

Strategy, Digital Credit Capital Framework 발표

[디지털 자산] 양현경 2122-9213 beebie2724@imfnsec.com

Check Point

- 6.29일 Strategy(+12.60%), Digital Credit Capital Framework 발표. ①USD Reserve 정책, ②STRC 배당 정책 개편, ③우선주 매입 프로그램, ④MSTR 보통주 매입 프로그램, ⑤비트코인 현금화 프로그램으로 구성
- 단기적으로는 우선주와 보통주 가격 안정, 배당 지급 신뢰도 개선, 유동성 리스크 완화에 긍정적임. 다만, 중장기적으로 BTC 가격 상승이 동반되지 않는다면 높은 배당 부담, USD Reserve 소진, BTC 매각 압력, 전환사채 조기상환 부담 등 구조적 재무 리스크는 재차 부각

Strategy(MSTR)는 Digital Credit Capital Framework 발표

6월 29일 Strategy(MSTR)는 Digital Credit Capital Framework를 발표하며 주가가 12.6% 급등했다. 이번 발표는 단순한 주주환원 정책이라기보다, 비트코인 최대 보유 기업인 Strategy가 기존의 일방향 비트코인 매수 전략에서 벗어나 유동성 관리, 우선주 가격 방어, 보통주 주가 안정, 필요 시 BTC 현금화까지 포함하는 유연한 자본 운용 체계로 전환했음을 시사한다.

Strategy가 발표한 Digital Credit Capital Framework는 ①USD Reserve 정책, ②STRC 배당 정책 개편, ③우선주 매입 프로그램, ④MSTR 보통주 매입 프로그램, ⑤비트코인 현금화 프로그램으로 구성된다. Strategy는 해당 프레임워크의 목적을 우선주 신용도 강화, 유동성 개선, 장기 비트코인 노출 유지, 주주가치 제고로 설명했다. 특히 마이클 세일러는 비트코인을 여전히 핵심 준비자산으로 유지하되, Digital Credit에는 유동성, 규율, 유연한 자본관리가 필요하다고 언급했다.

핵심은 ①USD Reserve와 ⑤BTC 현금화 프로그램이다. Strategy의 USD Reserve는 2026년 6월 28일 기준 약 25.5억달러로, 현재 예상되는 연간 우선주 배당 및 이자비용 약 17.6억달러의 17.4개월분에 해당한다. 이사회는 최소 12개월분의 USD Reserve를 유지하는 정책을 승인했으며, 12개월 이하로 축소될 경우 별도 이사회 승인이 필요하다. 여기에 최대 12.5억달러 규모의 BTC 현금화 승인분까지 포함할 경우 총 유동성 커버리지는 약 38억달러, 약 25.9개월분으로 확대된다.

②우선주 측면에서는 STRC의 연간 배당률을 7월 1일부터 12.0%로 인상했다. Strategy는 STRC가 장기적으로 액면가에 가까운 99~100달러 수준에서 거래되는 것을 목표로 하고 있으며, 이번 배당률 인상과 USD Reserve 확충, 우선주 매입 프로그램은 모두 STRC 가격 안정과 배당 지급 신뢰도 회복을 겨냥한 조치로 해석된다. 다만 회사는 STRC 배당이 이사회 선언 사항이며 보장되는 것은 아니라고 명시했다. ③,④주주환원 측면에서는 최대 10억달러 규모의 우선주 매입 프로그램과 최대 10억달러 규모의 MSTR 보통주 매입 프로그램을 각각 승인했다. 우선주 매입은 STRC, STRF, STRD, STRK 등이 할인 거래될 경우 배당 부담을 낮추고 자본구조를 개선하는 효과가 있다. 보통주 매입은 MSTR이 내재가치 대비 저평가되어 있다고 판단될 때 주주가치 제고 수단으로 활용될 수 있다. 다만 두 프로그램 모두 실제 매입 의무는 없으며, 시장 상황과 경영진 판단에 따라 수정, 중단, 종료될 수 있다.

이번 프레임워크의 가장 큰 변화는 ⑤비트코인 현금화 프로그램이다. Strategy는 필요 시 비트코인을 매각해 USD Reserve를 확충하거나, 우선주 배당 및 이자비용을 지급하거나, 우선주 및 보통주 매입 재원으로 활용할 수 있도록 했다. 이는 과거 비트코인 보유량 확대에 집중했던 전략과는 다른 접근이다. Strategy는 프로그램이 BTC 매각 의무를 의미하지는 않는다고 강조했다. 시장 입장에서는 Strategy가 사실상 "비트코인 비매각 원칙"에서 한발 물러나 재무 안정성을 우선시하기 시작한 것으로 해석할 수 있다.

단기적으로 이번 발표는 긍정적이다. 첫째, USD Reserve 확대는 우선주 배당 및 이자 지급에 대한 신뢰도를 높인다. 둘째, STRC 배당률 인상과 우선주 매입 가능성은 할인 거래되던 우선주 가격 안정에 기여할 수 있다. 셋째, 보통주 매입 프로그램은 MSTR 주가가 BTC 순자산가치 대비 과도하게 할인될 경우 하방 방어 장치로 작용할 수 있다. 넷째, BTC 현금화 옵션은 자본시장 접근성이 악화되는 구간에서 유동성 리스크를 완화하는 안전판 역할을 한다.

그러나 중장기 관점에서는 프레임워크의 효과가 비트코인 가격 회복 여부에 크게 의존할 가능성이 높다. Strategy의 구조는 여전히 BTC 가격 상승을 전제로 한 레버리지형 비트코인 익스포저에 가깝다. BTC 가격이 반등하지 못할 경우, 높은 우선주 배당과 전환사채 이자 부담은 지속되고, USD Reserve는 점진적으로 소진될 수밖에 없다. 이 경우 배당 및 이자 지급을 위해 BTC 매각이 반복될 가능성이 높아지며, 이는 Strategy의 장기 BTC 보유 스토리와 주가 프리미엄을 약화시키는 요인으로 작용할 수 있다.

Strategy는 USD Reserve를 통해 17.4개월, BTC 현금화 승인분 포함 시 25.9개월의 배당·이자비용을 방어할 수 있는 유동성 완충장치를 마련했다. 이는 단순한 단기 유동성 보강을 넘어, 5차 비트코인 반감기(2028년 4월 17일 예상)까지 시간을 확보하기 위한 자본관리 전략으로 해석된다. 결국 Strategy는 현재의 BTC 약세 국면을 방어하면서 다음 공급 축소 사이클에서 BTC 보유가치 회복을 통해 우선주 배당 부담과 자본구조 리스크를 완화하려는 것으로 판단된다.

결론적으로 Digital Credit Capital Framework는 Strategy의 BTC 중심 재무전략을 지속하기 위한 방어적 자본관리 체계로 해석된다. 단기적으로는 우선주와 보통주 가격 안정, 배당 지급 신뢰도 개선, 유동성 리스크 완화에 긍정적이다. 그러나 중장기적으로 BTC 가격 상승이 동반되지 않는다면 높은 배당 부담, USD Reserve 소진, BTC 매각 압력, 전환사채 조기상환 부담이라는 구조적 리스크는 재차 부각될 수 있다. 따라서 이번 프레임워크는 MSTR의 투자 매력을 회복시키는 계기라기보다, BTC 가격 회복 전까지 시간을 벌기 위한 방어적 조치로 평가하는 것이 적절하다.

Strategy가 발표한 디지털 크레딧 캐피탈 프레임워크

구성요소	핵내용	목적
USD Reserve Policy	우선주 배당·부채 이자 지급을 위한 달러 준비금 유지	Digital Credit Securities의 신용 안정성 강화
STRC Dividend Policy	STRC 배당률을 연 12%로 인상, 월별 조정 가능	STRC 가격을 액면가 100달러 근처로 유도
Digital Credit Securities Repurchase Program	STRC·STRF·STRD·STRK 최대 10억 달러 매입 가능	할인 거래되는 우선주 매입해 배당 부담 축소
MSTR Repurchase Program	MSTR 보통주 최대 10억 달러 자사주 매입 가능	보통주 저평가 시 주주가치 제고
BTC Monetization Program	필요 시 BTC 일부 매각 가능	준비금 보충, 배당·이자 지급, 증권 매입 재원 마련

자료: Strategy, iM증권 리서치본부

Strategy 전환사채 및 우선주 발행 현황: 전환사채는 현금 상환 리스크 & 우선주는 높은 배당 수익률 지급 부담

전환사채	금액(\$M)	누적 금액 (\$M)	듀레이션	BTC Rating	이자율
전환사채 2028	1,010	626	1.2	80.5x	0.625%
전환사채 2030 B	2,000	1,867	1.7	27.0x	0%
전환사채 2029	1,500	2,797	1.9	18.0x	0%
전환사채 2030 A	800	3,668	2.2	13.7x	0.63%
전환사채 2031	604	3,668	2.2	13.7x	0.88%
전환사채 2032	800	4,164	3.0	12.1x	2.25%
우선주	금액(\$M)	누적 금액 (\$M)	듀레이션	BTC Rating	배당수익률
STRF	1,284	5,448	9	9.3x	10.00%
STRC	10,489	15,937	7.1	3.2x	12.00%
STRE	883	16,820	8.3	3.0x	10.00%
STRK	1,402	18,222	7.7	2.8x	8.00%
STRD	1,402	19,624	5.9	2.6x	10.00%

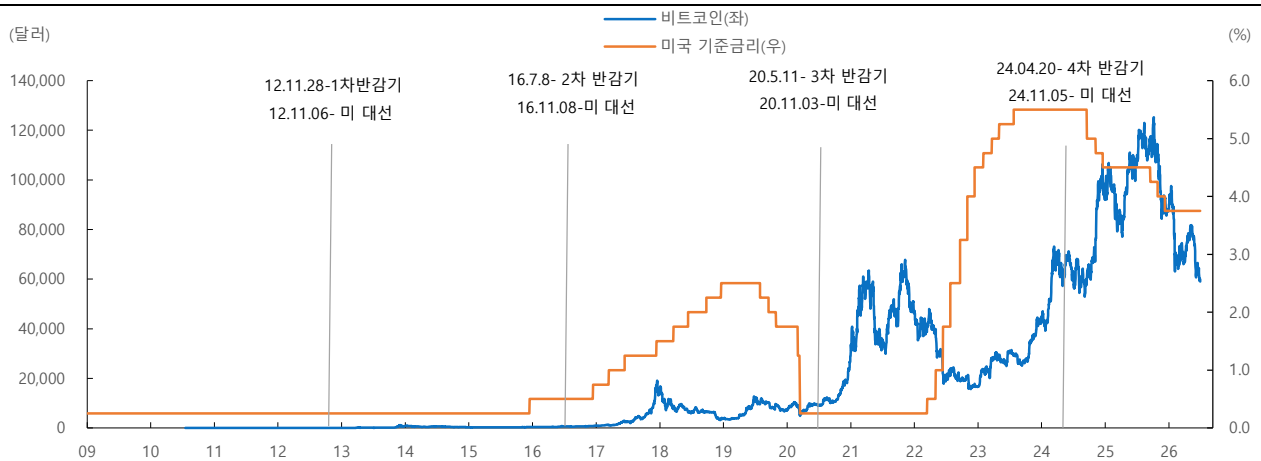
자료: Strategy, iM증권 리서치본부

6.29일 기준 MSTR 주가 92.68달러, 전환사채 전환가격은 149~672달러에 분포해 있는 가운데 만기 혹은 조기상환 청구(Put Date) 때 전환사채 전환 불발 시 전환사채 조기상환 부담 확대 리스크 존재

전환사채 구분	발행일	만기	조기상환 청구권	이자율	명목금액 (\$M)	전환가격
전환사채 2028	2024-09-20	2028-09-16	2027-09-16	0.00625	1010	183.19
전환사채 2029	2024-11-22	2029-12-02	2028-06-02	0	1500	672.4
전환사채 2030 A	2024-03-09	2030-03-16	2028-09-16	0.00625	800	149.77
전환사채 2030 B	2025-02-22	2030-03-02	2028-03-02	0	2000	433.43
전환사채 2031	2024-03-19	2031-03-16	2028-09-16	0.00875	604	232.72
전환사채 2032	2024-06-18	2032-06-16	2029-06-16	0.0225	800	204.33

자료: Strategy, iM증권 리서치본부

Strategy(MSTR)는 Digital Credit Capital Framework, 5차 비트코인 반감기(2028년 4월 17일 예상)까지 시간을 확보하기 위한 자본관리 전략으로 판단



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

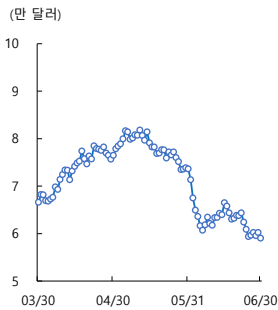
전주 Digital Asset Comment

6월 FOMC 이후 시장은 미 연준의 연내 금리 인상 가능성을 반영하며 위험자산 선호심리 위축. 달러 강세 영향으로 디베이스먼트 트레이딩으로 상승했던 금, 은 등 원자재와 가상자산은 약세 시현. 또한 스페이스X 상장과 AI 반도체 중심의 자금 쏠림 현상으로 가상자산 현물 ETF에서 자금 유출 확대되며 가상자산 가격의 하방 압력으로 작용. 글로벌 매크로 환경 및 AI 반도체 자금 쏠림현상으로 가상자산 시장 약세 지속

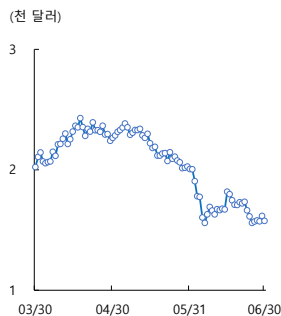
가상자산 News Flow

주요기사	언론사, 날짜
입법 1순위 '디지털자산'...가상자산 과세-집중투표제 후속도 출대기 [후반기 국회 입법시계②]	이투데이 6.28
갤럭시리서치, CLARITY법 통과 가능성 50%로 하향...상원 일정 촉박	비인크립토 6.29
키움증권 "빗썸 지분 인수 확정된 사항 없어, 다양한 방안 검토 중"	비즈니스 포스트, 6.29
가상자산 칼바람에도...韓 물러드는 해외 블록체인 플랫폼들	뉴스1 6.30
[코인뉴스] 비트코인, '5만8000달러' 경고등 켜졌다	데일리안 6.30

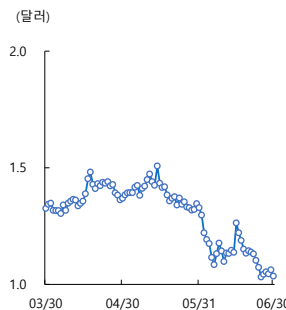
비트코인



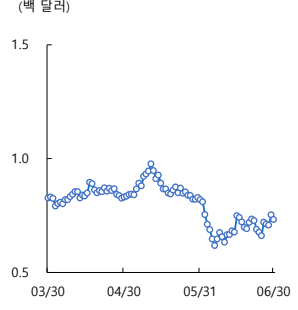
이더리움



리플



솔라나



일주일간 수익률 상위 종목(시총 주요 종목 기준)

순위	종목명	1D (%)	1W (%)	1M (%)	1Y (%)	증가 (\$)	시총 (\$1M)
1	엔진 코인	0.0	11.9	-7.8	-57.4	0.0	68
2	솔라나	-2.2	6.8	-10.1	-51.2	73.6	42,501
3	비트코인 캐시	-1.1	3.5	-33.6	-59.8	199.4	3,977
4	USDC	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	73,597
5	테더	0.0	0.0	0.0	-0.2	1.0	184,595
6	라이트코인	-3.8	-0.4	-19.5	-51.9	41.7	3,268
7	이더리움 클래식	-3.0	-1.8	-15.1	-58.1	6.9	1,091
8	팬텀	0.0	-3.4	-25.6	-91.0	0.0	80
9	메이커	0.0	-3.6	-38.0	-38.2	1255.1	669
10	모네로	-2.4	-3.8	-15.5	-1.5	306.5	5,687

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

일주일간 수익률 하위 종목(시총 주요 종목 기준)

순위	종목명	1D (%)	1W (%)	1M (%)	1Y (%)	증가 (\$)	시총 (\$1M)
1	바이지터텍션토큰	-8.8	-14.8	-35.6	-40.3	0.1	120
2	알고랜드	-4.4	-14.1	-35.8	-56.0	0.1	751
3	코스모스	-2.1	-12.6	-23.2	-64.3	1.5	778
4	디센트럴랜드	-1.7	-12.3	-26.1	-76.0	0.1	123
5	플카닷	-1.0	-9.9	-30.4	-76.1	0.8	1,376
6	대시	-1.2	-9.7	-16.8	63.7	32.7	411
7	샌드	-1.3	-9.5	-32.5	-81.2	0.0	137
8	커브 다오 토큰	-2.4	-9.2	-13.2	-64.8	0.2	284
9	파일 코인	-1.7	-8.6	-23.1	-68.5	0.7	570
10	도지코인	-2.2	-8.3	-27.9	-56.1	0.1	11,015

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

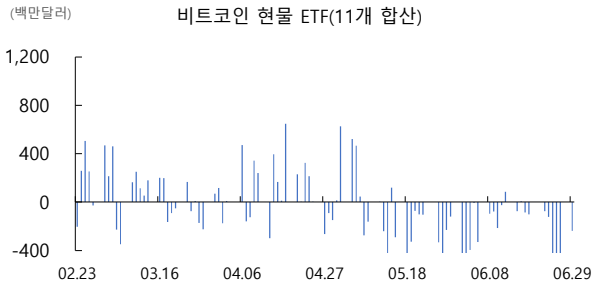
전주 일주일간 거래대금 상위 ETF(주요 종목 기준)

구분	티커	수익률(1W, %)	AUM(\$1B)	운용보수	거래대금(1W, \$1M)	배당수익률	연배당 횟수
비트코인 현물	IBIT	-1.17	48.06	0.25%	5,972	-	-
비트코인 선물	BITO	-1.04	1.42	0.95%	9,322	68.95%	월배당
이더리움 현물	ETHA	2.47	4.87	0.25%	1,581	-	-
비트코인 현물	FBTC	-1.05	11.33	0.25%	658	-	-
비트코인 현물	GBTC	-1.09	8.81	1.50%	289	-	-
이더리움 현물	ETH	2.40	1.49	0%	178	-	-
비트코인 현물	BTC	-1.03	3.37	0.15%	193	-	-
비트코인 현물	BITB	-1.13	2.31	0.20%	159	-	-
비트코인 현물	ARKB	-0.95	2.02	0.21%	128	-	-
이더리움 현물	FETH	2.47	0.81	0.25%	111	-	-

자료: Bloomberg, ETF Check, iM증권 리서치본부

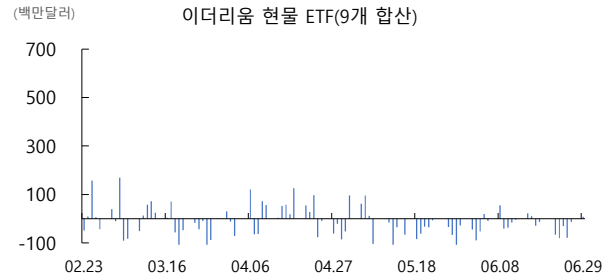
주) 높은 배당수익률은 비트코인 선물차익을 분배금으로 나눠주기 때문. 코인 상승장에서는 분배금이 많으나 하락장에서는 줄어드는 특징 존재

비트코인 ETF 펀드 플로우



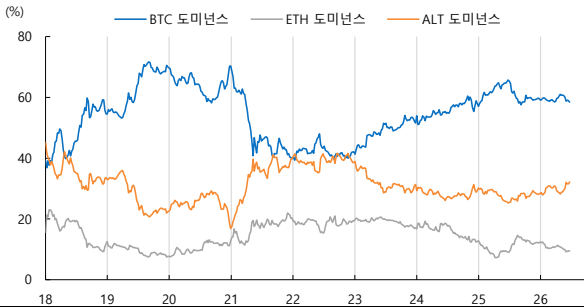
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

이더리움 ETF 펀드 플로우



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

비트코인/이더리움/알트코인 도미넌스



자료: Trading View, iM증권 리서치본부

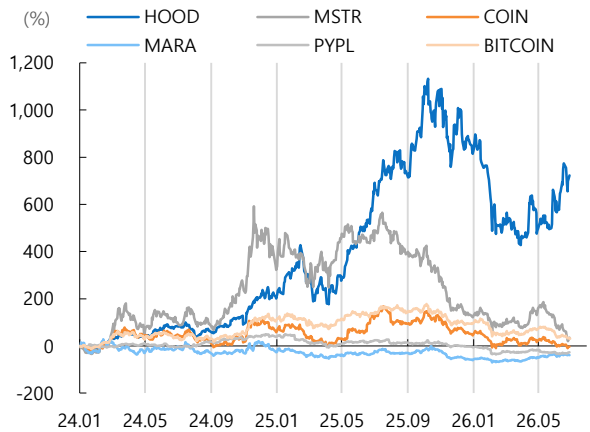
주) 도미넌스란 전체 시가총액에서 해당 자산 시가총액이 차지하는 비중

비트코인 가격과 김치 프리미엄



자료: Trading View, iM증권 리서치본부

가상화폐 관련 상장사 주가 수익률



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

코인 및 자산별 상관관계(3M)

구분	비트코인	이더리움	리플	테더	솔라나
S&P 500	-0.05	-0.39	-0.29	-0.61	-0.22
Nasdaq	-0.17	-0.50	-0.39	-0.69	-0.31
미국채 2Y	-0.50	-0.78	-0.69	-0.78	-0.60
미국채 10Y	-0.16	-0.48	-0.34	-0.63	-0.30
DXY	-0.85	-0.86	-0.85	-0.64	-0.77
WTI	0.59	0.63	0.65	0.44	0.57
금	0.76	0.92	0.90	0.74	0.84

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.