트레이드 렌즈
TRADE LENS

투자에 초점을 맞추다.

CRYPTO INSIGHT / No.10

MSCI 편출 · 패시브 수급 · 비트코인 재무기업의 자본배분

# MSCI에서 퇴출되는 비트코인 기업

# 스트래티지의 자금조달 모델은 흔들리는가

지수 변경에서 발행 조건·우선주 재매입·달러 유동성까지

| 2026.11.30 | 2.838억 달러 | 66.3% |
| --- | --- | --- |
| 변경 적용 예정 · 장 마감 후 [1] | 11/2~8 보통주 순조달 [5] | 같은 조달액 중 STRC 재매입 [5] |

**MSCI 추종 수요가 줄어도 코인이 바로 팔리지는 않는다.**
**그러나 새 자본을 조달하는 조건은 더 까다로워진다.**

11월 편출의 전달 경로와 실제 자금 사용을 연결해, 축적 모델의 둔화와 지급 압박을 구분한다.

분석 기준일 2026.11.14

TRADELENS.KR

시장구조·자본조달·유동성·가치 귀속 분석

01 / RESEARCH VIEW

# 흔들리는 것은 보유 코인보다 축적의 조건이다

TradeLens 판단 | 지수 편출은 자본조달의 가격과 자금 사용 우선순위를 바꿀 수 있다.

### 핵심 결론

MSCI 편출은 스트래티지의 비트코인을 자동 매각시키는 사건이 아니다. 그러나 보통주 수요와 발행가격이 약해지면 같은 금액을 조달할 때 희석이 커지고, 새 자금은 코인 매입보다 우선주 재매입·배당·달러 유동성 유지에 더 많이 배분될 수 있다. 기본 판단은 **즉각적인 지급위기보다 축적 속도와 주당 축적 효율의 압박**이다.

### 무슨 변화인가

11월 정기변경에서 스트래티지 편출이 발표됐다. 적용은 11월 30일 장 마감 후이며, 발표와 실제 리밸런싱을 나눠 본다. [1] [8]

### 왜 중요한가

지수 추종 수요의 감소는 회사의 현금 유출이 아니라 발행 조건의 악화로 전달된다. 조달 가능액과 주주가 부담할 희석이 동시에 달라진다.

### 누가 영향을 받나

기존 보통주 주주는 희석·잔여가치에 노출된다. 우선주 보유자는 배당과 재매입의 영향을 받으며, 비트코인 시장에는 신규 매입 수요의 변화가 전달된다.

### 무엇이 판단을 바꾸나

편출 후에도 비용 차감 발행가격과 유동성이 안정되고, 우선순위 지급을 충족한 뒤 주당 BTC가 늘면 축적 모델의 회복력이 확인된다.

충격은 빈 대차대조표에 발생하지 않는다. 11월 8일 회사는 USD Reserve 47.7억 달러와 USD Cash 1.462억 달러를 공표했다. 반면 11월 2~8일 조달액의 66.3%는 STRC 재매입에 쓰였다. 이 기간은 편출 발표 이전이므로, 이미 진행 중인 자본배분의 변화 위에 지수 충격이 더해지는 구조다. [5]

### 독자에게 남길 기준

지수 연계 주식 수요 → 실제 발행가격·순조달액 → 선순위 현금 소요 → BTC 매입·매각 → 보통주 1주에 남는 경제적 몫. 이 연결의 지속성이 모델의 질이다.

02 / EVENT & METHODOLOGY

# 확정된 것은 편출이고, 아직 남은 것은 실행이다

‘비트코인 50% 보유 금지’가 아니라 새 비영업 기업 적격성 기준이 적용된다.

| 시점 | 확인된 단계 | 이번 분석의 의미 |
|---|---|---|
| 2026년 1월 | 2월 리뷰에 DAT 일괄 배제안을 시행하지 않고 후속 검토 예고 [10] | 당시 보류가 영구적인 편입 보장은 아니었다. |
| 10월 15일 | 비영업 기업 적격성 방법론 확정 [2] | 영업자산 핵심 심사 후 5개 재무비율로 판단한다. |
| 11월 11일 | 정기변경·최종 영향 공지, 스트래티지 편출 발표 [1] [3] [8] | 발표 후 가격 반응과 실제 추종자금 매매를 구분한다. |
| 11월 30일 장 마감 후 | 발표된 지수 변경 적용 예정 [1] | 지수 포트폴리오의 반영 시점이지 코인 상환일이 아니다. |

### 기존 편입종목에는 두 연간 공시기간 기준이 적용된다

핵심 심사를 통과하지 못한 기업에 대해 5개 비율 중 4개 이상이 부적격 신호이면 편입 제한 대상으로 판단한다. 기존 편입종목은 최근 두 연간 공시기간 모두에서 기준을 충족하지 못할 때 제거하며, MSCI는 최신 중간 공시도 사용할 수 있다. 새 방법론은 과거 50% 디지털자산 기준의 잠정 조치를 대체한다. [2]

> **분류와 경제성은 다른 질문**
>
> MSCI의 ‘비영업 기업’ 분류는 지수 편입자격에 관한 판단이다. 기업의 법적 존속, 거래소 상장, 자산 소유권이나 지급불능을 판정한 것은 아니다. 스트래티지는 회사 입장문에서 이러한 분류에 반대했다. [9]

같은 리뷰에서 어떤 기업이 제외됐다는 사실을 모든 비트코인 보유기업의 자동 편출로 일반화하지 않는다. 미국 지수 시리즈에도 별도 적용 공지가 있으며, 지수별 변경은 각각의 공지를 따라야 한다. [4]

03 / PASSIVE FLOW MECHANICS

# 펀드가 파는 주식과 회사가 쓰는 현금은 다르다

2차시장 매매와 신주 발행을 구분해야 편출의 직접 효과를 과장하지 않는다.

**지수 변경** 구성종목·비중 조정 > **추종 포트폴리오** 보유 MSTR 조정 > **거래 상대방** 다른 투자자가 매수 > **회사** 기존 자산은 유지

| 구분 | 발생하는 거래 | 회사에 직접 생기는 변화 |
|---|---|---|
| 지수 추종자금의 매도 | 기존 주식을 투자자 간 거래 | 통상 매각대금은 매도 투자자에게 귀속된다. |
| 회사의 ATM 발행 | 시장가격을 활용해 새 주식 판매 | 순현금 유입과 발행주식 수 증가가 함께 발생한다. |
| 회사의 BTC 매각 | 회사가 보유 코인을 현금화 | 코인 수량 감소·현금 증가가 발생한다. |
| 거래소 상장폐지 | 상장 요건·절차에 따른 별도 사건 | MSCI 구성종목 제외와 동일한 사건이 아니다. |

## 잠재 매도량을 계산할 때 필요한 분모

기계적 매매 규모의 출발점은 실제 추종자산 × 해당 종목 비중 × 조정률이다. 그러나 같은 펀드를 여러 지수 계층에서 중복 집계하거나 액티브 벤치마크 자산까지 전부 강제매도 자금으로 간주하면 과대 추정된다. 선행 매매, 파생상품, 표본추종과 신규 매수자의 흡수도 실행 결과를 바꾼다.

### TradeLens 해석

편출이 곧 회사 현금의 유출이라는 해석은 틀리다. 반대로 직접 현금 유출이 없으니 영향이 없다는 해석도 부족하다. 시장가격과 유동성이 악화되면, 현금이 필요한 다음 발행의 경제성이 달라진다.

본 보고서는 펀드별 확정 매매 지시나 실제 보유량을 전제로 한 유출액을 제시하지 않는다. 발표된 편출의 범위와 적용일은 MSCI 공지·개별 대상 보도를 따른다. [1] [8]

04 / FINANCING TRANSMISSION

# 가격 충격은 '얼마나 발행할 수 있나'로 전달된다

조건부 전달 경로 | 비트코인 가격과 기업별 자금조달 프리미엄을 분리한다.

**주식 수요** 지수·액티브·개인 > **발행 조건** 가격·거래량·수수료 > **순조달액** 희석과 현금 확보 > **자금 배분** 코인·지급·재매입

| 경로 | 모델이 약해지는 조건 | 완충 장치 |
|---|---|---|
| 가격 | 같은 현금을 얻기 위해 더 많은 신주 발행 | 자산 대비 높은 발행가격·신규 매수 기반 |
| 유동성 | 거래량 대비 발행 부담 확대 | 발행 속도 조절·확보한 달러 유동성 |
| 우선주 | 배당·재매입 소요가 신규 자금을 흡수 | 우선주 가격 안정·청구권 감소 |
| 부채 | 조기상환권 행사·차환 조건 악화 | 기간별 현금 예산·차입 규모 조정 |

비트코인 가격 상승은 자산가치를 높일 수 있지만, 발행가격이 같은 속도로 회복된다고 보장하지 않는다. 반대로 비트코인 가격이 같아도 보통주 수요가 약해져 자산 대비 발행가격이 낮아지면 증자 효율이 떨어진다. 자산가격과 자금조달 조건은 연결돼 있지만 별개의 변수다.

> **남은 ATM 한도는 현금 약정이 아니다**
>
> 11월 8일 보통주 ATM의 남은 발행 가능액은 183.373억 달러였다. 이는 판매할 수 있는 등록 한도이며 실제 인수 약정이나 은행 현금잔고가 아니다. 시장이 받아들일 가격·물량·조건이 있어야 현금으로 전환된다. [5]

따라서 편출의 핵심 위험은 보유 코인의 자동 매각보다 **발행 한도 → 순조달액 → 주당 축적**의 연결이 약해지는 데 있다. 이 효과가 크려면 지수 수요 감소를 다른 투자자 수요가 충분히 대체하지 못해야 한다.

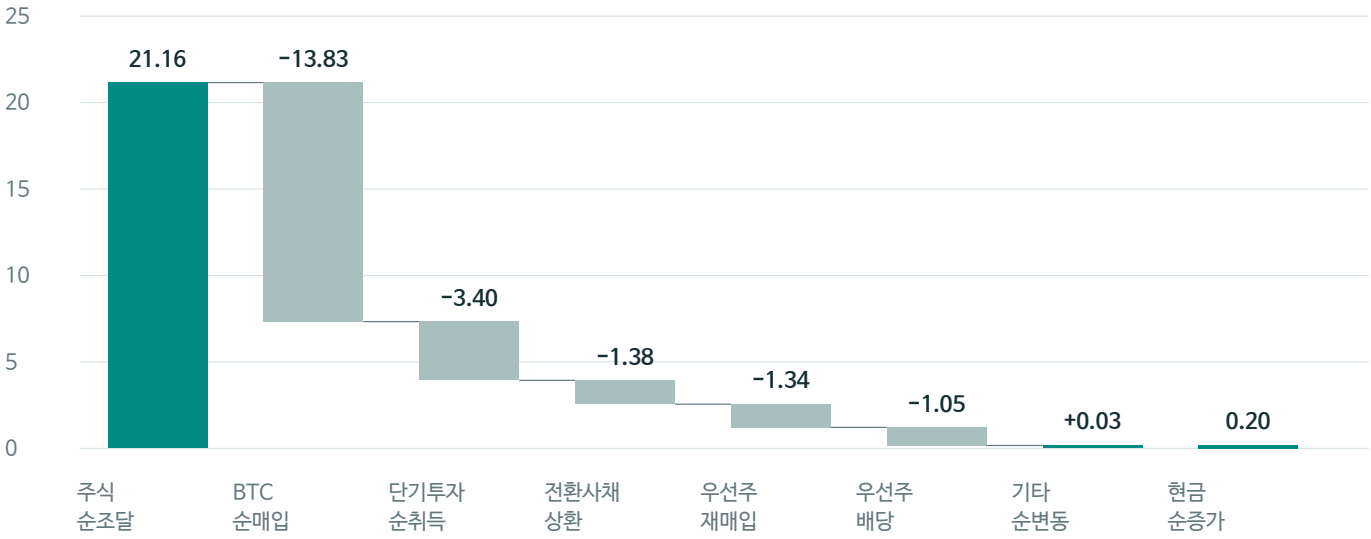
05 / CASH-FLOW BRIDGE

# 조달한 자금 전부가 비트코인으로 향하지 않는다

2026년 1~9월 연결 현금흐름을 같은 기간·현금 기준으로 재구성한다.

## 신주 순조달에서 현금 증가까지

십억 달러 · 1~9월




주식 순조달=보통주·우선주 공모 수입에서 각각의 현금 발행비용 차감. BTC 순매입=매입 142.602억 달러−매각대금 4.318억 달러. 단기투자 순취득은 주로 달러 유동성 자산으로의 이동이며 소모된 영업비용이 아니다. [6]

| 주요 차감의 성격 | 경제적으로 읽을 의미 |
|---|---|
| BTC 순매입 138.284억 달러 | 조달한 자본을 가격 변동이 큰 자산에 배분한다. |
| 전환사채 상환·우선주 재매입·배당 합계 37.693억 달러 | 새 코인 확보 외에 기존 자본구조를 유지·조정하는 현금 소요가 있다. |
| 현금·제한현금 순증가 1.998억 달러 | 단기투자 취득을 함께 보지 않으면 유동성 축적을 놓친다. |

### 분석적 의미

자산 축적 모델은 '신주 발행→BTC 매입'만으로 설명되지 않는다. 만기·배당·재매입과 유동성 확보가 같은 조달 재원을 두고 경쟁한다. 편출이 조달을 압박하면, 축적 속도를 먼저 낮춰 지급 여력을 지키는 선택이 가능하다.

기타 순변동 0.331억 달러=영업현금·옵션/직원주식 수입−설비 취득−기타 담보부채 상환+환율 효과. 반올림 전 합계는 0.199784십억 달러. 현금 증가에는 제한현금을 포함한다. [6]

06 / LATEST ALLOCATION

# 최근 조달액의 3분의 2는 우선주 재매입에 쓰였다

11월 2~8일 활동은 11월 11일 편출 발표 이전이다. 사후 인과관계로 읽지 않는다.

### 보통주 순조달 283.8백만 달러의 사용

백만 달러 / 구성비




| | |
|---|---|
| 비트코인 매입 | 81.9 / 28.9% |
| STRC 우선주 재매입 | 188.3 / 66.3% |
| USD Cash 배분 | 13.6 / 4.8% |

| 같은 기간의 활동 | 공시값 |
|---|---|
| 보통주 판매 수량 | 2,051,348주 |
| BTC 매입 | 1,036 BTC · 평균 79,012달러 |
| STRC 재매입 | 1,887,464주 · 188.3백만 달러 |
| 11월 8일 BTC 보유량 | 850,364 BTC |

회사는 같은 주에 USD Reserve에서 별도로 21.1백만 달러의 우선주 배당을 지급했다. 위 283.8백만 달러의 배분표에 이를 다시 차감하면 서로 다른 자금 원천을 섞게 된다. 주식 판매 수량에는 공시상 미결제 거래가 포함된다. [5]

**이번 편출을 읽는 출발점**

이미 상당한 신규 자금이 우선주 재매입으로 이동하고 있었다. 지수 충격 이후에는 조달 총액만이 아니라 **그중 BTC 매입에 남는 비중, 우선주 가격, 달러 잔액**을 함께 봐야 한다. 한 주의 비중을 연간 정책이나 영구 비율로 연장하지 않는다.

07 / PER-SHARE ECONOMICS

# 코인 보유량이 늘어도 주당 축적은 후퇴할 수 있다

보유 수량, BTC Yield, 회계상 평가이익은 서로 다른 성과 지표다.

**+26.0%**
BTC 보유 수량 · 2025말→2026.9말

**-3.7%**
1~9월 회사 정의 BTC Yield

**+14.3백만 달러**
1~9월 연결 영업현금흐름 [6]

BTC는 2025년 말 672,500개에서 9월 말 847,666개로 늘었다. 그러나 회사의 BTC Yield는 같은 9개월에 -3.7%였다. 이는 이자수익률이나 주가 수익률이 아니라, 회사가 정의한 가정 희석주식 수 기준 BTC/주의 변화다. [6]

| 자금 사용 | 단순 BTC/주 지표 | 함께 평가할 가치 |
|---|---|---|
| 신주 발행 후 BTC 매입 | 발행가격·수량에 따라 개선 또는 악화 | 발행비용과 자산 대비 발행가격 |
| 신주 발행 후 달러 보유 | BTC가 늘지 않으면 지표에 부담 | 지급 여력과 선택권 확보 |
| 신주 발행 후 우선주 재매입 | BTC가 늘지 않으면 지표에 부담 | 우선주 청구권·향후 배당 소요 감소 |

## 평가이익은 배당 재원과 같지 않다

3분기 회사 발표의 영업이익과 디지털자산 미실현 평가이익은 각각 약 209.1억 달러였다. 이것이 모두 현금으로 유입된 것은 아니다. 분기 손익과 9개월 영업현금흐름을 같은 기간인 것처럼 직접 차감하지 않고, 각각의 지표 성격을 구분한다. [7] [6]

> **판단 기준의 확장**
>
> BTC/주만 보면 우선주 청구권 감소의 편익을 놓칠 수 있다. 반대로 총 BTC만 보면 보통주 희석을 놓친다. **코인 수량·희석주식 수·우선순위 청구권·달러 유동성**을 함께 봐야 보통주에 남는 경제적 몫을 판단할 수 있다.

08 / ISSUANCE SENSITIVITY

# 같은 증자액의 효과를 가르는 것은 발행가격이다

설명용 모형 | 실제 스트래티지의 현재 mNAV·주가·조달 전망이 아니다.

초기 순자산 1억 달러, 보통주 100만 주, 주당 순자산 100달러를 가정한다. 총 2,000만 달러를 조달하고 발행비용 2%를 뺀 1,960만 달러 전액으로 BTC를 산다. 자산가격·부채·우선주·기타 현금은 변하지 않는 단순 모형이다.

### 발행가격 배수별 증자 후 주당 순자산

달러 / 주 · 점선=증자 전 100




증자 후 주당 순자산 = (100 + 20×0.98) ÷ [1 + 20÷(100×m)]. 금액·주식 수는 각각 백만 단위. m은 발행가격/증자 전 주당 순자산이며, 회사가 공표하는 기업가치 기반 mNAV와 정의가 다르다.

#### 임계값

이 모형의 주당 순자산을 늘리려면 m 〉 1÷0.98, 즉 약 1.0204배가 필요하다. 단순히 순자산보다 높은 가격이면 충분하다는 설명은 발행비용을 놓친다.

#### 편출의 연결고리

지수 수요 감소가 실제 발행가격을 낮추면 같은 조달액의 희석이 커진다. 다만 신규 수요가 이를 흡수하면 편출 이후에도 증자 효율이 유지될 수 있다.

#### 경제적 결론

중요한 것은 '증자를 했는가'가 아니라 비용 차감 후 자산 증가가 새로 발행한 주식의 몫을 충분히 보상하는가다. 조달액의 일부가 배당·재매입으로 향하면 위의 BTC 전액 매입 모형과 결과가 달라진다.

09 / PREFERRED CAPITAL

# 우선주가 보통주 조달의 무상 대체재는 아니다

현금배당·발행가격·재매입 정책이 유효 조달비용을 결정한다.

스트래티지는 STRC의 가격·배당·재매입을 함께 관리한다. 회사가 제시한 정책에는 주당 100달러 미만으로 STRC를 발행하지 않는 원칙이 포함된다. 낮은 시장가격에서 발행을 제한하면 조달 여력은 줄지만, 할인 발행에 따른 높은 현금 비용을 피할 수 있다. 이는 회사 정책이며 규제상 보장은 아니다. [7]

| 설명용 발행가격 | 수수료 2% 후 순조달 | 연간 배당 12의 순조달 대비 비율 |
|---|---|---|
| 100 | 98.0 | 12.24% |
| 95 | 93.1 | 12.89% |
| 90 | 88.2 | 13.61% |

단위: 임의 달러/증권. 표는 연간 배당액을 12로 고정한 민감도이며 실제 발행 허용가격·미래 배당·총자본비용을 예측하지 않는다. 상환·세금·기간가치·가격 변동은 제외했다. 95·90은 회사의 위 정책과 다른 가상 경우다.

### 재매입의 편익

유통 우선주를 사들여 소각하면 향후 배당과 우선순위 청구권을 줄일 수 있다. 구매가격이 중요하며, 이를 단순히 사라진 자금으로만 해석하지 않는다.

### 재매입의 부담

재매입에 투입한 현금은 같은 시점의 BTC 매입이나 유동성 축적에 쓸 수 없다. 보통주 발행으로 충당하면 기존 보통주에 희석이 남는다.

### 비트코인 시장에 전달되는 효과

조달채널이 열려 있어도 새로운 자금이 모두 BTC 수요가 되지는 않는다. 편출 이후 자본 방어의 필요가 커지면, 자금 조달 규모보다 BTC 순매입 비중이 먼저 약해질 수 있다.

10 / DOLLAR LIQUIDITY

# 달러 완충력은 있지만 모든 지급을 보장하지 않는다

관리 목적별 달러자산과 회계상 현금을 날짜·범위별로 구분한다.

| 기준일·범위 | 공표 금액 | 해석상 경계 |
|---|---|---|
| 9월 30일 재무상태표 | 현금·현금성자산 25.015억 + 단기투자 34.045억 달러 [6] | 제한현금·관리상 배분과 같은 개념이 아니다. |
| 10월 25일 회사 관리지표 | USD Assets 약 50.724억 달러 [6] [7] | USD Reserve 48.3억 + USD Cash 2.424억. |
| 같은 10월 25일 가정 | 연간 우선주 배당·이자 약 15.1억 달러 [6] | 회사 제시 약 40개월의 범위는 배당·이자다. |
| 11월 8일 주간 공시 | USD Reserve 47.7억 + USD Cash 1.462억 달러 [5] | 앞선 시점의 지출률과 섞어 최신 존속기간을 단정하지 않는다. |

## 40개월은 원금 상환까지 포함한 현금 예산이 아니다

회사의 커버리지 계산은 당시 배당·이자 가정을 사용한다. 전환사채 원금, 신규 BTC 매입, 추가 재매입과 모든 운영 소요를 함께 충족한다는 뜻은 아니다. 자본정책 변경과 시장가격 변화도 실제 사용 속도를 바꿀 수 있다. USD Reserve는 회사가 목적을 정한 관리상 자금이며 예금보험이나 외부 보증이 아니다. [6]

> **기본 판단을 지지하는 부분**
>
> 공표된 달러 완충력은 편출 직후 곧바로 코인을 팔아야 한다는 단정을 약화시킨다. 그러나 장기간의 불리한 발행 조건과 배당·원금 소요가 겹치면 유동성 선택지는 줄어든다. 잔액보다 **잔액 변화의 원천과 앞으로의 지급 일정**이 중요하다.

표의 시점별 잔액은 합산하지 않는다. 9월 말은 연결 회계 잔액, 10월·11월은 회사 관리상 분류이며 정확한 범위와 미결제 반영 여부는 각 공시를 따른다. [5] [6]

11 / BITCOIN MONETIZATION

# 비트코인 매각은 이미 있었다. 편출의 결과는 아니다

2026년 1~9월 매각대금 4.318억 달러와 향후 선택을 분리한다.

현금흐름표에는 1~9월 디지털자산 매각대금 431.763백만 달러가 기록돼 있다. 회사는 배당과 STRC 재매입을 위한 BTC 현금화도 설명했다. 따라서 "편출 전까지 전혀 팔지 않았다"거나 "지수 제외 때문에 처음 팔게 된다"는 전제는 맞지 않는다. [6] [7]

**자본 유입** 주식·기타 현금 > **지급 수요** 배당·원금·재매입 > **자금 선택** 달러·발행·자산 매각 > **잔여 효과** BTC 수량·주당 몫

| 설명용 BTC 가격 | 현금 3억 달러 확보에 필요한 수량 | 기준 대비 |
|---|---|---|
| 90,000달러 | 약 3,333.3 BTC | 기준 |
| 75,000달러 | 4,000.0 BTC | +20.0% |
| 60,000달러 | 5,000.0 BTC | +50.0% |

필요 수량=현금 수요÷매각가격. 거래비용·세금·시장충격은 제외한 설명용 가정이다. 실제 매각계획이나 비트코인 가격 전망이 아니다. 같은 달러 의무에서도 자산가격 하락은 더 많은 코인 단위를 요구한다.

### 판단을 바꾸는 구분

지수 편출 자체에 따른 기계적 매각과, 회사가 현금 부족·자본 최적화 때문에 선택하는 매각을 구분한다. 후자의 가능성은 배당·원금·재매입·발행조건이 함께 악화될 때 높아진다. 실제 매각의 목적과 대체된 청구권까지 봐야 경제적 부담을 평가할 수 있다.

12 / OBLIGATION CALENDAR

# 만기표보다 먼저 오는 조기상환권을 본다

채권자 선택권은 미래 현금 소요의 조건이며, 해당 날짜의 실제 청구를 뜻하지 않는다.

| 채권자 조기상환 요구 가능일 | 해당 전환사채 | 현금계획에 반영할 의미 |
|---|---|---|
| 2027년 9월 15일 | 2028년 만기채 | 표시 만기보다 이른 원금 현금화 가능성 |
| 2028년 3월 1일 | 2030년 만기 B채 | 시장의 전환 매력·차환 조건과 연결 |
| 2028년 6월 1일 | 2029년 만기채 | 회사가 이미 일부 재매입한 잔여채무 |
| 2028년 9월 15일 | 2030년 만기 A채·2031년 만기채 | 같은 시점에 권리가 집중될 수 있음 |
| 2029년 6월 15일 | 2032년 만기채 | 장기 표시만기로 단기 현금 위험을 배제하지 않음 |

공시된 조기상환권은 원칙적으로 원금 100%와 적용되는 미지급 이자를 요구할 수 있는 권리다. 9월 말 부채 원금 총액은 67.5억 달러였으며, 이후 차환·재매입·전환·청구 여부에 따라 실제 지급은 달라진다. [6]

### 낮은 쿠폰의 한계

현금이자가 작아도 원금은 남는다. 주가가 전환을 유인하지 못하면 주식 전환으로 원금을 대신할 수 있다는 기대가 약해진다.

### 선제 조정의 편익

회사는 2026년 5월 2029년 만기채 원금 15억 달러를 약 13.8억 달러에 재매입했다. 채무를 줄였지만 그만큼 현금을 사용했다. [6]

### 지수 충격의 시간축

11월 30일은 지수 변경일이다. 자금조달 모델의 지속성은 그 하루보다 앞으로의 배당·조기상환·차환을 불리한 희석 없이 감당할 수 있는지로 검증된다. 편출만으로 채무가 즉시 가속 상환된다고 간주하지 않는다.

13 / VALUE & SPILLOVERS

# 충격은 각 투자자의 청구권에 다르게 남는다

같은 비트코인 노출이라도 기업 주식과 현물 ETF는 구조가 다르다.

| 주체 | 직접 노출 | 확인할 경제적 효과 |
|---|---|---|
| 기존 보통주 주주 | 발행 희석·우선순위 청구권·자산가격 | BTC/주와 부채·우선주 감소를 함께 평가 |
| 우선주 보유자 | 배당 정책·시장가격·재매입 | 발행사 유동성과 배당 여력, 회사별 권리조건 |
| 신규 주식 투자자 | 다른 투자자의 매도를 인수 | 할인만이 아니라 지급 구조와 이후 희석 평가 |
| 비트코인 시장 | 기업의 순매입·순매각 | 보통주 매도액이 아닌 실제 코인 거래량 |
| 다른 디지털자산 재무 기업 | 지수 노출·자금조달·만기 구조 | 스트래티지와 동일한 부채·우선주 구조라고 가정하지 않음 |

## 주식의 매도는 코인 상환청구가 아니다

스트래티지 보통주 매도자는 통상 다른 투자자에게 주식을 판다. 회사가 같은 금액의 BTC를 돌려주는 구조가 아니다. 반면 ETF의 설정·환매는 상품별 약정과 지정참가자의 절차를 따른다. 두 시장의 거래량이나 환매액을 그대로 동일시하면 회사에 대한 현금 압박을 과장한다.

> **단기 매물보다 중요한 이익의 재배분**
>
> 보통주 발행이 우선주 재매입에 쓰이면 선순위 청구권은 줄지만 보통주 수는 늘 수 있다. 이를 무조건 희석 악재 또는 무조건 자본 최적화 호재로 단정하기보다, 지출한 현금·소멸한 청구권·추가 주식의 대가를 같이 평가해야 한다.

방법론 적용은 MSCI의 적격성 결정이며 다른 지수 제공사의 자동 동조를 뜻하지 않는다. 여러 제공사의 후속 결정을 가정한 매도 추정치를 확정 유출액으로 사용하지 않는다. [2] [8]

14 / OUTLOOK & FALSIFICATION

# 기본 전망은 지급 붕괴보다 축적 모델의 둔화다

방향성 판단은 발행 조건·자금 배분·지급 일정이 함께 설명해야 한다.

| 조건부 경로 | 필요한 관측 증거 | 경제적 판단 |
|---|---|---|
| 기본: 자본 방어 우선 | 발행은 지속되지만 재매입·현금 유지 비중이 높음 | 코인 축적·주당 효율은 약해져도 즉시 지급 위기로 연결되지 않음 |
| 회복: 대체 수요가 흡수 | 편출 후 거래·발행가격 안정, 지급 후 BTC/주 개선 | 지수 의존도가 낮고 조달 모델의 회복력이 있음 |
| 압박: 조달·자산가격 동반 악화 | 순조달 둔화, 달러 잔액 감소, 매각·조기상환 부담 확대 | 희석·현금화 선택이 보통주 잔여가치를 더 압박 |

## 다음 공시에서 바꿀 판단

**11월 30일 전후:** 시장 전체와 BTC 가격 움직임을 분리한 MSTR 거래·가격 반응을 본다. **후속 주간 공시:** ATM 순조달, STRC 재매입, BTC 순매입·매각, 달러 잔액을 같은 기간으로 연결한다. **다음 분기:** 배당·부채 조정과 주당 지표를 함께 평가한다.

### 판단을 강화하는 증거

조달금이 유지돼도 BTC 배분이 낮고 달러 완충력이 줄면, 단순 축적보다 자본구조 유지가 우선이라는 판단이 강해진다.

### 판단을 뒤집는 증거

편출 이후에도 비용 차감 발행가격이 안정되고, 청구권·지급 여력을 훼손하지 않으면서 주당 BTC가 늘면 취약성 해석을 낮춰야 한다.

### 최종 판단

지수 편출은 자산을 빼앗는 충격이 아니라 **자본 유입의 조건을 바꾸는 충격**이다. 스트래티지의 지속성은 코인 보유 규모보다 새 자본의 비용, 지급 우선순위와 보통주에 남는 몫에 달려 있다. 당장의 완충력은 있지만, 계속되는 불리한 조달을 무한히 상쇄하지는 못한다.

15 / SOURCE REGISTER

# 지수 결정과 주간 자금 사용의 원문

청록색 본문 번호·자료명·'원문 열기'는 해당 원문에 직접 연결된다.

### 01. MSCI | 2026년 11월 글로벌 지수 정기변경

원문 열기

2026.11.11 · 지수 공지 · 변경 발표와 11.30 장 마감 후 적용

### 02. MSCI | 비영업 기업 편입자격 의견수렴 결과

원문 열기

2026.10.15 · 방법론 확정 · 핵심 심사·5개 비율·기존 편입종목의 기간 기준

### 03. MSCI | 비영업 기업 방법론 최종 영향 목록 공지

원문 열기

2026.11.11 · 최종 영향 공지 · 11월 리뷰에 새 적격성 기준 적용

### 04. MSCI | 미국 지수 시리즈의 비영업 기업 처리

원문 열기

2026.11.11 · 지수 공지 · MSCI US Index Series에도 같은 처리 적용

### 05. Strategy | 2026년 11월 9일 Form 8-K

원문 열기

2026.11.09 · SEC 공시 · Item 8.01: 11.2~8 조달·매입·재매입·달러자산

[1] ~ [4]는 MSCI의 지수·방법론 공지다. 편출 발표와 적용 시점을 구분하며, 회사별 대상 설명은 [8]을 함께 사용한다. [5]의 활동 기간은 11월 2~8일로 11월 11일 발표보다 앞선다. 개별 지수에서의 제외를 거래소 상장폐지나 모든 가상자산 기업의 자동 제외로 해석하지 않는다.

16 / SOURCE REGISTER

# 재무공시와 회사 입장의 적용 범위

공식 회계자료, 회사의 관리지표·정책, 언론 보완자료를 구분한다.

### 06. Strategy | 2026년 3분기 Form 10-Q

원문 열기

2026.11.02 · SEC 공시 · 재무제표·주석 6·10·12·MD&A;의 유동성 및 KPI

### 07. Strategy | 2026년 3분기 실적 및 자본배분 발표

원문 열기

2026.10.29 · 회사 발표 · 10.25 기준 달러자산·BTC Yield·BTC 매각·STRC 정책

### 08. Reuters | MSCI의 스트래티지 지수 편출 보도

원문 열기

2026.11.11 · 언론 보완자료 · 스트래티지·메타플래닛 등 개별 편출 대상

### 09. Strategy | MSCI 의견수렴에 대한 회사 입장

원문 열기

의견수렴 대응 자료 · 회사 주장 · 지수 중립성과 영업회사 분류에 관한 반론

### 10. MSCI | 디지털자산 재무기업 의견수렴 결과

원문 열기

2026년 1월 · 과거 결정 · 2월 일괄 배제안 미시행과 더 넓은 후속 검토

[6]은 9월 말 재무상태, 1~9월 현금흐름, 이후 사건과 관리지표를 포함한다. [7]은 회사 발표·정책으로 독립적인 미래 보장이 아니다. [8]은 개별 편출 대상을 보완하는 언론 자료이며 공식 공시로 표시하지 않는다. [9]는 회사의 의견수렴 입장이다. 표와 본문 계산은 표시한 기간·범위로 수행했으며, 투자자별 확정 매매량·현재 실시간 mNAV·미래 가격을 추정하지 않는다.

17 / METHODOLOGY & USE

# 작성 기준·면책고지·이용 안내

확인된 사실, 회사 정책, TradeLens 분석과 설명용 가정을 구분한다.

| 항목 | 적용 기준 |
|---|---|
| 분석 대상·시점 | 2026.11.14 · Strategy와 MSCI 11월 편출. 지수 변경은 11.30 장 마감 후 예정. |
| 자료 범위 | 9월 말·1~9월 연결 공시, 10.25 관리지표, 11.2~8 주간 활동을 분리. |
| 수치·계산 | 달러 단위와 백만·십억 단위를 구분. 6쪽 워터폴은 현금 기준 재구성, 7쪽 비중은 공시 금액으로 계산. |
| 설명용 가정 | 9쪽 증자, 10쪽 배당 부담, 12쪽 매각 수량은 단순화한 모형이며 회사 전망·현재 주가 평가가 아님. |
| 제공 범위 | 시장구조·자금조달·자본배분·유동성. 투자 추천, 매매 시점, 목표가격·개인별 자문은 제외. |

## 면책고지

본 보고서는 산업 및 기업의 사업구조·성장성·수익성에 관한 일반적인 정보 제공을 목적으로 합니다. 매수·매도 의견·시점, 적정가격·목표가격 및 이용자별 투자자문은 제공하지 않습니다. 수록 정보와 분석은 작성일 기준이며 정확성·완전성·최신성을 보장하지 않습니다. 전망·가정 및 예시 계산에는 불확실성이 있으며 원금이나 투자수익을 보장하지 않습니다. 투자판단은 이용자의 책임으로 이루어져야 합니다. 관계 법령상 책임이 인정되는 경우를 제외하고, 트레이드렌즈는 본 보고서 이용에 따른 투자손실에 책임을 지지 않습니다.

## 저작권 및 이용 제한

본 보고서의 서술·도표·디자인·편집 및 구성 중 트레이드렌즈가 권리를 보유한 부분은 관계 법령에 따라 보호됩니다. 개인 열람·보관 외에 사전 서면 동의 없이 전부 또는 일부를 수정·편집·번역·재가공하거나 복제·전송·재게시·재배포·판매할 수 없습니다. 유료·무료 제공 및 파일·화면 캡처 등 형태를 불문하며 로고·출처·권리표시를 제거하거나 제3자 명의로 배포하는 행위도 금지합니다. 다만 관계 법령상 허용되는 이용과 제3자 자료의 개별 이용허락조건은 그에 따릅니다. 공유는 트레이드렌즈 공식 게시페이지의 원문 링크를 이용해 주시기 바랍니다.