

# 무한한 가능성의 시대

## 토큰 증권 개념 쪼개기



크립토/핀테크 김세희\_ 02)368-6168\_ssay@eugenefn.com

# Contents

1	STO 개념	06
2	코인과 차이점	08
3	토큰증권의 확장 가능성	09
4	STO 주요 플레이어들	10
5	토큰증권, 언제부터 거래 가능?	11
6	토큰증권의 발행시장	12
7	발행인 계좌관리기관	13
8	토큰증권의 유통시장	14
9	장외거래중개업	15
10	증권사 BM	16
11	STO 전망	17
12	주요국 STO 현황	18

*Appendix*

# Glossary

용어	정의
노드 (Node)	네트워크에서 연결지점을 말하는데 블록체인에서는 참여자를 노드라고 함. 블록체인은 관리자가 따로 없기 때문에 노드가 블록을 배포하는데 이때 참여하는 노드의 절반 이상이 동의해야 새 블록이 형성됨. 노드들은 블록체인을 컴퓨터에 저장해 분산원장 기술은 블록체인과 동일한 용어로 사용될 만큼 블록체인의 바탕이 되는 기술.
분산원장 (Distributed Ledger)	원장을 중앙의 저장소에서 관리하는 것이 아니라 분산시키는 기술. 여러 노드나 컴퓨터 장치에 분산되어 있는 데이터베이스임. 장부의 복제, 공유 또는 공기화된 디지털 데이터에 대한 합의 기술로, 데이터는 각종 사이트나 여러 국가 또는 기관에 분산되어 있어 중앙 관리자나 중앙 집중 데이터 저장소가 존재하지 않음.
블록 (Block)	데이터 저장단위, 머클 트리로 인코딩되는 거래 내용이 담김. 거래 기록을 모아 블록으로 만들어 이전 블록과 연결해 블록체인을 형성함.
트랜잭션 (Transaction)	노드 간의 거래 기록, 거래를 기록하기 위한 컴퓨터 처리과정 및 그 과정에서 전송되는 서명된 정보를 말함.
퍼블릭 블록체인 (Public Blockchain)	누구든지 자유롭게 참여할 수 있는 개방형 블록체인 네트워크. 누구든지 인터넷에 연결된 PC나 노트북, 스마트폰 등을 이용하여 블록체인 네트워크에 참여할 수 있음. 비트코인/이더리움 등 우리가 알고 있는 블록체인 네트워크가 대부분 퍼블릭 블록체인.
프라이빗 블록체인 (Private Blockchain)	미리 정해진 조직이나 개인들만 참여할 수 있는 폐쇄형 블록체인 네트워크. 사전에 합의된 이들만 참여하기에 네트워크 운영에 필요한 보상이 필요없고 알고리즘 간단함. 현재 증권사들이 도입하는 블록체인은 프라이빗 블록체인.
메인넷 (Mainnet)	블록체인 프로젝트를 실제로 운영하는 네트워크. 독립적인 플랫폼으로 새로운 생태계를 구성하고 자체 지갑을 생성하는 것. 메인넷을 가지지 않는 코인이 토큰이고 자체 프로토콜인 메인넷을 보유하고 있으면 코인.
테스트넷 (Testnet)	독립된 자체 메인넷을 구축하기 위한 작업 중 임시로 네트워크를 운영하는 것. 일종의 베타 서비스 과정으로 네트워크 및 트랜잭션의 안정성이 검증되면 최종적으로 독립된 블록체인을 구현하는 메인넷이 출시됨.
투자계약증권	정형적인 자산 이외에 증권에 해당하는 것. 증권 분류 중 적용 범위가 가장 넓은 것.
금융규제 샌드박스(혁신금융서비스)	금융당국에서 현행법으로는 불가능하지만 테스트해볼 필요가 있는 사업에 대해 예외적으로 허용해주는 제도. 현재 토큰 증권 사업을 하기 위해서는 샌드박스의 혁신금융서비스로 지정받아야함.

# Summary

- ‘토큰 증권’의 제도권 편입은 올해 자본시장의 가장 큰 변화가 될 것으로 전망합니다. 금융위원회가 토큰 증권을 분산원장 기술을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화한 것이라고 정의함에 따라 블록체인 기술이 반드시 필요해졌기 때문입니다. 즉, 핵심은 블록체인이라는 신기술과 금융시장의 융합입니다. 금융시장에서 혁신이 탄생하기 위해서는 각 업종 간의 융합이 첫번째 과제로 보여집니다.
- 토큰증권 생태계 구축을 위해 증권사를 필두로한 업종간 합종연횡을 예상합니다. 현재 STO 시장의 주요 플레이어들이 가시화되면서 새로운 시장을 선점하기 위한 경쟁이 본격화될 것으로 보입니다. 증권사를 필두로 현재 STO 시장의 주요 플레이어들을 점검하고 최대 수혜자는 과연 누가될지 고민해본 자료입니다.
- 현재 가이드라인의 중요한 포인트를 점검하고 이를 통해 STO의 미래를 여러 방향으로 전망했습니다. 이제 열리는 시장인 만큼 자본시장에서의 혁신을 기대합니다.

# Q1. STO(Security Token Offering) 개념

“분산원장 기술을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화한 것”

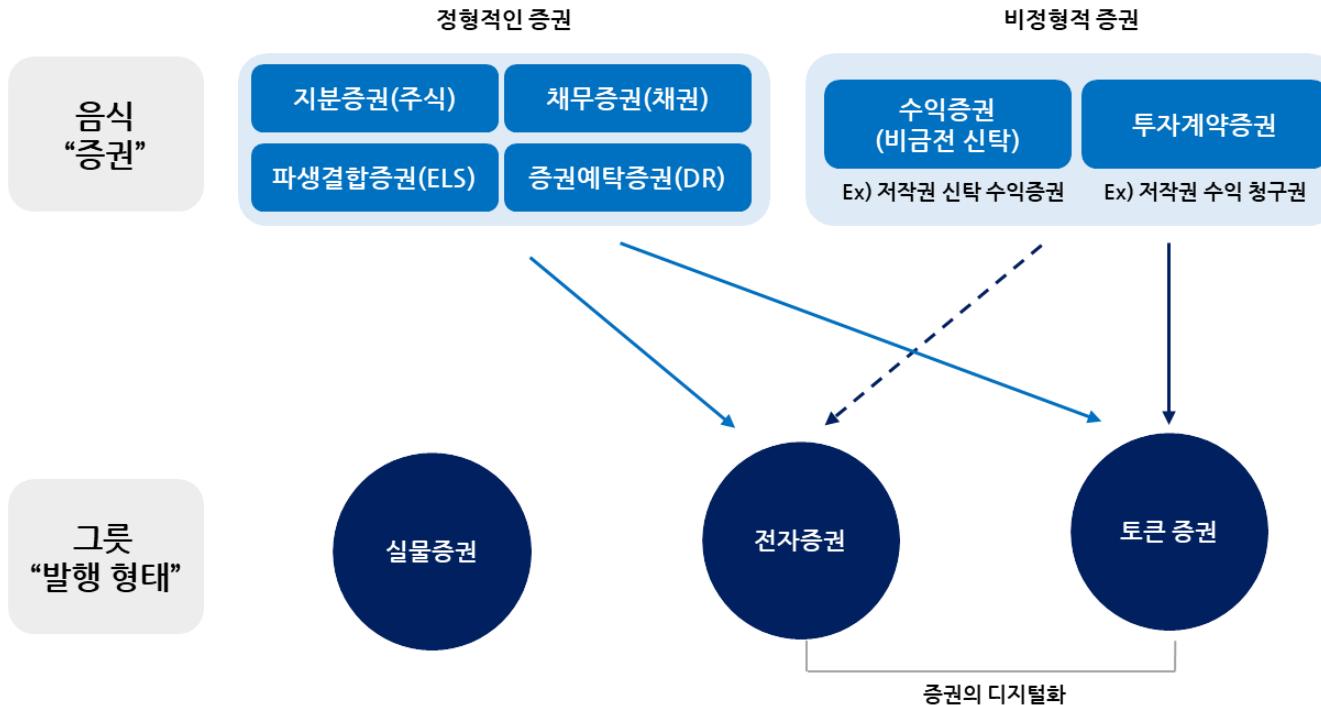
- STO는 증권 토큰 발행으로, STO로 발행된 토큰은 증권 토큰(ST)로 불림 ⇒ 금융위 공식 명칭은 ‘**토큰 증권**’
- 부동산, 미술품 등 실물자산이나, 주식 등 금융자산을 블록체인 기반 토큰으로 발행한 것을 뜻함.
- 증권법에 따라 분산원장(블록체인) 기술을 활용해야 함. 분산원장 도입 시 현재 예탁원의 중앙집중식 계좌부가 필요없음 (토큰 자체에 거래기록 내장)  
\*분산원장 기술: 거래 정보를 기록한 원장을 특정 기관의 중앙화된 서버가 아닌 분산화된 네트워크에서 참여자들이 공동으로 기록 및 관리하는 기술
- 증권형 토큰은 기업의 법적 소유권을 가졌음을 의미하기에 배당금, 분배금, 이자 수취 가능.

전자증권 + 분산원장 도입			
구분	실물 증권	전자 증권	토큰 증권
시행	1956~	1993~	2023~
형태	종이	디지털	
기술	수기	중앙서비	분산원장
조각투자		불가능	가능
발행		금융기관	금융기관+발행인
유통	운영 중지	KRX	KRX + 장외 시장
예탁		KSD(한국예탁결제원)	
규제/관리		자본시장법상 증권 규제법	

자료: 금융위원회, 유진투자증권

# Q1. STO(Security Token Offering) 개념

금융위가 제시한 토큰 증권의 개념 ≈ 음식을 담는 그릇



토큰 증권 발행(STO) 허용은 새로운 그릇을 만들어, 음식 특성에 잘 맞는 그릇을 선택할 수 있도록 허용하는 것임

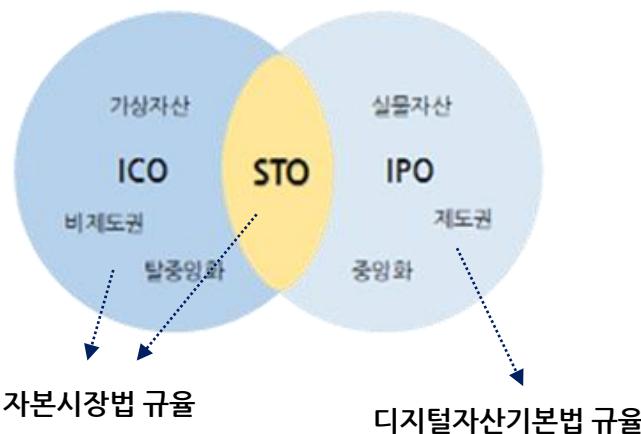
\* 발행인의 선택에 따라 주식·채권 등 정형적인 증권을 토큰 증권에 담거나  
수익증권·투자계약증권을 기준 전자 증권 형태로 발행하는 것도 가능

## Q2. 코인과 차이점

코인이 “증권이 아닌 디지털자산”이라면, 토큰 증권은 “증권형 디지털자산”. 즉, “증권”

- 증권의 가치인 발행자의 채무 이행을 전제로 하기에 발행자와 보유자 사이의 계약이 존재하지 않는 코인과 다름.
- 자본시장법의 규율 대상은 증권이기에 토큰 증권도 당연히 자본시장법의 규율 대상
- 결과적으로 모든 증권 규제 적용 (투자자 보호와 시장질서 유지를 위한 공시, 인허가 제도, 불공정 거래 금지 등)
- 기본적으로 계약 관계로 맺어진 토큰 “발행자”가 분명히 존재해야 투자자 보호가 가능한데, 비트코인은 보유자와 발행자(채굴자) 간의 계약 관계가 존재하지 x

증권이기에 당연히 자본시장법의 규율 대상



자료: 유진투자증권

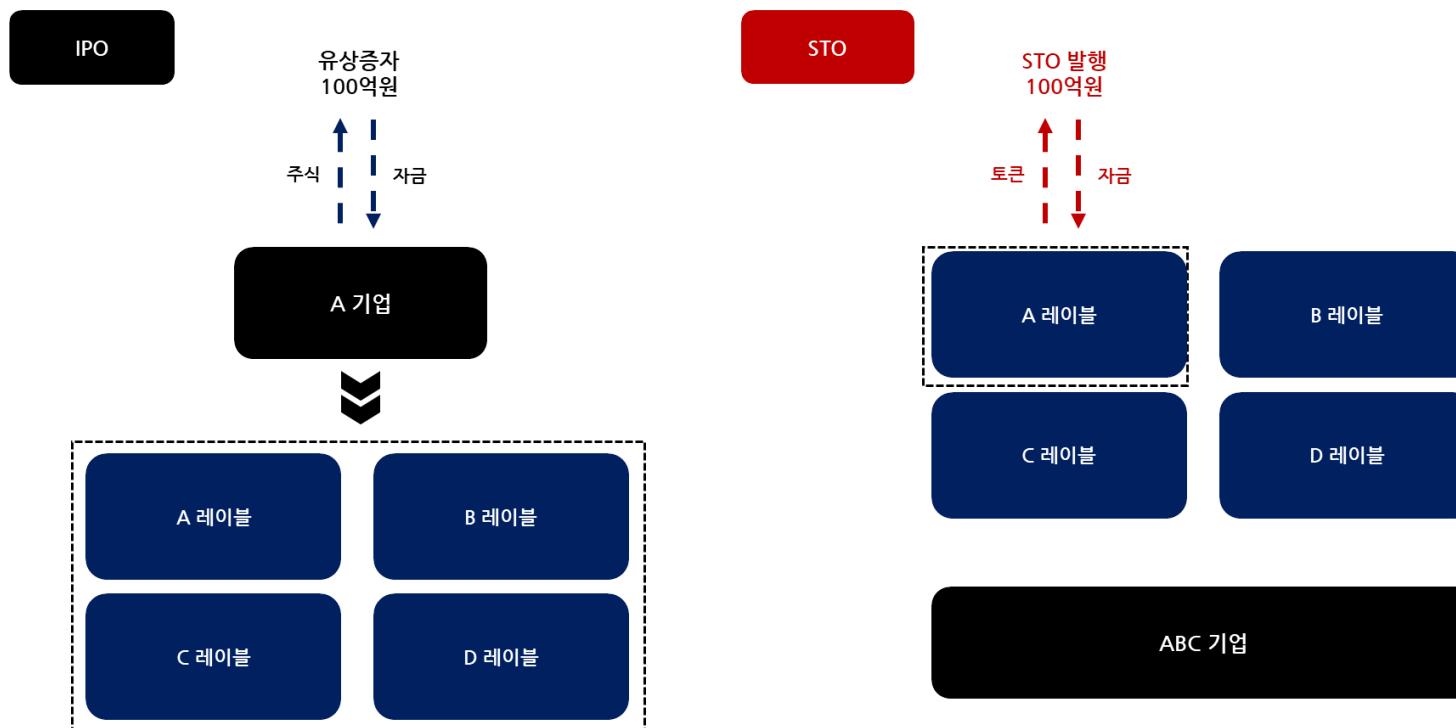
블록체인이라는 옷을 입었지만 본질은 증권

	ICO	STO
명칭	초기 디지털자산 공개	초기 토큰형증권 공개
가치의 대상	유티리티 토큰 Token	토큰화된 증권 Tokenized Stock
대상	블록체인 기술 기반 프로젝트	실제 비즈니스 모델 / 실물자산
발행주체	불분명	명확
제도적 기반	X	O
투자자	불특정 다수	증권법 준수 투자자
규제	한국 전면 금지	적용(자본시장법)
조달비용	낮음	중간~높음
투자자금 형태	가상자산	법정 통화 + 가상자산
블록체인 기술	O	O
리스크	스캠, 토큰 가격 변동, 프로젝트 실패	자산 가치 변동 리스크

# Q3. 토큰증권의 확장 가능성

국내에 있는 많은 자산 토큰화 ⇒ 시장성(가격발견/정보공개/거래용이) ⇒ 자본시장의 혁신

- 조각투자 같이 기존에 전자 증권으로 발행되기 어려웠던 다양한 권리의 증권화 가능 → 보다 쉽게 발행 및 유통
- 분산원장 기술을 활용해 기존 증권의 발행과 거래가 더 효율적이고 편리해짐 ex) 비상장주식 주주 파악 용이, 비상장채권 소액단위 발행 편리 등
- 쪼개기가 가능한 토큰이라는 형태 특성상 거래단위 분할과 이전 용이
- 예를 들어 한 회사의 특정 프로젝트에만 투자하고 싶은 경우, 토큰을 발행해서 해당 프로젝트만을 위한 자금 조달 가능 → 색다른 주주 확보 및 자회사-모회사 할인 축소 가능



# Q4. STO 주요 플레이어들

## 업체 별 합종연횡 기대감↑

- 주요 플레이어들은 증권사, 조각투자 플랫폼, 블록체인 기술업체 등이 있음.
- 당장 큰 수익을 내기 어려운 상황인 만큼 서로 협력하면서 시장 선점에 주력할 것으로 보임.
- 업체들 간 다양한 협력관계 생겨날 것으로 보임. 현재 예탁결제원은 '토큰증권협의회' 구성. 이와 별개로 신한투자증권은 자체적으로 'STO 얼라이언스' 구성



자료: 유진투자증권

# Q5. 토큰증권, 언제부터 거래 가능?

내년부터 시행 예정. 향후 일정은 “가이드라인(현재) → 샌드박스 테스트 → 정식 제도화”

- 2024년 시행 목표로, 금융당국이 올해 상반기 중 토큰증권 발행과 유통 제도화를 추진할 예정.
- 법이 개정되기 이전이라도 혁신성이 인정될 경우, 이전처럼 금융규제 샌드박스를 통해 토큰 증권 발행, 유통이 가능하게 할 계획.
- 각종 인가 등 세부 요건은 향후 하위법령 개정 시 이해관계자의 의견을 추가로 수렴해 확정하는 방식으로 마련될 것으로 보임.
- 상반기 내에 전자증권법, 자본시장법 개정안 관련 내용이 발표될 예정.

STO 향후 타임라인(발행부문)

과제	요조치사항	추진일정
토큰 증권 수용	전자증권법 개정	올해 상반기 법안제출
발행인 계좌관리기관 도입	전자증권법 개정	올해 상반기 법안제출
전문투자자 사모	자본시장법 개정	올해 상반기 법안제출
소액공모 한도 확대	자본시장법 시행령 개정	올해 내
소액공모표 도입	자본시장법 개정	올해 상반기 법안제출
토큰 증권 공모 간주	증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 개정	전자증권법 개정 후속

자료: 금융위원회 자료 인용, 유진투자증권

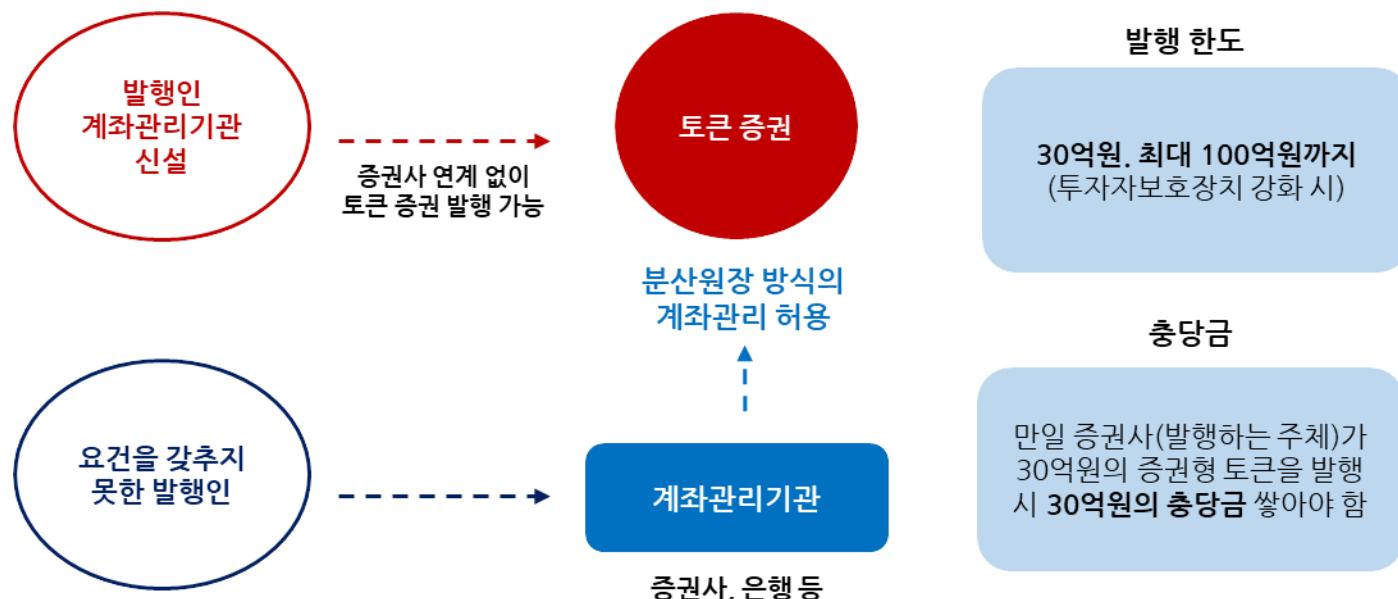
STO 향후 타임라인(유통부문)

과제	요조치사항	추진일정
투자계약증권 유통제도 적용	자본시장법 개정	올해 상반기 법안제출
장외거래증개 인가 신설	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속
소액투자자 매출공시 면제	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속
디지털증권시장 신설	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속

# Q6. 토큰증권의 발행 시장

## 발행한도는 30억, 100억 & 요건 충족 시 누구나 발행 가능

- 일정 수준 이상의 자기자본 등 요건을 갖춘 발행인은 계좌관리기관으로 등록해 **분산원장 직접 관리**(일정 수준의 인적 물적 요건 요구, 상세 요건은 추후 공개)
- 현재 전자증권 발행하기 위해서는 계좌관리기관인 증권사와의 제휴가 필수적인 상태.(발행만 하더라도 블록체인이 필요하다는 뜻)
- 증권사 중개 거래시에는 증권사 거래시스템과 계좌관리기관의 분산원장을 연계
- 발행의 의미는 ICO나 IPO처럼 **발행+공모**. 즉, ST를 offering하는 것에는 IPO의 청약처럼 모집하는 과정이 포함됨.
- 자사가 발행한 토큰증권을 스스로 유통하는 것은 금지됨(발행시장과 유통시장 분리). But, 지분 투자나 인수에 관해서는 자유롭게 가능하도록 허용



자료: 유진투자증권

# Q7. 발행인 계좌관리기관이란?

## 직접 토큰 증권을 등록·관리하는 “발행인 계좌관리기관” 신설

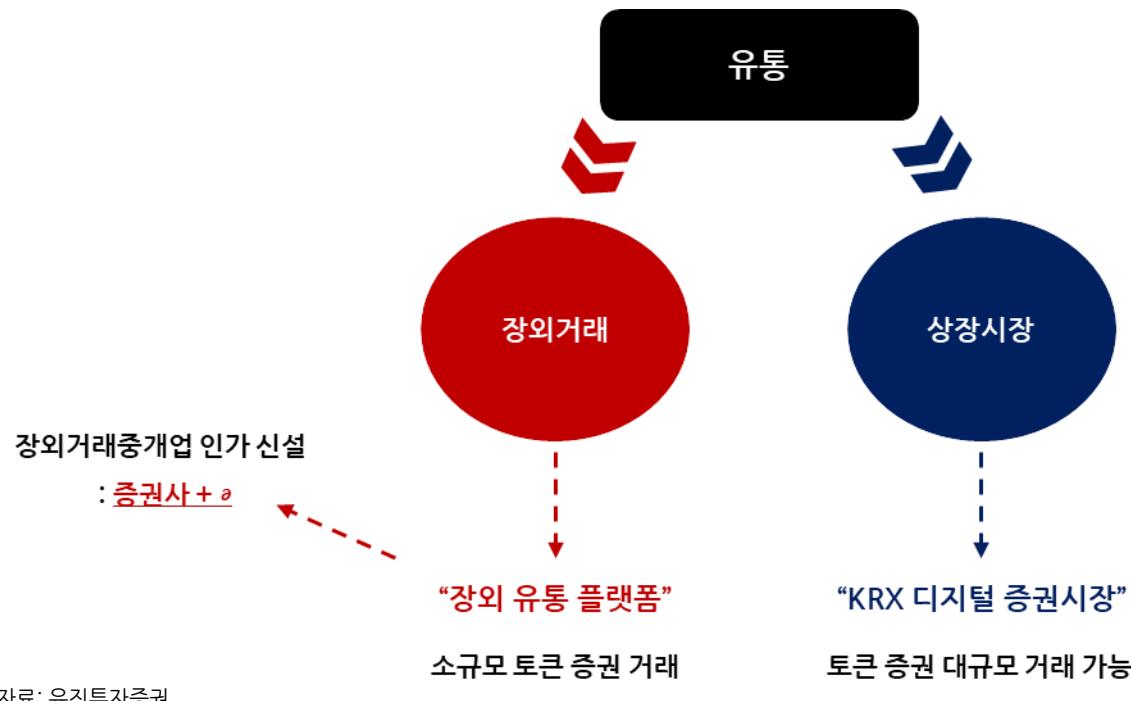
- 일정한 요건을 갖춘 경우, 증권사 등을 통하지 않고 직접 발행 가능 (\*증권의 권리 내용, 권리자 등에 대한 정보를 직접 분산원장에 기재하는 행위)
- 요건은 법상 공부를 기재 관리하는 자에게 필요한 신뢰성 전문성 안정성을 고려해 정할 것으로 보임.
- 다른 증권과 다르게 토큰 증권에만 발행인 계좌관리기관을 허용하는 이유는 분산원장 기술의 장점 때문.
- 분산원장은 여러 노드가 참여해 기록을 검증하므로 사후적 조작 변경 방지 가능 ⇒ 반드시 증권사를 통해 토큰 증권이 발행될 필요 없다고 판단
- 신뢰성 있는 발행인이 발행한 증권의 관리자와 거래내역 등을 직접 기록하는 경우 법상 효력이 부여되는 공부로 인정 가능
- 실질적으로 증권사를 제외하면 대형 플랫폼 업체 외에는 요건을 갖추기 어려워 보임.

발행인 계좌관리기관 요건		분산원장 요건
분산 원장	분산 원장 요건 총족	
자기자본·물적 설비· 대주주·임원 요건	의견 수렴을 거쳐 추후 확정 예정	<ul style="list-style-type: none"><li>• 권리자 정보 및 거래 정보가 시간 순서대로 기록되고 사후적인 조작 변경이 방지될 것</li></ul>
인력 요건	법조인, 증권사무 전문인력, 전산 전문인력 각 2인	<ul style="list-style-type: none"><li>• 분산원장에 기록된 권리자 정보 및 거래정보와 실제거래내역 사이의 동일성이 계좌관리기관의 책임으로 입증 가능할 것</li><li>• 권리자 정보 및 거래 정보가 복수의 분산된 장부에 동일하게 기록될 것</li></ul>
손해배상	투자계약증권 발행량에 비례한 기금 적립	<ul style="list-style-type: none"><li>• 전자등록기관, 금융기관 또는 발행인과 특수관계인에 해당하지 않는 계좌관리기관이 다수 참여하여 분산원장을 확인할 수 있을 것</li><li>• 권리자 및 거래 정보 기록을 위해 별도의 가상자산을 필요로 하지 않을 것</li></ul>
총량관리	최초 발행, 발행수량 변동·일정 주기 시 암호화된 명세를 전자등록기관(KSD)에 통보 → 필요시 KSD가 비교 검증	<ul style="list-style-type: none"><li>• 분산원장으로 기록하기 적합한 권리를 등록할 것 (*상장증권, 상장DR, 파생결합증권 제외)</li><li>• 개인정보보호법, 신용정보법 등 법령을 위반하지 않을 것</li></ul>

# Q8. 토큰증권의 유통 시장

## 각 증권사마다 장외 유통 플랫폼 운영

- 토큰 증권 유통은 1)장외거래 2)상장시장으로 구분
- 투자계약증권과 수익증권의 다자간 거래를 매매 체결할 수 있는 장외거래중개업 인가 신설 … “장외 유통 플랫폼” (소액으로 발행된 토큰 증권 거래되는)
- 토큰 증권을 대규모로 거래할 수 있는 상장시장 “디지털 증권시장 ” 도 한국거래소에 시범 개설.
- 상장시장은 KRX, 상장되지 않은 자산은 장외거래중개업자(증권사+ə)를 통해 유통.
- 증권사들의 경우, 장외거래중개업 인가를 받으면 HTS나 MTS에서 토큰증권 거래 가능 ⇒ 각 증권사 별 장외 유통 플랫폼 운영



# Q9. 장외거래중개업자란?

## 투자계약증권·수익증권의 유통플랫폼 제도화

- 초기에는 거래량이 많지 않을 것으로 예상됨에 따라 대부분의 증권사들은 유통보다 발행에 집중할 가능성이 높음.
- 이에 따라, 일부 증권사(금융지주) 혹은 컨소시엄 형태로 장외거래중개업에 진출할 것으로 보임.
- 당분간은 유통 시장이 작을 것으로 파악되나 만일 1개 업체가 선점 시 해당 플랫폼으로 모일 가능성은 있음.
- 증권사의 경우, 유통 플랫폼에 참여하더라도 매매수수료와 자본이익은 크지 않을 것으로 판단. 다만, 시장 내 주요 플랫폼으로서 주도적 지위 선점 효과有.
- 향후 시나리오로 금투협 컨소시엄의 유통 플랫폼 출범도 예상 가능.

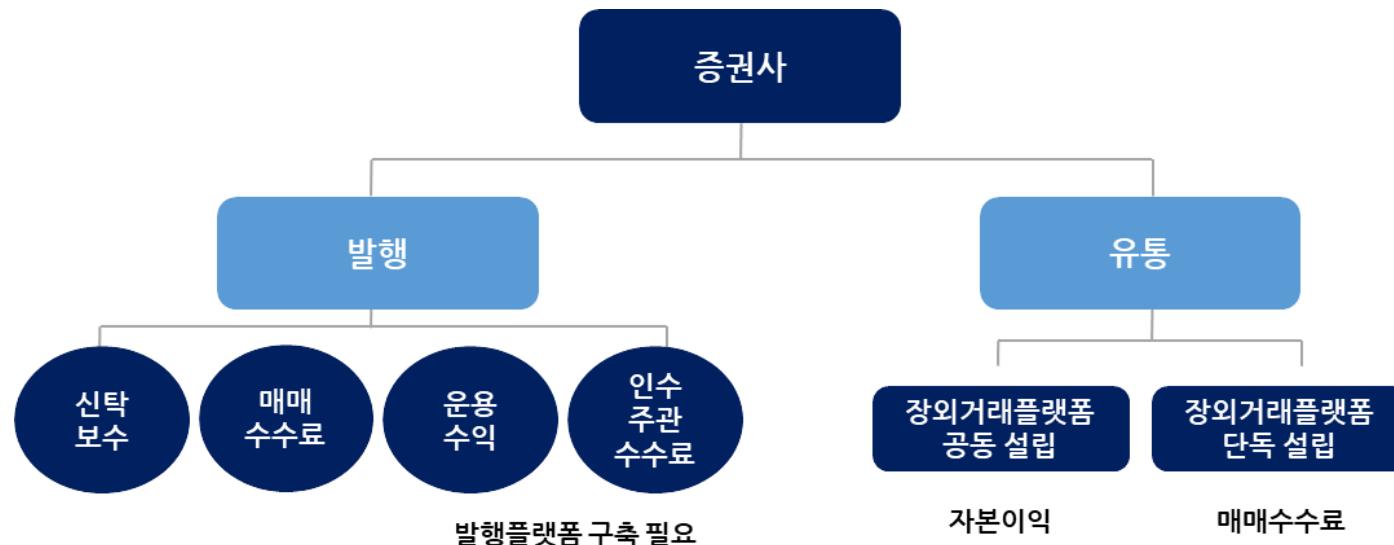
### 장외거래중개업 요건

자기자본, 물적·인적 ·대주주·임원요건	채권전문중개회사 수준을 감안 의견수렴을 거쳐 추후 확정 예정 *증권 유형(인가단위) 별로 자기자본 요구 예정
업무범위	증권시장 외에서 투자계약증권/수익증권 매매의 중개업무 -동시에 다수의 자를 각 당사자로 하여 종목별로 매수호가 또는 매도호가와 그 수량을 공표 -당사자 간의 매도호가와 매수호가가 일피하는 가격으로 매매거래를 체결
투자한도	일반투자자의 연간 투자한도 제한 *수익증권에 비해 도산절연, 비정형성 측면에서 투자위험이 높은 투자계약증권의 투자한도를 더 낮은 수준으로 정할 예정
대상증권	공모발행 및 소액투자자(발행총량의 5% 이내 소유, 발행 인수 주선인 및 그 특수관계인 제외) 소유 투자계약증권, 수익증권
업무기준	증개신청의 방법, 증개신청의 취소 및 정정의 방법, 매매체결의 원칙 및 방법, 착오매매 정정의 방법, 매매체결내용의 통지방법, 매매계약의 이행방법, 기록의 작성·유지 방법, 발행인 현황 공시방법, 불량회원 제재기준, 이상거래 적출기준 등을 정할 것
금지행위	발행·인수·주선한 증권의 매매 중개 금지, 정보 제 3자 제공·누설 금지, 매매 중개업무와 다른 업무 간 결부 금지
기타	예탁금·건전성·권유·광고 등에 대해서는 증권사와 동일 규제 적용

# Q10. 증권사의 BM

## 상대적으로 수익성이 있는 부문은 발행 비즈니스

- 현재는 상품 소싱 능력이 가장 중요할 것으로 보임.
- 특정 토큰의 발행은 1개의 증권사에서만 가능하므로 거래량이 많아질 상품을 소싱해오면 마케팅 수단으로 활용 가능.
- 증권사가 토큰 증권을 발행할 경우, 발행 및 매매수수료와 운용 수익 확보 가능.
- 장기적으로는 발행 뿐 아니라 유통 플랫폼 영위할 시 증권사는 금융 플랫폼 도약 가능하다는 점에서 밸류업.



자료: 유진투자증권

# Q11. STO 전망

향후 1~2년간 수익성이 높은 사업은 아니지만 “자본시장의 혁신” 가능성은 분명

- 시행 초기에는 발행규모나 프라이빗 체인 등 제한적인 요건들로 인해 거래량이 적을 것으로 예상됨.
- 현 제도하에서는 거래량이 일정 이상 올라오기 전까지는 증권사 입장에서 수익성 높은 사업은 아닐 것으로 판단.
- 단기적으로는 증권사들의 수수료 인하 경쟁 외의 새로운 마케팅 방식으로 활용될 것으로 보임.
- 상품당 1개의 증권사에서만 발행할 수 있기 때문에 매력적인 상품을 소싱해오는 증권사의 경우 MTS의 MAU 증가 기대.



# Q12. 주요국 STO 현황

## 일본과 유사한 점이 가장 ↑

- 미국과 싱가포르의 토큰 증권 시장은 성장세가 둔화된 반면, 금융사 중심의 일본 STO 시장은 공모를 중심으로 활성화.
- 일본은 2019년 토큰증권 허용 법안을 통과시킨 후 2020년 5월부터 개정안 시행 및 자율규제기구 지정.
- 자율규제기구(JSTOA)는 SBI, Nomura, Rakuten 등 증권사 및 핀테크 회사들로 구성. 블록체인 플랫폼도 국내와 유사한 프라이빗 체인으로 구성.

일본 STO 사례

주체	형태	시기	규모	비고
케네딕스	물류시설 STO	2022.08	635억원	부동산 기반 자산운용사
LIFULL	부동산 크라우드펀딩	2020.03	150억원	부동산 크라우드펀딩 플랫폼
SBI 훌딩스	회사채	2021.04	10억원	인당 최소 투자금액 100만원/연 0.35%
SBI 훌딩스	자회사 주식	2020.10	5억원	최초의 STO 실적, 개당 50만원

자료: 유진투자증권

미국 STO 사례

자산명	형태	시가총액	토ken 권리
tZERO	거래플랫폼	1,121억원	거래소 수입 10% 배당
Millennium Sapphire	소유권	1,065억원	보석 '블루사파이어' 분할소유권
SPiCE VC	수익권	325억원	VC 투자 운용 수익 배당
Realio Security Token	배당권	15억원	채굴 보상 배당

자료: 유진투자증권

# Appendix. 증권 여부 판단 기준

## 기존 증권 정의는 동일. 추가로 실질적 내용을 기준으로 개별 판단

- 증권의 정의는 이미 자본시장법에 규정되어 있지만, 투자계약증권의 경우 적용례가 부족하다고 판단해 토큰 증권의 특성을 감안해 가이드라인 추가로 제시.
- 새로운 증권의 개념을 제시하거나 기존 증권의 범위가 달라진 것은 전혀 없음.
- 증권에 해당할 가능성이 높거나 or 낮은 경우에 대한 예시 제공. 구체적인 사안에 대해서는 자율적 판단 필요.

증권에 해당할 가능성 높은 경우	증권에 해당할 가능성이 낮은 경우
<ul style="list-style-type: none"><li>사업 운영에 대한 지분권을 갖거나 사업의 운영성과에 따른 배당권 및 잔여재산에 대한 분배청구권을 갖게 되는 경우 (ex: 지분증권)</li><li>일정기간 경과 후 투자금을 상환 받을 수 있는 경우 (ex: 채무증권)</li><li>신탁의 수익권을 갖게 되는 경우 (ex: 수익증권)</li><li>자본시장법상 <b>기초자산의 가격변동에 연동하여</b> 사전에 정해진 방식대로 달라지는 회수금액을 지급받는 경우(ex: 파생결합증권)</li><li>새로 발행된 증권을 청약·취득할 권리가 부여된 경우</li><li>예탁된 다른 증권에 대한 계약상 권리나 지분 관계를 가지는 경우(증권예탁증권)</li><li>발행인이 투자자의 금전 등으로 사업을 수행해 그 결과로 발생한 수익을 귀속시키는 경우</li><li>투자자 모집시 사업을 성공시킬 수 있는 <b>발행인의 노력 경험과 능력</b> 등에 대한 내용이 적극적으로 제시된 경우(ex: 투자계약증권)</li><li>투자자에게 지급되는 금전등이 형식적으로는 투자자 활동의 대가 형태를 가지더라도, 해당 대가의 주된 원천이 발행인이 투자자의 금전 등으로 사업을 수행한 결과로 발생한 수익이고 해당 대가가 투자자 활동보다는 사업 성과와 비례적인 관계에 있어 실질적으로 사업 수익을 <b>분배</b>하는 것에 해당하는 경우, 특히 투자자 모집시 사업 성과에 따른 수익 분배 성격이 적극적으로 제시된 경우(ex: 투자계약증권)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>발행인이 없거나, 투자가 가진 권리에 상응하는 의무를 이행해야하는 자가 없는 경우</li><li>디지털자산에 표시된 권리가 없거나, 사업 수익에 대한 투자자의 권리가 없는 경우</li><li>현재 또는 미래의 재화 서비스의 소비 이용을 목적으로 발행되고 사용되는 경우</li><li>지급결제 또는 교환매개로 활용하기 위해 안정적인 가치유지를 목적으로 발행되고 상환을 약속하지 않는 경우</li><li>투자가 사업의 관리·운영에 일상적으로 참여하여 사업에 대한 정보비대칭성이 없는 경우</li><li>투자가 사업의 성패를 좌우하는 중요한 재화·용역을 제공하고 그 대가에 해당하는 금전등만을 지급받는 경우</li><li>실물 자산에 대한 공유권만을 표시한 경우로서 공유목적물의 가격·가치 상승을 위한 발행인의 역할·기여 및 이익귀속에 대한 약정이 없는 경우</li></ul>

# Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당시의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당시의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당시 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)	당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만

(2022.12.31 기준)