등)

미국 SPX Weekly Options

▶ S&P500 지수옵션시장의 45% 비중

- 금요일 만기 (2005년 도입), 수요일 / 월요일 만기 (2015년 도입)
- CBOE, Market event에 효과적인 대응(more targeted trading)을 위해 weekly options 도입
- 금융위기 이후 FED meeting, 대기업 실적발표 등에 의한 시장변동성 등락 빈번해져
- 금요일 만기(기존 Monthly Options과 동일) 이외 만기 다양화 목적으로 수요일 / 월요일 만기상품 도입

미국 SPX Weekly Options 연도별 일평균 거래량 추이 및 SPX 전체 옵션거래량 내 비중



자료: CBOE, 삼성증권

CBOE SPX Weekly 옵션 거래제도

	SPX Weekly options	SPX Options
기초자산	좌동	S&P 500 Index
거래승수	좌동	계약당 100달러
호가단위	좌동	3.00pt 이하 - 0.05pt 3.00pt 초과 - 0.10pt
행사가격	좌동	근월물 5.0pt 원월물 25.0pt
결제월	Weekly 1, 2, 4, 5 금요일 옵션: 목요일 상장~차주 목요일 최종거래 수요일 옵션: 화요일 상장~차주 화요일 최종거래 월요일 옵션: 금요일 상장~차주 금요일 최종거래	1개월 단위
만기일	매주 금요일/수요일/월요일	결제월 세번째 금요일
행사방식	좌동	European, 현금결제
최종 결제가격 (exercise-settlement value)	만기일 S&P500 정규장 종가 (PM)	만기일 S&P500 시초가 (AM)
거래시간	좌동	정규 08:30~15:15 야간 02:00~08:15

자료: CBOE, 삼성증권 정리

미국 SPX Weekly Options

▶ 만기일 분산

- 매주 월/수/금 만기도래
- 기존 Monthly옵션(세번째 금요일) 이외 Friday/Monday/Wednesday 옵션 거래
- CBOE, S&P500 이외 개별주식과 ETF옵션에도 Weekly옵션 도입

SPX Weekly Options 상장 결제월 및 만기일 (5월30일 현재)

	Last Weekly 5	Weekly 1	Weekly 2	Monthly	Weekly 4	Next Weekly 1	Next Weekly 2	Next Monthly	Next Weekly 4
Monthly				6/21				7/18	
금요일 만기옵션	5/31	6/07	6/14		6/28	7/05	7/12		
월요일 만기옵션		6/03	6/10	6/17	6/24	7/01	7/08		
수요일 만기옵션		6/05	6/12	6/19	6/26	7/03			

자료: CBOE, 삼성증권

미국 SPX Weekly Options

SPX Options 6월물 상장옵션 (만기일별) 시세표 (5월말 종가 S&P500 2752.06pt)

	6/03	6/05	6/07	6/10	6/12	6/14	6/17	6/19	6/21 (monthly)	6/24	6/26	6/28
Call (행사가격)												
2745.00 (ITM)	17.80	26.40	32.70	38.00	37.91	40.67	44.00	-	45.70	-	-	60.10
2750.00	15.21	23.60	29.17	31.88	34.71	37.94	-	-	47.98	49.50	-	54.16
2755.00	12.10	21.75	26.10	28.63	32.10	36.32	38.82	-	42.30	-	-	51.75
2760.00 (OTM)	10.00	17.65	23.20	26.03	30.53	33.30	36.60	39.20	45.80	42.90	48.80	50.70
Put (행사가격)												
2745.00 (OTM)	11.73	20.45	26.10	25.25	31.51	35.57	37.25	35.70	44.70	40.80	47.80	48.60
2750.00	13.68	21.85	27.57	28.05	33.87	37.45	37.75	42.30	44.55	41.89	46.98	52.18
2755.00	16.52	23.60	29.96	31.80	35.95	38.40	39.85	42.08	47.30	42.80	48.40	53.60
2760.00 (ITM)	19.15	21.60	32.70	34.30	37.47	40.75	44.00	43.85	45.70	48.20	53.00	55.60

자료: CBOE, 삼성증권



파생상품시장 발전방안: 기타

파생상품 상장체계 개선 → 신상품 개발 촉진

▶ '상품 제안신청' 제도도입

- 시장 참여자의 자발적인 상품개발 요청제안
- 거래소의 적격검증보고서(법규 적합성, 상품리스크 관리절차 등) 작성시 신상품 상장가능
- 기존 Positive 상장 프로세스를 Negative 시스템으로 전환

▶ 투자가능 상품의 획기적인 확대 기대

- 한국, 거래가능한 장내파생상품 빈약
 - 한국 13개, 미국 1215개, 영국 195개, 일본 93개, 홍콩 45개
- 상품 제안신청제도 정착시 거래가능 상품 Universe 급증 기대
 - 주식: 해외지수, 전략지수, 업종지수, 개별주식 (ETF 포함)
 - 채권: 단기, 초장기 국채선물, Mini 상품
 - 통화: Cross FX (엔/달러, 유로/달러 등)
 - 해외상품 교차상장 등

파생상품 개발 활성화 여건개선 → 시장지수 개발의 무한경쟁

▶ (방안) 시세정보 접근성·활용도 제고

- 거래소의 시세정보 제공 대상과 제공시기 등을 명문화
- 거래소의 시세정보 계약방식 다양화
- 지수관련 상품개발 활성화 (인센티브 제공, 소유권 인정 등)

▶ (기대효과) 지수개발업자의 경쟁력 확충 계기

- 기존 거래소 지수 대비 경쟁력있는 대안지수 출현 가능
 - KRX300 vs Prime Index
 - 지수 방법론의 선진화로 상품성 높은 대안지수 개발 가능
- 금융투자업자의 지수개발 능력 제고
 - 자체 전략지수 개발과 상품화를 통한 수익모델 창출
 - ETP 또는 파생결합증권의 기초자산 활용도 증가
- Passive 운용업계의 2차 주도권 쟁탈전 촉발 계기
 - 1차, ETF 등장으로 기존 Index Fund와 ETF의 주도권 경쟁
 - 2차, 운용상품(Fund 등)과 운용전략(Index)의 주도권 쟁탈전

시장조성기능 확충

▶ (방안) 시장조성대상 확대와 인센티브 증액

- 최근월물 이외 차근월물까지 시장조성대상 확대
- 저유동성 상품에 대한 시장조성대가 증액 (기본+추가)
- 코스닥 상품의 시장조성기능 강화

▶ (기대효과) 유동성 제공영역 확대

- 차근월물까지 시장조성기능 확대
 - 중장기 상품을 이용한 헤지 및 전략적 포지션 구축에 유리
 - 파생상품의 가격발견기능 제고
- 주식옵션 등 저유동성 상품의 유동성 확충 기대
 - 성장잠재력 큰 개별주식옵션에 대한 시장조성기능 확충시 투자자 진입 용이
 - 신규상품 또는 저유동성 파생상품에 대한 시장조성자 참여 증진
- 코스닥 관련 신상품 개발 촉진
 - KOSDAQ Healthcare 섹터선물 등 투자자 수요 대응할 수 있는 상품개발 가능
 - 시장조성 기능 확충으로 유동성 확보 가능

외국인투자자 편의성 제고

▶ (방안) 알고리즘 계좌개설 확대와 하위 통합계좌 개설허용

- 기존 3개로 한정된 알고리즘 계좌의 개설확대
- 통합계좌('오니버스'계좌)의 하위 통합계좌('오니'의 '오니') 허용 검토

▶ (기대효과) 외국인투자자의 무기가 늘어났다

- 알고리즘 계좌의 추가 확대
 - 최근 HFT 업계, 통합에 따른 대형화 흐름
 - 대형 HFT 회사 내에서 지역별/전략별 경쟁체제 심화: 외국인투자자의 국내 파생상품 접근기회 및 시장간 연계거래 점증 (아시아 역내 Cross-trading 등)
 - 외국계 Low latency 전략의 경쟁 심화 예상
 - 가격발견기능 개선, 이레현상(Flash crash 등) 발생위험 동반증가
- 청산/결제회원의 중요성 부각
 - 대형 청산/결제회원에 대한 외국인투자자의 선호도 높아질 것: 외국계 증권회사의 서울 브랜치 협소화로 국내사 활용도 증가예상
 - 청산/결제회원의 양극화 예상

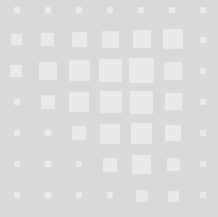
파생결합증권, 기초자산의 확산

▶ (방안) 공모 파생결합증권의 기초자산 활용범위 확대

- 대표 주가지수에 한정된 ELS 발행으로 특정 시장에 대한 쏠림현상 가속화
- 전략형 지수(Low Vol Index)의 기초자산 활용 허용
- 기초자산의 다양화로 파생결합증권시장의 시스템위험 가능성 완화

▶ (기대효과) Passive에 이어 구조화상품까지 Active를 넘본다

- 전략형지수, Rule based index (소위 'Smart Beta')
 - Passive(ETF 포함)의 영역에 구조화상품까지 진입
- Active 영역을 잠식할 수 있는 기회
 - Active, 기대수익의 불명확과 상대적으로 높은 비용
 - Passive, 낮은 비용 but 가격리스크 노출
 - 파생결합증권, 약정된 수익구조 제공
- 전략형지수, 파생결합증권의 신성장동력 예상
 - 전략형지수의 헤지가능 여부(파생상품, ETF 등 관련상품 존재여부)가 관건
 - 기존, 수익구조(Step-down)에서 파생결합증권의 경쟁력 확보
 - 향후, 전략형지수를 통해 '중위험/중수익' 구조의 신종 파생결합증권 개발 가능



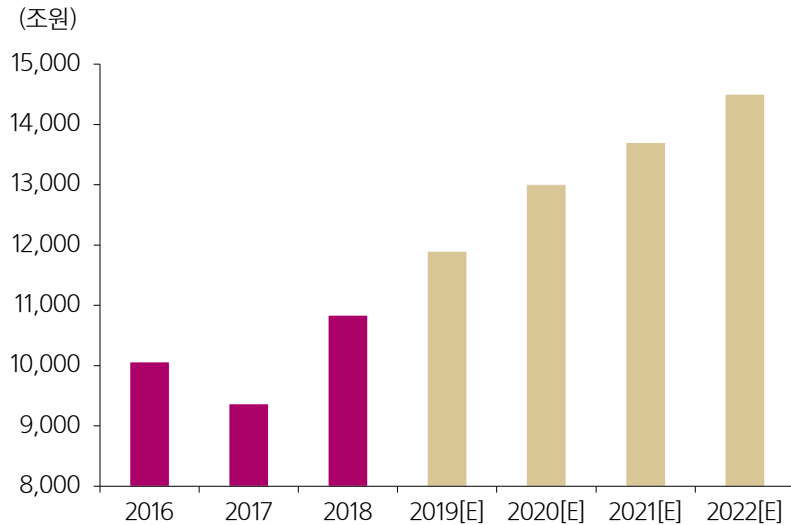
파생상품시장 발전방안: Quantum Jump를 준비하다

혁신과 대기수요가 Quantum Jump를 마중하다

▶ 규제우위에서 혁신동력으로 시각 변화

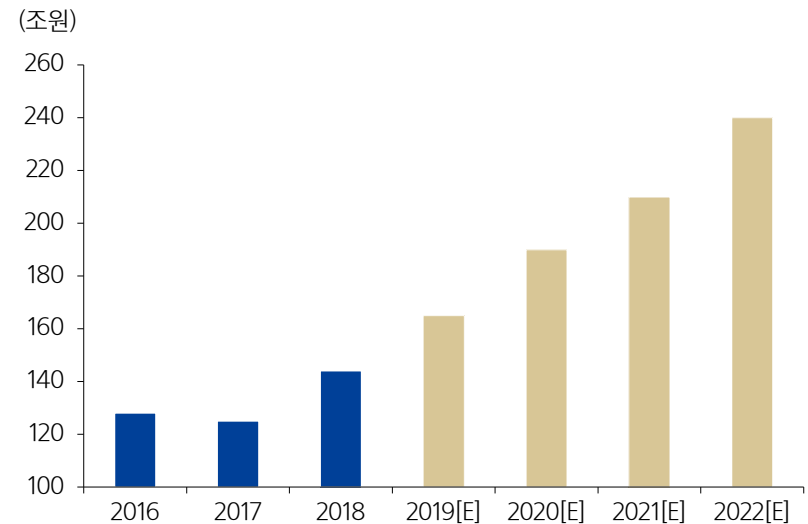
- '파생상품시장 발전방안', 유동성 확충과 혁신상품 개발의 동기부여
 - 참여할 수 있는 시장의 확대로 투자자 수요를 충족할 것
 - Quantum Jump를 위해 'Weekly Options'의 성공여부가 중요 (마중물)
- KRX 파생상품, '18년 대비 '22년 시장규모 CAGR +10% 성장 기대

KRX 선물상품 시장규모 전망 (거래대금 기준)



자료: KRX, 삼성증권

KRX 옵션상품 시장규모 전망 (거래대금 기준)



자료: KRX, 삼성증권

Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.



삼성증권주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터

02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

[samsung POP.com](http://samsungPOP.com)

신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.