

2025년 12월 18일

KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 투자전략팀

| 디지털 자산 감현정 hyunk@kiwoom.com

[#가상자산] 20. 스트래티지 비트코인 매도 가능성 점검

• 스트래티지 비트코인 매도 가능성 점검

- 지난 10월 MSCI가 총 자산의 50% 이상을 디지털자산으로 보유한 기업을 글로벌 투자 가능 지수에서 제외하는 방안을 검토한다고 밝혀 DAT 기업 전반의 주가 약세
- 스트래티지의 주가 하락폭도 확대되며, 시장 내 비트코인 매각 가능성에 대한 우려가 부각. 특히 전환사채 조기 상환일이 집중된 2028년을 전후로 스트래티지 발 매도 가능성 제기
- 다만 당사는 ATM 프로그램을 통해 현금 유동성을 확보하고 있으며, 2028년에 비트코인 5차 반감기가 예정되어 있다는 점에서 가격 및 주가 회복 가능성도 함께 고려할 필요가 있음
- 결국 스트래티지의 단기적인 비트코인 매도 리스크는 제한적이라고 판단. 단, MSCI 지수 잔류 여부 확정 전까지는 주가 변동성 확대 주의 필요

스트래티지 비트코인 매도 가능성 점검

최근 비트코인 등 디지털자산 보유 전략 채택 기업(DAT, Digital Assets Treasury)들의 주가 약세 흐름이 이어지고 있다. 가장 대표적인 기업으로 대규모 비트코인을 매입·보유하고 있는 스트래티지(MSTR)의 주가 역시 최고점 대비 약 60% 하락한 모습이다. 이러한 배경에는 지난 10월 MSCI가 총 자산의 50% 이상을 디지털자산으로 보유하고 있는 기업들을 '글로벌 투자 가능 지수(Global Investable Market Indexes)'에서 제외하는 방안을 추진하고 있다고 밝힌 데에 있다. 실제로 MSCI는 현재 이와 관련하여 시장 의견을 수렴하고 있으며, 스트래티지는 이러한 조치에 대해서 강경하게 반박하는 입장을 표명하기도 하였다.

해당 조치에 대한 결과는 다가오는 1월에 구체화될 예정이다. 그러므로 아직은 DAT 기업들의 MSCI 편출 가능성에 대해서 명확하게 언급할 수 있는 상황은 아니다. 다만, 편출 시 DAT 기업들의 불안정한 재무 구조 리스크가 부각될 수 있으며, 기관들의 투자 자금 이탈 가능성은 높다. 이러한 가능성들이 현재 스트래티지의 주가 하방 요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다.

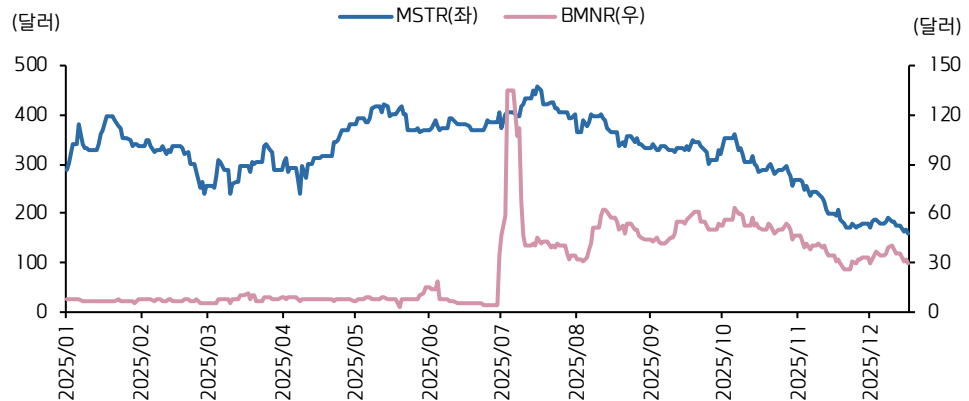
Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사는 분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사는 분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

스트래티지(MSTR) · 비트마인(BMNR) 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권리서치센터

DAT 기업 MSCI 편출 의견 수렴

Summary of the Proposal

MSCI is conducting a consultation on a proposal whether to exclude companies whose primary business involves Bitcoin or other digital asset treasury activities from the MSCI Global Investable Market Indexes, if digital asset holdings represent 50% or more of their total assets.

Some market participants have expressed that such companies may exhibit characteristics similar to investment funds, which are currently not eligible for index inclusion.

MSCI published a preliminary list of securities (please refer to slide 3) within the MSCI All Cap Index universe that could potentially be impacted should the proposal be implemented.

MSCI invites feedback from market participants on or before **December 31, 2025**. The consultation results are scheduled to be announced by **January 15, 2026**, which may or may not result in changes to the MSCI indexes. MSCI proposes that any resulting changes would be implemented as part of the **February 2026 Index Review**.

자료: MSCI

스트래티지의 MSCI 지수 편출에 대한 반박 입장

주요 내용	● 디지털자산 보유 비중이 총 50% 이상인 기업을 MSCI 지수에서 제외하는 방안은 부적절 - 디지털자산을 대규모로 보유하고 있다는 이유만으로 해당 기업을 운영회사가 아닌 투자펀드에 준하는 존재로 분류하는 것은 기업의 실질적 성격을 왜곡 - 자산 구성 비중을 기준으로 특정 산업 및 자산을 배제하는 방식은 MSCI 지수의 중립성과 원칙에 반함
논의 및 근거	● 비트코인 및 디지털자산은 기반 기술 - 디지털자산은 단순한 투자자산이나 투기적 상품이 아닌 기반 기술(Foundational Technologies) - 비트코인은 저장 가치, 결제, 담보, 금융 인프라의 역할을 동시에 수행할 수 있는 자산
	● DAT 기업은 새로운 금융 시스템을 구축하는 주체 - DAT 기업은 디지털자산을 보유하는 것을 넘어 자금조달, 신용창출, 해지 구조 설계, 자본 구조 혁신 등 기존 금융 시스템에서 은행과 자본시장이 수행해 온 기능을 기업 차원에서 재구성 - 차세대 금융 시스템을 실험 · 구축하는 운영 주체로 인식해야 함
	● DAT는 미국이 디지털자산 기반 성장을 주도 - 미국 정부와 규제 당국은 디지털자산을 제도권 내에서 관리 및 흡수하려는 방향으로 전환 - 미국 정책 변화 속 DAT는 선도적인 역할을 수행할 수 있음
	● MSCI 지수에 포함되어야 하는 이유 - DAT는 투자펀드가 아니라 실질적인 운영 기업 - 디지털자산에만 적용되는 50% 기준은 차별적이며 자의적이고 실무적으로 작동하기 어려움 - 연방 정부의 전략 기조와 충돌되며 혁신을 위축시킬 우려가 있음

자료: 스트래티지, 키움증권 리서치센터

대규모 비트코인을 보유한 스트래티지의 주가가 빠른 속도로 하락하자 시장에서는 동사가 비트코인을 대규모 매도할 수 있다는 가능성이 제기되고 있다. 이러한 가운데 스트래티지의 CEO인 폰 르(Phong Le)가 “스트래티지 주가가 기업 가치 대비 보유 순자산 가치(mNAV)보다 낮게 거래되고 동시에 새로운 자본을 조달할 수 없게 되면 최후의 수단으로 비트코인을 매도할 수 있다.”고 발언하였다. 이로 인해 시장은 스트래티지의 비트코인 매도 기준이 실제로 언급되었다는 부분과 비트코인 장기 보유의 상징이 희석되었다는 점에 주목하였고, 이는 비트코인에 대한 투자 심리 위축으로 이어졌다.

그러나 스트래티지의 비트코인 매도 언급은 과거 동사가 미국 증권거래위원회(SEC)에 제출한 서면에서도 확인된다. 관련하여 동사는 SEC 제출 문서인 8-K를 통해 2022년 12월 22일 704개의 비트코인을 매도하였다는 내용을 기재하였다. 또한 이후에도 지속적으로 기업 재무건전성을 위해서는 비트코인을 매도할 수 있다는 가능성을 언급해왔다. 결국 단순히 스트래티지의 CEO의 발언으로 비트코인에 대한 회사의 입장이 변화하였다고 보기는 어렵다. 실제로 해당 언급 이후 스트래티지는 비트코인을 추가 매수하며 기존의 비트코인 장기 보유에 대한 입장을 고수하고 있음을 표현하기도 했다. 따라서 스트래티지의 입장 변화 여부에 초점을 두기 보다는 실제로 동사의 매도 가능성을 살펴볼 필요가 있다.

스트래티지의 2022년 12월 비트코인 매도 관련 언급

- On December 22, 2022, MacroStrategy sold approximately 704 bitcoins for cash proceeds of approximately \$11.8 million, at an average price of approximately \$16,776 per bitcoin, net of fees and expenses. MicroStrategy plans to carry back the capital losses resulting from this transaction against previous capital gains, to the extent such carrybacks are available under the federal income tax laws currently in effect, which may generate a tax benefit.

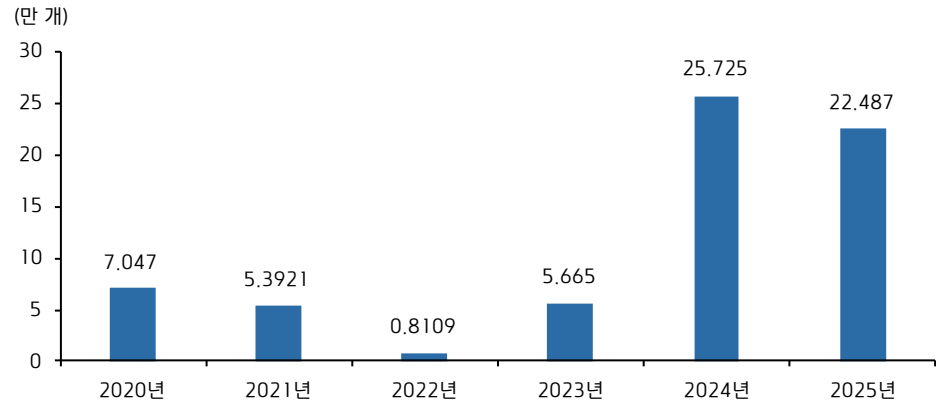
자료: SEC.gov

스트래티지의 비트코인 매도 가능성에 대한 언급 내용

Limited Ability to Adjust Expenses. We base our operating expense budgets on expected revenue trends and strategic objectives. Many of our expenses, such as interest expense on our debt, dividend obligations on our outstanding Preferred Stock, tax liabilities, office leases and certain personnel costs, are relatively fixed. We do not expect the cash generated by our software operations to be sufficient to cover such expenses, and we expect to use proceeds from equity or debt financings to pay our expenses and satisfy our liquidity needs that are in excess of our operating cash flows. If we are unable to secure equity or debt financing in a timely manner, on favorable terms, or at all, we may be required to sell bitcoin to satisfy our financial obligations. Such actions could cause significant variation in our operating results in any quarter.

자료: SEC.gov

스트래티지의 비트코인 연도별 매입량



자료: 스트래티지, 키움증권리서치센터

스트래티지는 과거 전환사채를 통해 비트코인을 매입해왔다. 이에 따라 전환사채 상환 시점이 비트코인 매도 가능성이 높아지는 시기로 볼 수 있다. 이를 스트래티지가 공개한 과거 전환사채 발행 이력을 통해 살펴보면, 2024년에 대거 발행되었던 전환사채의 조기 상환일이 2028년에 집중되어 있음이 확인된다. 이로써 만일 투자자들이 비트코인 가격 하락, 동사의 주가 하락 등의 극단적인 상황에서 조기 상환을 요청할 경우 스트래티지는 2028년에만 약 64억 달러를 상환해야 하는 의무를 진다. 이에 일각에서 2028년이 스트래티지 발(發) 비트코인 매도 물량 출현 가능성이 제기되었다.

L

스트래티지 전환사채 발행 이력

명칭	발행일	가격(\$)	상환일	조기상환일	발행 규모(\$M)
Convert 2028	2024-09-20	122.89	2028-09-16	2027-09-16	1,010
Convert 2029	2024-11-22	82.37	2029-12-02	2028-06-02	3,000
Convert 2030 A	2024-03-09	134.28	2030-03-16	2028-09-16	800
Convert 2030 B	2025-02-22	88.42	2030-03-02	2028-03-02	2,000
Convert 2031	2024-03-19	106	2031-03-16	2028-09-16	604
Convert 2032	2024-06-18	114.76	2032-06-16	2029-06-16	800

자료: 스트래티지, 키움증권 리서치센터

그렇다면 2028년에 실제로 스트래티지가 다량의 비트코인을 매도할까? 결론적으로 이러한 상황이 발생할 가능성은 낮다고 판단한다. 이는 동사는 2028년 전환사채 상환을 대비하여 ①ATM(At The Market) 프로그램을 통해 현금을 비축하였으며, ②2028년은 비트코인 5차 반감기로 가격 및 주가 상승에 대한 수혜를 기대해볼 수 있기 때문이다.

우선 스트래티지는 2025년에 현금 확보를 목적으로 ATM 프로그램을 적극 도입하고 있다. ATM은 SEC에 사전 등록된 증권을 회사의 재량에 따라 시장 가격에 연동하여 장내에서 수시로 매각할 수 있도록 구성된 프로그램으로 기업의 현금 조달 과정에서 주로 이용된다. 이에 스트래티지는 4가지 형태의 ATM 프로그램을 통해 현금 자산 확보 수단을 마련하였다.

4가지 ATM 프로그램은 STRF, STRC, STRK, STRD 등으로 구성되어 있다. 각각의 프로그램은 배당금 규모, 배당률 등에서 일부 차이가 있어 다양한 투자자를 대상으로 한다. 이에 현재 동사는 전환사채 추가 발행 없이 비트코인에 투자 자원을 마련하고 있으며, 상황에 따라 ATM 프로그램을 이용한 현금 마련도 가능하다고 볼 수 있다. 현재, 스트래티지의 ATM 프로그램은 안정적인 배당금을 지급하고 있어 투자 수요가 안정적인 것으로 확인되며 약 47억 달러 규모의 투자를 받은 것으로 보인다. 결국 이와 같은 흐름이 장기간 이어질 경우 2028년 전환사채 상환 요청 시 다량의 비트코인 매도 없이도 대응할 수 있을 것으로 예상된다.

스트래티지 ATM 프로그램 상세 정보

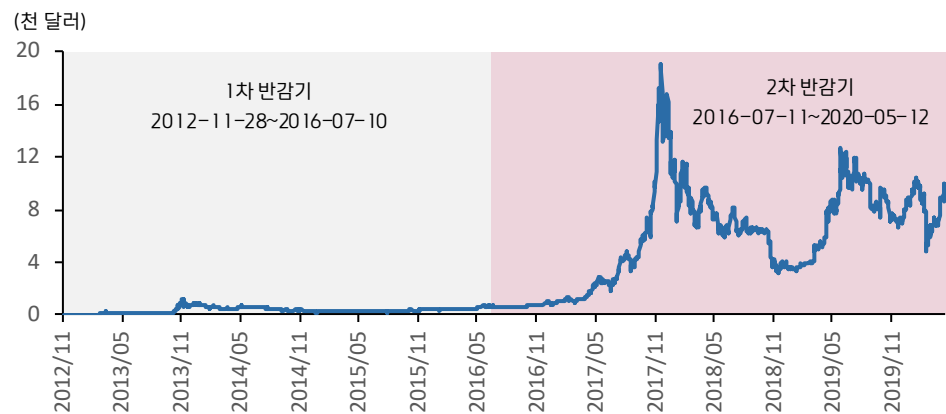
구분	STRF	STRC	STRK	STRD
최초 발행일	2025-03-25	2025-07-29	2025-02-05	2025-06-10
최초 발행 주식 수	8,500,000	28,011,111	7,300,000	11,764,700
IPO 가격	\$85	\$90	\$80	\$85
순조달 금액(\$M)	710.873	2,473.800	563.226	979.486
연 배당률	10%	10%	8%	10%
누적 배당 여부	O	O	O	X
배당 지급 방식	현금	현금	현금, 클래스 A 보통주, 또는 혼합	현금

자료: SEC, 키움증권 리서치센터

더불어 상환 문제가 발생할 수 있는 2028년은 비트코인 5차 반감기가 예정된 연도라는 점도 주목해볼 필요가 있다. 이는 과거 비트코인은 반감기를 전후로 가격이 상승하는 흐름을 보였기 때문이다. 실제로 1차 반감기부터 4차 반감기 모두 해당 시기에 비트코인은 공급 감소에 따른 가격 상승 기대감이 높아지며 긍정적인 흐름을 보여왔다. 그리고 이후 12개월에서 18개월 사이 최고점을 기록하는 모습도 확인된다. 이러한 점에 비추어볼 때 2028년에 있을 5차 반감기에서도 비슷한 흐름이 이어질 가능성이 높으며, 이는 스트래티지 주가 상승 및 전환사채에 대한 투자자 조기 상환 청구 규모 감소로 이어질 것으로 전망한다.

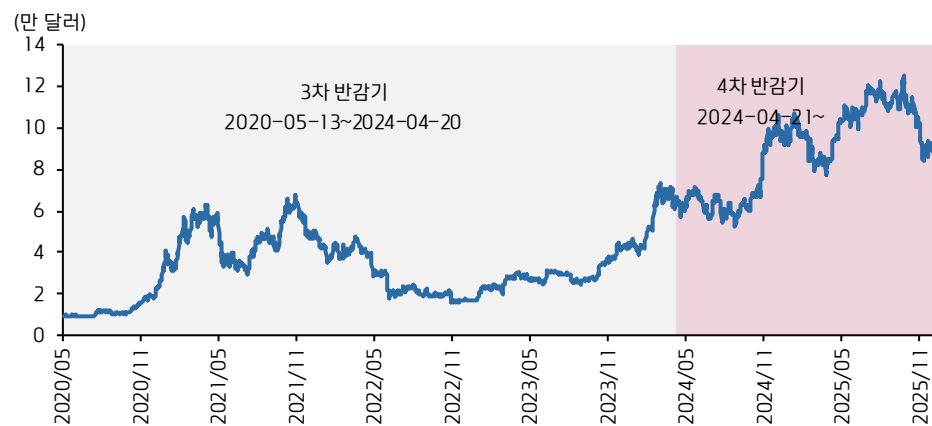
결론적으로 단기간 내에 스트래티지가 대규모의 비트코인을 매도할 가능성은 낮을 것으로 전망한다. 따라서 현 시점에서 스트래티지 발(發) 비트코인 매도에 대한 우려는 과도하다고 판단한다. 다만, MSCI 글로벌 투자 가능 지수 잔류 여부가 확정되기 전까지는 스트래티지 등을 비롯한 DAT 기업들의 재무건전성 우려가 수시로 등장할 수 있으며, 이는 해당 주가 변동성을 높일 것으로 보인다. 그러므로 DAT 기업 투자에 대한 시장의 경계감은 한동안 유지될 것으로 예상된다.

비트코인 1차 반감기 ~ 2차 반감기 가격 동향



자료: Bloomberg, 키움증권리서치센터

비트코인 3차 반감기 ~ 4차 반감기 가격 동향



자료: Bloomberg, 키움증권리서치센터