iM증권 리서치본부 투자전략부

[디지털 자산]

가상자산 약세 배경과 MSTR 자금조달 지속성 점검

iM증권

2025.11.21

[디지털 자산]
양현경 2122-9213
beebee2724@imfnsec.com

SUMMARY

가상자산 약세 배경: 올해 가상자산 시장을 견인했던 5가지 축의 제약

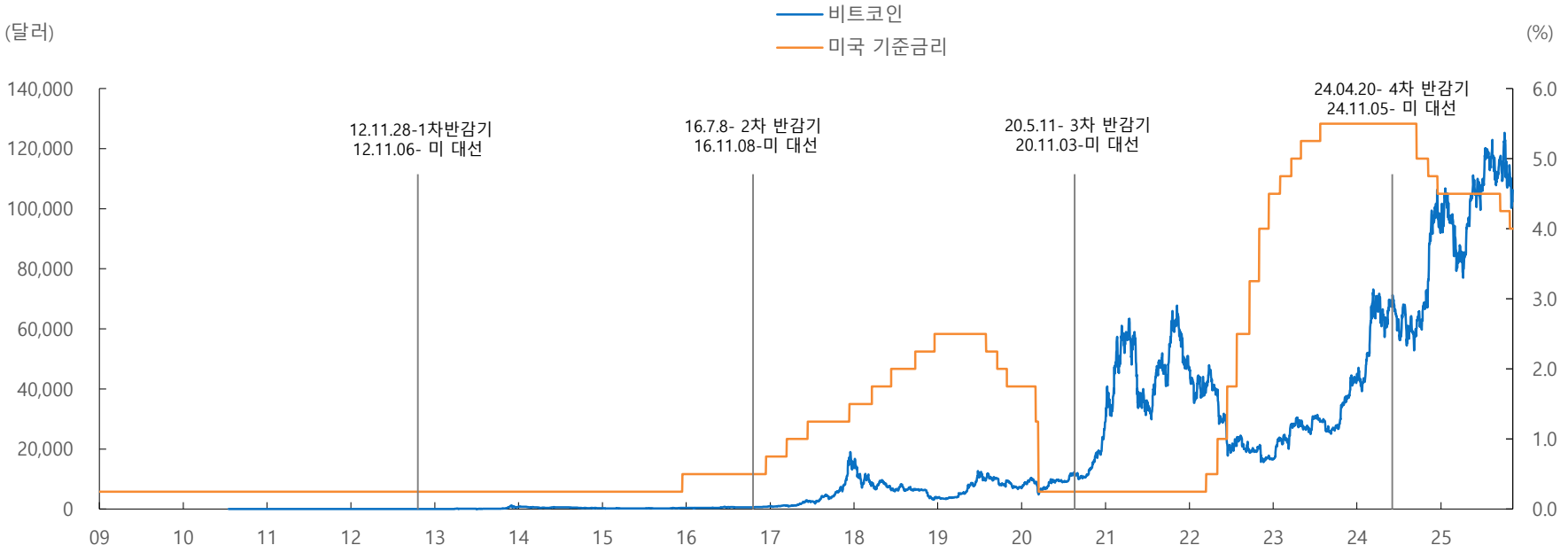
올해 가상자산 시장을 견인했던 5가지 축		제약 요인
비트코인 반감기 효과	가상자산은 통상 비트코인 반감기 이후 1년~1년 6개월 사이에 최고점을 경신하고 조정국면에 진입	비트코인 반감기 사이클 약세 국면 진입
트럼프 대통령 친가상자산 정책	트럼프 대통령 친가상자산 정책 지지, 가상자산 친화적인 인사 등용 가상자산 3법(GENIUS Act, Anti CBDC surveillance state Act , Clarity Act) 추진	트럼프 조기 레임덕 우려 확대
DAT 기업들의 적극적인 매수세	Strategy, Bitmine 등 가상자산 재무전략 추진하는 기업들의 매수세 증가	DAT 재정건전성 우려 확대
유동성 확대	주요국 금리 인하와 더불어 미국 9월 FOMC 기준금리 인하 기대감 → 유동성 확대	미국 12월 금리인하 불확실성 ↑
달러 약세	미국 관세발 재정리스크 확대되며 달러 약세, 상반기 달러 인덱스 -10.8% 하락	달러 강세

자료: iM증권 리서치본부

비트코인 반감기 사이클 약세 국면 진입

- 비트코인 반감기 사이클 측면에서 '조정 국면 진입에 대한 내러티브' 또한 확산되고 있음. 가상자산은 통상 비트코인 반감기 이후 1년~1년 6개월 사이에 최고점을 경신하고 조정국면에 진입하는 모습이 나타남. 이는 1차 반감기, 2차 반감기 그리고 3차 반감기 모두 동일하게 나타난 현상임
- 4차 반감기가 지난 2024.04.20일이었다는 점을 감안한다면 현재 가상자산 시장이 조정국면에 진입했다고 볼 수 있음

비트코인 반감기와 미 대선 일정, 반감기 사이클상 Crypto Winter 가능성도 존재



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

1차 반감기 비트코인 가격 상승률

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

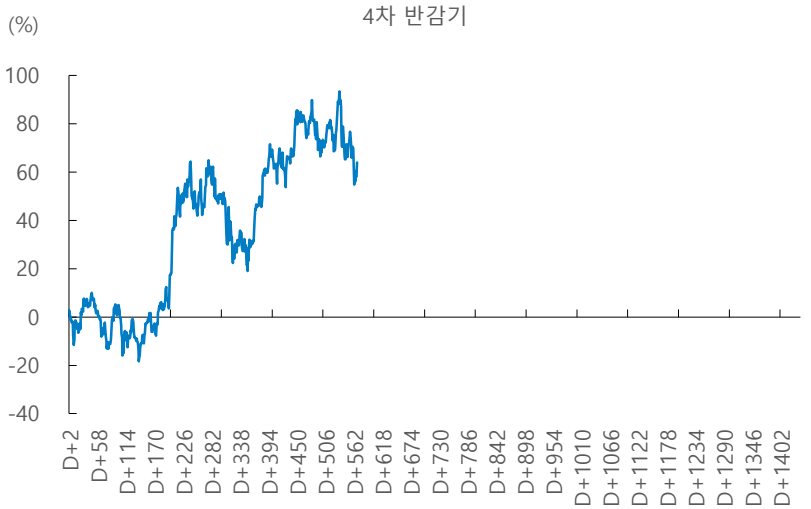
2차 반감기 비트코인 가격 상승률

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

3차 반감기 비트코인 가격 상승률

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

4차 반감기 비트코인 가격 상승률



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 정부 셧다운 여파로 단기자금시장의 유동성 경색 발생

- 미 연방정부 셧다운 장기화가 단기자금시장의 유동성 축소를 유발. 일반적으로 연방정부 셧다운이 발생할 경우, 정부는 재정 집행 및 공공 서비스 운영을 축소하는 반면 국채 발행, 세금, 관세 징수와 같은 정부의 자금 유입은 셧다운과 관계없이 지속되면서 재무부 일반계정(TGA)의 잔고가 빠르게 증가하는 경향이 나타남

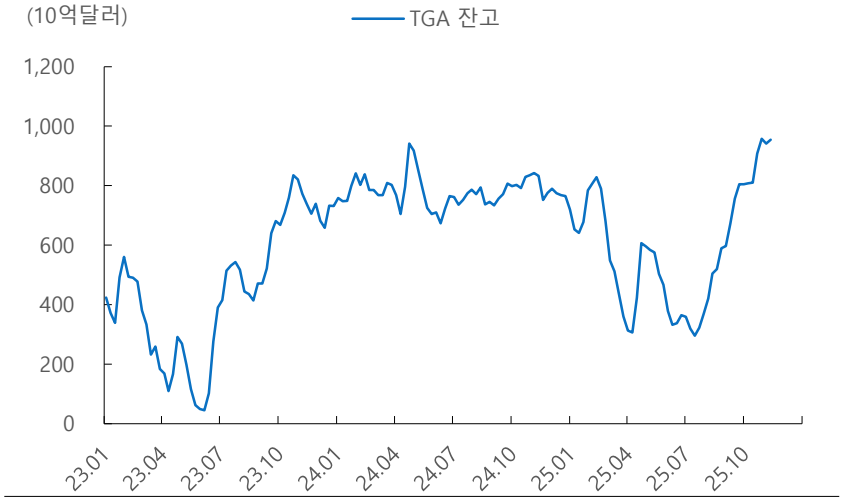
- 실제로 최근 TGA잔고는 10월 중 9,400억달러로 급등하면서 시중의 단기 유동성을 실질적으로 흡수하는 역할을 했음

미 연방정부 셧다운 43일만에 공식 종료되며 최장 기간 기록

날짜	셧다운 일수
1981-11-20	2
1982-09-30	1
1982-12-17	3
1983-11-10	3
1984-09-30	2
1984-10-03	1
1986-10-16	1
1987-12-18	1
1990-10-05	3
1995-11-13	5
1995-12-15	21
2013-09-30	16
2018-01-19	3
2018-02-09	1
2018-12-22	35
2025-10-01	43

자료 : 연합뉴스, iM증권 리서치본부

미 연방정부 폐쇄로 TGA 잔고 급증, 단기 자금시장 경색달러화 강세 압력으로 작용

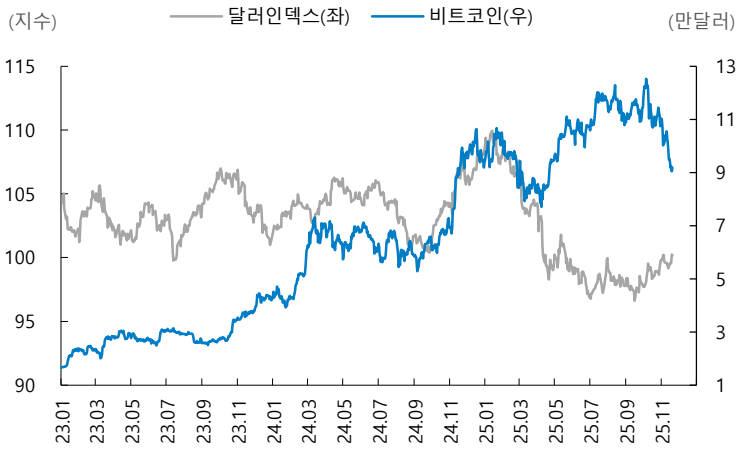


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

달러 강세 → 포트폴리오 위험축소(De-risking) 움직임이 강화

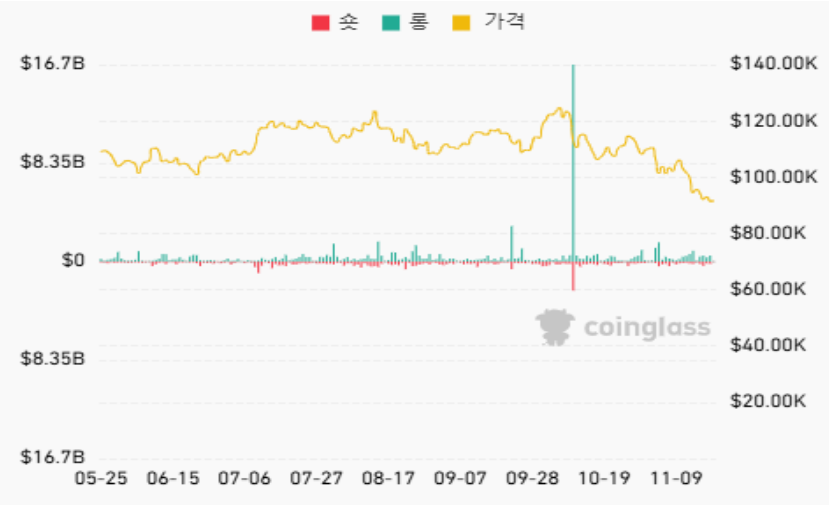
- 이외에도 단기자금시장의 유동성 경색은 달러 수요 증가로 이어져 달러 강세 압력으로 작용함. 문제는 달러 강세환경 하에서 가상자산 시장은 구조적으로 약세 압력이 커짐
- 가상자산이 현금흐름 기반 자산이 아닌 글로벌 유동성 및 내러티브 기반 자산이므로 '미국 단기자금시장 경색→ 달러 강세→ 글로벌 유동성 축소→ 위험자산 디레버리징' 과정에서 가상자산 시장은 약세를 보이게 됨
- 특히, 달러 강세 영향으로 투자자들의 포트폴리오 위험축소(De-risking) 움직임이 강화되었으며 이 과정에서 주요 가상자산뿐만 아니라 알트코인 전반으로 매도압력이 파급됨
- 여기에 10월 10일 발생한 191.5억달러의 대규모 가상자산 청산은 시장 변동성을 일시적으로 확대시키며 가상자산 시장의 투심을 위축시켰음

관세 부과 이후, 달러와 비트코인의 디커플링 지속. 달러화강세 및 단기자금 시장 경색으로 가상자산 시장 약세



자료 : Bloomberg. iM증권 리서치본부

10.10일 191.5억달러 대규모 가상자산 청산 발생

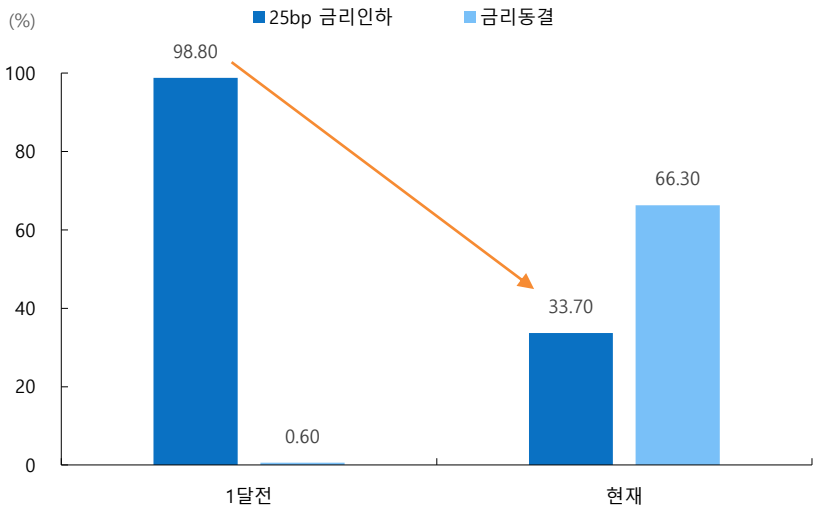


자료 : Coinglass, iM증권 리서치본부

12월 금리인하 기대감 축소

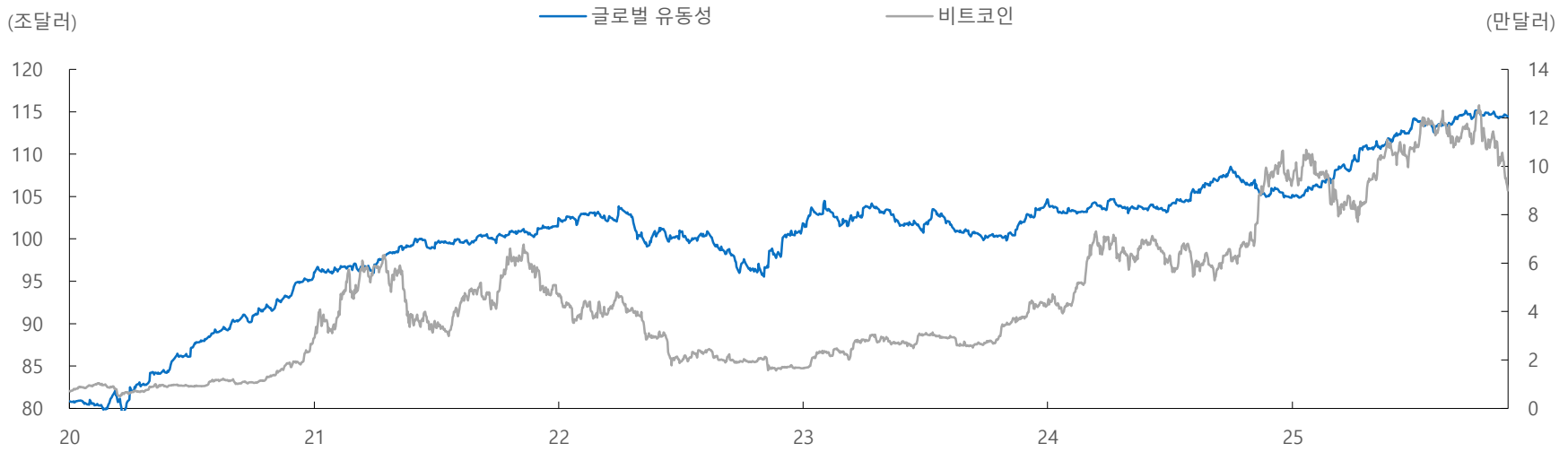
- 베스 해맥 클리블랜드 연은 총재는 “인플레이션 목표 수준으로 되돌리기 위해 통화정책을 긴축적인 수준으로 유지할 필요가 있다.”라고 언급
- 무살렘 연은 총재 등 미 연준들이 잇따라 매파적인 입장 보이는 상황. 이에 시장에서12월 추가 금리인하 기대감 축소
- CME 페드워치툴의 12월 FOMC 금리인하 가능성이 한달 전(98.9%)보다 33.7%로 크게 하락함
- 글로벌 유동성 Proxy가 상반기 상승세를 보이다가 최근 상승세를 멈춘 모습을 보인 점도 가상자산에는 상승 제약 요인임

12월 금리인하 가능성 전월 대비 축소(98.9%→ 33.7%로 하락)



자료 : CME Fedwatch tool, iM증권 리서치본부

글로벌 유동성 Proxy와 비트코인 가격 추이

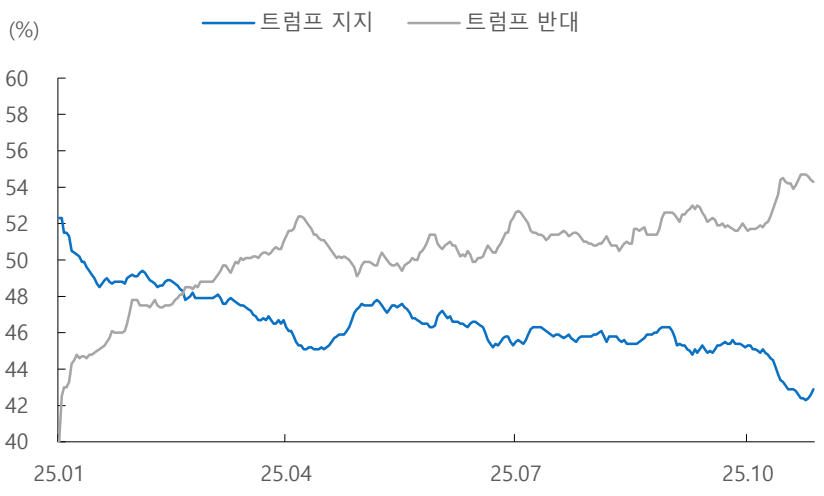


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

트럼프, 미국을 가상자산 수도로 만들겠다

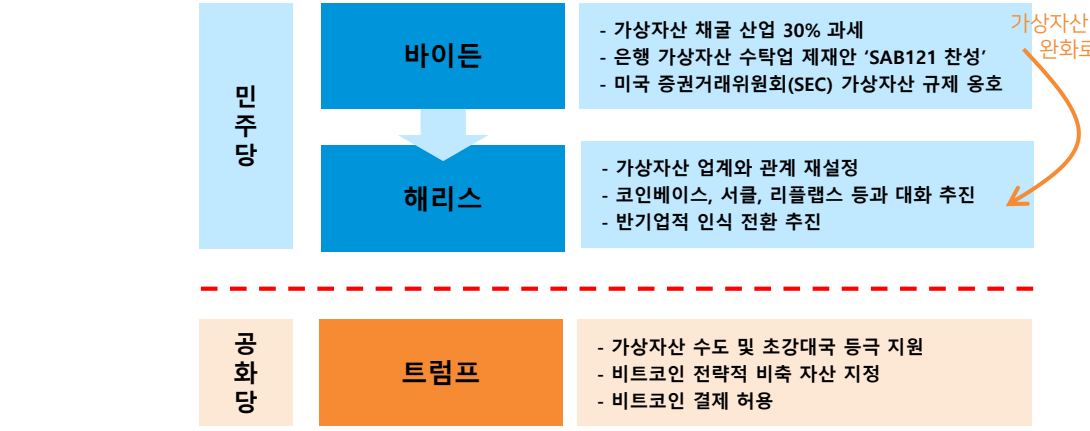
- 이외에도 최근 트럼프 대통령의 국정 지지율이 큰 폭으로 하락하여 트럼프 대통령의 조기 레임덕 우려가 확산되고 있는 상황임
- 로이터 통신에 따르면 트럼프 대통령의 집권 2기 행정부 출범 당시 지지율 47%보다 9%p 하락한 38% 기록
- 24년부터 시작된 가상자산 강세장은 '4차 반감기+트럼프 효과'였다는 점을 감안한다면 트럼프 대통령의 조기 레임덕 우려는 향후 가상자산 시장의 방향성을 불확실하게 만드는 요소임
- 특히 과거 민주당 및 바이든 행정부는 가상자산에 친화적인 모습이 아니었기에 향후 트럼프 이후의 가상자산 규제 방향을 예측하기 어려운 상황

블룸버그 트럼프 지지율은 52%에서 42%로 하락했다고 보고 있음



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

트럼프가 친가상자산 정책을 내세우면서 가상자산 투자자들의 표심 획득



자료 : iM증권 리서치본부

트럼프 2.0 행정부 가상자산에 친화적인 인물들로 구성

트럼프 주요 공약
조 바이든 행정부 체제의 암호화폐 규제 완화
'암호화폐 반대' 게리 겐슬러 SEC 의장 해임
백악관 내 암호화폐 부서(대통령 소속 자문위원회) 신설
비트코인 전략 비축 자산화, 암호화폐 채굴업 지원
미국, 세계 암호화폐 및 비트코인의 수도로 건설

가상화폐 친화적인 인선

자료 : iM증권 리서치본부

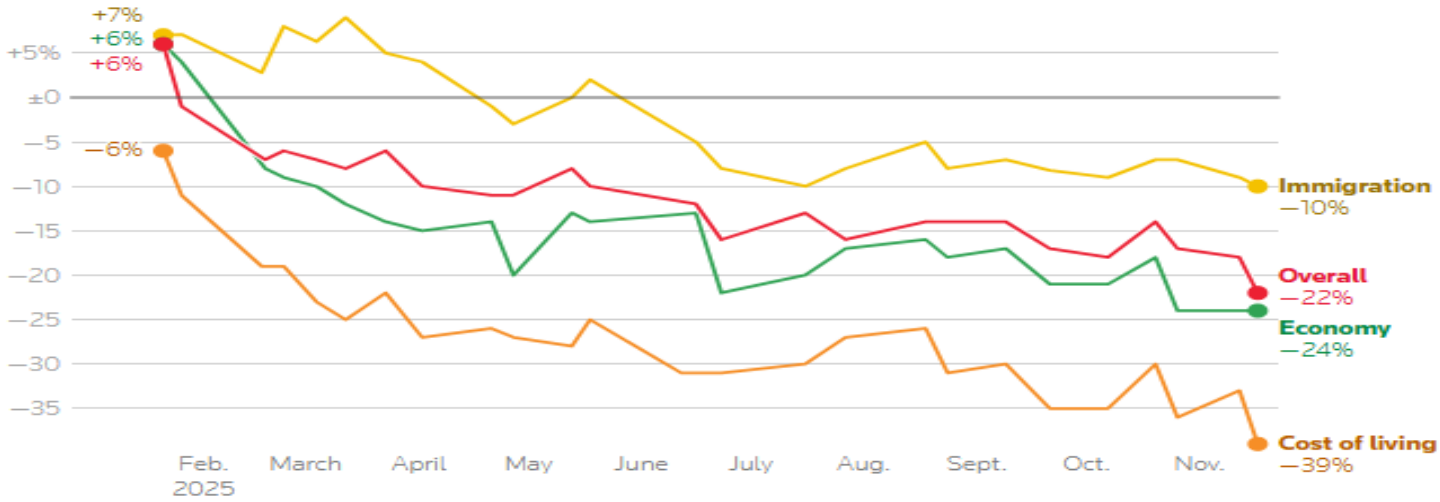
트럼프 대통령의 조기 레임덕 우려 확대

- 트럼프 대통령의 국정 지지율이 하락한 배경으로는 미국인들의 높은 생활비 문제와 성범죄자 제프리 앱스타인에 대한 수사 대응 방식에 불만이 존재하기 때문임
- 이외에도 의료비 문제로 민주당, 유권자, 공화당 내부 분열이 발생하고 있는 상황임

제프리 앱스타인에 대한 수사 대응 방식에 불만 증가

자료 : YTN, iM증권 리서치본부

트럼프 대통령의 국정 지지율이 하락한 배경으로는 미국인들의 높은 생활비 문제 때문임



자료 : 로이터, iM증권 리서치본부

트럼프 대통령의 조기 레임덕 우려 확대

- 지난 11.4일 뉴욕, 버지니아, 뉴저지 등 지방선거에서 민주당 승리와 함께 연방정부 셧다운 문제로 공화당 내부에서 균열이 발생하면서 트럼프 대통령의 조기 레임덕 우려가 확대되고 있음
- 특히, 1982년 레이건 행정부부터 바이든 행정부까지 역대 중간선거에서 여당이 하원을 장악한 사례는 2002년 한차례 밖에 없음을 감안한다면 26.11월 중간선거를 앞두고 트럼프 대통령의 조기 레임덕 우려가 확대될 수 밖에 없는 상황임
- 26년 11월 중간선거를 앞두고 트럼프 대통령의 조기 레임덕 우려가 부각되면서 가상자산 정책 방향성의 불확실성이 확대됨. 이에 가상자산 시장에서 차익실현의 움직임도 나타나고 있음

뉴욕 시장 조란 맘다니 당선, 민주당이 지방선거에서 우세하면서 공화당의 입지가 약화되고 있음을 시사

자료 : 중앙일보, iM증권 리서치본부

여당이 역대 중간선거에서 승리하며 장악한 사례는 80년대 한 차례밖에 없음

선거연도	대통령	하원 과반 정당
1982	레이건1	민주당
1986	레이건2	민주당
1990	부시 시니어	민주당
1994	클린턴1	공화당
1998	클린턴2	공화당
2002	부시 주니어1	공화당
2006	부시 주니어2	민주당
2010	오바마1	공화당
2014	오바마2	공화당
2018	트럼프1	민주당
2022	바이든	공화당
2026	트럼프2	

자료 : iM증권 리서치본부

DAT기업들의 재무건전성과 사업의 지속가능성에 대한 우려가 확대

- 가상자산 시장의 급락에 걱정되는 것은 과도하게 레버리지를 활용해서 가상자산 시장의 상승세를 견인했던 'DAT 기업들의 지속 가능성'임
- Strategy의 mNAV(시가총액/순자산가치)는 2.20배에서 1.25배로 하락하면서 프리미엄이 약화되고 있음
- 최근 가상자산 급락에도 불구하고 Strategy는 비트코인 8,178개를 추가 매수하여 현재 비트코인 보유량은 총 649,870개로 압도적 1위를 기록한 상황임

가상자산 약세에도 불구하고 11.16일 Strategy 비트코인 8,178개 대규모 매입

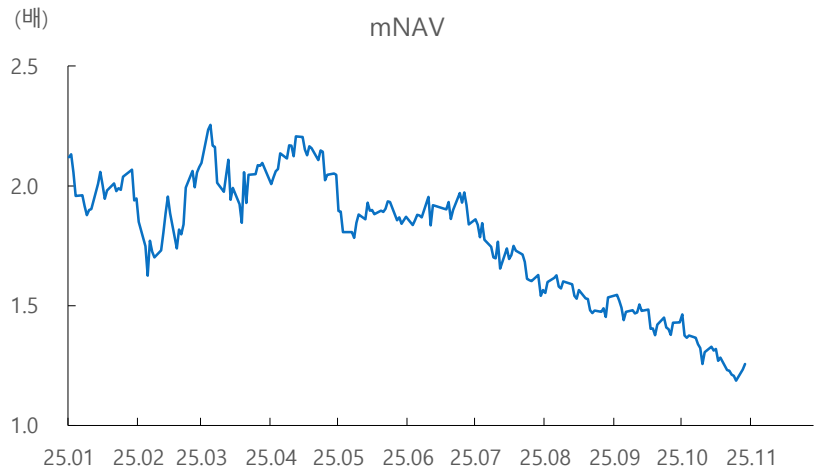
자료 : X(Strategy), iM증권 리서치본부

Strategy 비트코인 보유개수 64.9만개로 압도적 1위 기록

순위	기업명	비트코인 보유 개수
1	Strategy	649,870
2	MARA Holdings	53,250
3	XXI	43,514
4	Metaplanet	30,823
5	Bitcoin Standard Treasury Company	30,021
6	Bullish	24,300
7	Riot Platforms, Inc.	19,324
8	Coinbase Global, Inc.	14,548
9	Hut 8 Mining Corp	13,696
10	CleanSpark, Inc.	13,011
11	Trump Media & Technology Group	11,542
12	Tesla, Inc.	11,509
13	Block, Inc.	8,780
14	Strive	7,525
15	GD Culture Group	7,500

자료 : Bitcointreasury, iM증권 리서치본부

Strategy mNAV는 2.2배에서 1.25배로 하락



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Strategy 자금조달을 위해 전환사채+우선주 발행

- 현재 Strategy는 전환사채와 우선주를 발행하여 자금을 조달받고 있음. 초기에는 전환사채를 발행하여 자금을 조달받다가 최근에는 8~10%의 높은 배당수익률 지급을 약속하고 우선주(STRD, STRC, STRK, STRF)를 발행하여 자금을 조달받고 있는 상황임
- 이외에도 추가 자금조달을 위해서 '미국'이 아닌 '유럽'에서 영구우선주(STRE)를 발행하고 있음. 자금을 조달받기 위해 '미국'이 아닌 '영국'에서 우선주를 발행하는 행위는 보편적인 상황은 아니며 예외적인 상황이라고 볼 수 있음
- 최근 발행한 STRE(유럽 영구우선주) 투자설명서에서 Strategy는 STRE까지 발행할 경우 매년 전환사채 이자 및 우선주 배당금으로 7억 3,100만 달러를 지급해야 한다고 발표한 바 있음

Strategy는 매년 7억 3,100만달러의 이자 및 배당금을 지급해야 하는 상황

$731 Million Annual Dividend and Interest Expense

	Notional Value ($M)	Coupon or Dividend %	Annual Interest Expense or Dividend ($M)[2]
Converts	$8,214	0.421%[1]	$35
Interest on Debt	**$8,214**		**$35**
STRF	$1,247	10.00%	$125
STRC	$2,801	10.50%[3]	$294[4]
STRE (pro forma)[5]	$403	10.00%	$40
STRK	$1,392	8.00%	$111
Cum. Dividends on Pref. Equity	**$5,842**		**$570**
STRD	$1,254	10.00%	$125
Non-cum. Dividends on Pref. Equity	**$1,254**		**$125**
Total			**$731**

자료 : Strategy, iM증권 리서치본부

전환사채: 상환 리스크와 주식 희석 리스크 상존

- MSTR의 전환사채 만기는 2028년에서 2032년까지이기 때문에 현재까지는 재무부담에 대한 뚜렷한 얘기가 나오지 않고 있는 상황임. 그러나 2027년부터 2029년까지 해당 전환사채의 조기상환청구권(Put 옵션)이 제시될 수 있다는 점을 고려한다면 우호적인 상황은 아님
- 현재 MSTR의 주가가 급락하여 200달러선에서 등락하고 있다는 점을 감안했을 때 일부 전환사채의 조기상환청구권이 제시될 가능성이 높음. 설령 전환사채의 조기상환청구권이 제시되지 않고 주식으로 전환된다고 하더라도 MSTR 주주들은 주식가격이 희석되는 리스크를 떠안을 수 밖에 없음

Strategy가 보유하고 있는 전환사채

전환사채	금액 ($M)	누적금액 ($M)	듀레이션 (Yrs)	BTC Rating	전환가격	만기	조기상환청구
전환사채 2028	$1,010	$1,010	1.8	60.5x	183.19	2028-09-16	2027-09-16
전환사채 2030 B	$2,000	$3,010	2.3	20.3x	433.43	2030-03-02	2028-03-02
전환사채 2029	$3,000	$6,010	2.5	10.2x	672.4	2029-12-02	2028-06-02
전환사채 2030 A	$800	$7,414	2.8	8.2x	149.77	2030-03-16	2028-09-16
전환사채 2031	$604	$7,414	2.8	8.2x	232.72	2031-03-16	2028-09-16
전환사채 2032	$800	$8,214	3.6	7.4x	204.33	2032-06-16	2029-06-16
총 부채	$8,214						

자료 : Strategy, iM증권 리서치본부
주) 전환가격이 현재 주식가격을 초과하는 전환사채 주황색으로 표기

우선주: 현금 배당 미지급 + ROC(Return of Capital, 자본환급) + 주식 희석 리스크 상존

- Strategy가 발행한 우선주는 총 5가지로 성격이 모두 다르며 꽤나 복잡한 구조를 보이고 있음. Strategy의 우선주 배당수익률은 8~10% 고배당으로 분기배당을 지급받을 수 있기에 투자자들이 보기에는 연 8~10%의 배당이 매력적인 투자로 보일 수 있는 상황임
- 그러나 실제 Strategy는 배당금을 분기마다 '현금'으로 지급해야 하는 의무는 없음. 채권과 달리 우선주의 배당금 미지급은 디폴트 사유가 아니며 Strategy 또한 STRE 투자설명서에서 무조건 '현금' 배당금을 준다고 명시하지도 않고 있음

Strategy가 보유하고 있는 우선주: 8~10%의 높은 배당수익률로 매력적인 투자처로 보임

우선주	금액 ($M)	누적금액 ($M)	듀레이션 (Yrs)	BTC Rating	배당수익률
우선주 STRF	$1,264	$1,264	10.8	6.4x	10.0%
우선주 STRC	$2,827	$4,091	9.4	5.0x	10.5%
우선주 STRE	$897	$4,988	8.3	4.6x	10.0%
우선주 STRK	$1,397	$6,385	10.5	4.2x	8.0%
우선주 STRD	$1,255	$7,640	7.3	3.9x	10.0%
총 우선주	$7,640				

자료 : Strategy, iM증권 리서치본부

우선주: 현금 배당 미지급 + ROC(Return of Capital, 자본환급) + 주식 희석 리스크 상존

STRE 배당금 이연 시 주가희석 리스크 존재

STRE ("Stream") Term Sheet

Issuer	• Strategy
Security Title	• Perpetual Stream Preferred Stock (STRE)
Legal Format	• SEC-registered
Security Ratings	• Unrated
Stated Amount	• EUR 100 per share of STRE
Minimum Allocation Amount	• EUR 100,000 +1,000
Ranking	• Senior to STRK, STRD, and MSTR common stock, junior to STRF, STRC, and debt
Maturity	• STRE is perpetual and has no stated maturity
Dividend Rate	• 10% per annum
Quarterly Dividend	• Cumulative dividends accumulate at 10% per annum on the Stated Amount, payable quarterly in arrears in cash when, as and if declared by Strategy's board of directors, out of funds legally available for their payment. If any dividends are not paid in full, then unpaid dividends will compound quarterly at the Compounded Dividend Rate (as defined below) on the unpaid amount
Dividend Stopper	• A dividend stopper provision will apply to all pari passu and junior securities
Dividend Deferability	• In the event that the Issuer fails to declare the dividend by the record date, such failure shall constitute the issuance of a notice of deferral ("Deferral Notice") • Subject to the terms of the Issuer's other securities, upon issuance of a Deferral Notice, the Issuer shall use commercially reasonable efforts over the following 60-day period to sell STRK, STRD, class A common stock and/or other junior securities to raise proceeds in an amount sufficient to cover any deferred dividends plus compounded dividends thereon • If any dividends are not paid in full the dividend rate per annum applicable to such unpaid amount will increase by 100 basis points following each subsequent dividend period, up to a maximum dividend rate of 18% per annum (the "Compounded Dividend Rate"), until such dividends, together with compounded dividends thereon, is paid in full
Liquidation Preference	• Adjusted periodically to the greater of (1) the Stated Amount per preferred security of STRE; and (2) the Fair Market Value (as defined) per preferred security of STRE
Use of Proceeds	• General corporate purposes, including the acquisition of bitcoin and for working capital
Governing Law	• Delaware Law
Clearing	• Euroclear / Clearstream
Listing	• Euro MTF Luxembourg
Distribution	• Institutional only for the initial offering in the EEA
MiFID II Product Governance	• Professional investors and ECPs only target market
UK MiFIR	• Professional investors and ECPs only target market

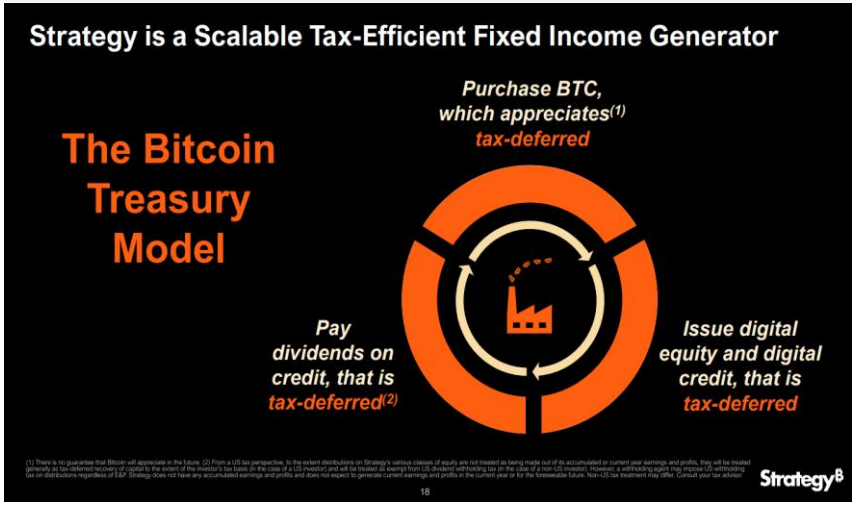
– Strategy의 우선주 배당은 위원회가 동의할 경우에만 지급되며 배당금 미지급 시 이연(Deferral)되고, 60일간 자본조달을 위해 노력해야 한다고 언급함. 배당금 미지급 시 회사는 지급 재원 마련을 위해 추가로 STRK, STRD, Class A 주식을 발행하여 자본 조달을 해야 하며(주식 희석 리스크) 배당금이 전액 지급되지 않을 경우, 미지급 금액에 적용되는 연배당률은 해당 배당금과 그에 대한 복리 배당금이 전액 지급될 때까지 이후 배당 기간마다 1%p씩 증가하여 최대 연 18%의 배당률로 지급한다고 언급

자료 : Strategy, iM증권 리서치본부

우선주: 현금 배당 미지급 + ROC(Return of Capital, 자본환급) + 주식 희석 리스크 상존

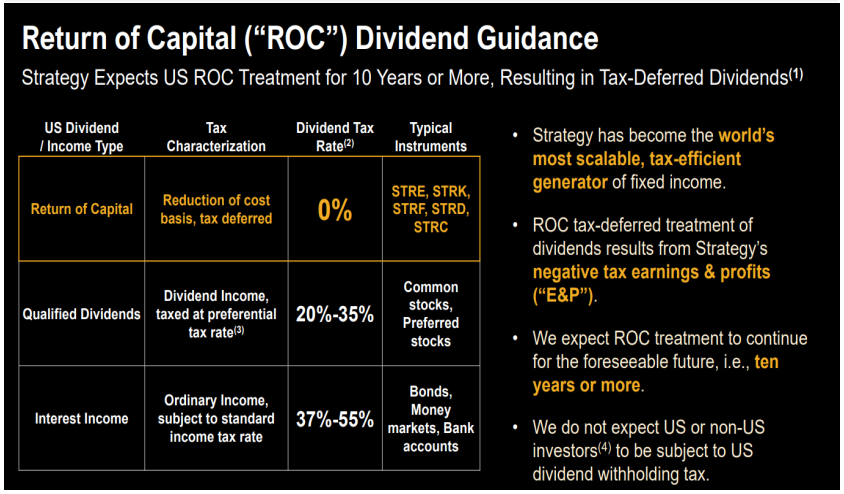
- STRE 투자설명서에서 Strategy는 'BTC 구매 및 장기보유(세금 이연)→ 전환사채 및 주식 발행→ 배당을 크레딧으로 지급(세금 이연)' 구조를 통해 비트코인을 매수한다고 밝힘
- "Strategy는 향후 10년 이상 배당이 과세되지 않는 ROC 형태로 지급될 것이라고 예상하고 있다(Strategy Expects US ROC Treatment for 10 Years or More, Resulting in Tax-Deferred Dividends)"며 Return of Capital(ROC, 자본환급)의 절세효과를 강조하고 있음.
- 특징적인 점은 Strategy가 배당을 '현금'이 아닌 '크레딧' 형태로 지급한다는 점임. 특히, ROC(Return of Capital, 자본환급)라는 개념을 계속 활용하는데 ROC(Return of Capital, 자본환급)는 일반적인 배당이 아닌 투자자가 넣은 원금을 돌려주는 형태의 '자본 환급'임
- 즉, 표면상 10%의 배당을 받는 것처럼 보이지만 실질은 수익이 아닌 원금의 10%를 돌려받는 구조라고 이해할 수 있음. 내가 100을 투자하고 배당을 10을 받으면 이때 수익은 10이 아니라 내 원금 10을 돌려받는 것과 비슷한 효과임

BTC 구매 및 장기보유(세금 이연)→ 전환사채 및 주식 발행→ 배당을 크레딧으로 지급(세금 이연)'을 통해 비트코인을 매수



자료 : Strategy, iM증권 리서치본부

"회사는 향후 10년 이상 배당이 과세되지 않는 ROC 형태로 지급될 것이라고 예상하고 있다"라고 언급



자료 : Strategy, iM증권 리서치본부

우선주: 현금 배당 미지급 + ROC(Return of Capital, 자본환급) + 주식 희석 리스크 상존

- 아래 장표는 Strategy에서 ROC가 얼마나 '절세효과'가 있는지 보여주는 장표로 배당금의 세금(20~35%) 및 이자수익의 세금(37~55%)과 달리 ROC의 세금은 0%임을 강조
- 그러나 Strategy의 8~10%의 고배당과 절세효과는 실질적으로 수익이 아닌 투자자의 '원금'을 돌려주는 개념임. 따라서 실질적으로 원금을 되돌려 주는 것이기 때문에 절세효과도 의미 없음
- 실제로 STRK, STRD, Class A 주식을 발행하여 10%를 배당 받더라도 배당 지급 당시에는 세금이 없을 뿐 주식 매도 시 자본이익이 존재할 경우 과세 대상임. 이외에도 8~10%의 배당 지급을 위해 회사가 새로 주식을 발행할 경우 투자자의 주가가 희석되는 문제가 발생함. ROC가 지급될수록 원금은 감소하는 상황(단, 비트코인 가격 상승으로 우선주 가격이 상승 시 상쇄 가능하나 약세 국면에서는 지속되기 어려운 구조임)

ROC 배당금 가이던스

Return of Capital ("ROC") Dividend Guidance

Strategy Expects US ROC Treatment for 10 Years or More, Resulting in Tax-Deferred Dividends(1)

US Dividend / Income Type	Tax Characterization	Dividend Tax Rate(2)	Typical Instruments
Return of Capital	Reduction of cost basis, tax deferred	0%	STRE, STRK, STRF, STRD, STRC
Qualified Dividends	Dividend Income, taxed at preferential tax rate(3)	20%-35%	Common stocks, Preferred stocks
Interest Income	Ordinary Income, subject to standard income tax rate	37%-55%	Bonds, Money markets, Bank accounts

- Strategy has become the **world's most scalable, tax-efficient generator** of fixed income.
- ROC tax-deferred treatment of dividends results from Strategy's **negative tax earnings & profits ("E&P")**.
- We expect ROC treatment to continue for the foreseeable future, i.e., **ten years or more**.
- We do not expect US or non-US investors(4) to be subject to US dividend withholding tax.

자료 : Strategy, iM증권 리서치본부

우선주: 현금 배당 미지급 + ROC(Return of Capital, 자본환급) + 주식 희석 리스크 상존

ROC 배당금 가이던스의 실질적인 의미

Return of Capital ("ROC") Dividend Guidance

Strategy Expects US ROC Treatment for 10 Years or More, Resulting in Tax-Deferred Dividends[1]

US Dividend / Income Type	Tax Characterization	Dividend Tax Rate[2]	Typical Instruments
Return of Capital	Reduction of cost basis, tax deferred	0%	STRE, STRK, STRF, STRD, STRC
Qualified Dividends	Dividend Income, taxed at preferential tax rate[3]	20%-35%	Common stocks, Preferred stocks
Interest Income	Ordinary Income, subject to standard income tax rate	37%-55%	Bonds, Money markets, Bank accounts

- Strategy has become the **world's most scalable, tax-efficient generator** of fixed income.
- ROC tax-deferred treatment of dividends results from Strategy's **negative tax earnings & profits ("E&P")**.
- We expect ROC treatment to continue for the foreseeable future, i.e., **ten years or more**.
- We do not expect US or non-US investors[4] to be subject to US dividend withholding tax.

실질적인 의미

(1) 회사는 이익이 없음 → 배당 지급 능력이 없음

→ 배당처럼 보이는 것 = 원금을 돌려주는 것(ROC)

(2) 투자자 세금 이연 효과 존재 → ROC는 투자자에게 이득이 아니라 '내 원금이 줄어드는 것'. 원금이기에 세금 절세 효과는 의미가 없음. 배당으로 받은 주식의 장기간 보유와 함께 실제 우선주 수익이 발생해야지만 실질적인 수익에 대한 세금 이연 효과 존재

(3) ROC(배당 비슷한 것)를 지속하려면 회사는 계속 증권을 발행해야 함

→ STRK, STRD, Class A 등 계속 찍어서 팔아야 ROC 충당 가능

→ 기존 투자자 주식은 희석됨

(4) 장기적으로 지속 가능한 구조인지 매우 의문

→ BTC 상승이 끊기거나 자금시장 경색이 오면 순환 고리가 끊김

자료 : Strategy, iM증권 리서치본부

Compliance Notice

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 양현경)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.