

OPINION

선임연구위원
장근혁

교육세 과세표준과 손익통산의 필요성: 시장조성자 · 유동성공급자를 중심으로*

주식시장 시장조성자(MM)와 ETF 유동성공급자(LP)는 시장에 유동성을 공급하는 과정에서 매매거래와 헤지거래를 구조적으로 수반한다. 따라서 해당 거래의 손익을 통산한 순손익이 실질적인 수익에 해당하며, 이는 경제적 측면에서 위탁매매 수수료와 같은 성격을 지닌다. 그러나 현행 교육세 과세 구조에서는 손익통산이 인정되지 않아 유가증권 매매익만이 과세표준에 포함되고 있다. MM과 LP의 거래는 순수한 투자 목적의 유가증권 매매나 은행의 예금·대출 구조와는 본질적으로 구별되며, 현재 손익통산이 허용되고 있는 외환시장에서 은행의 외환·파생상품 거래와 그 성격이 유사하다고 할 수 있다.

한편 2025년 하반기부터 주식시장 활황과 ETF 시장의 급성장, 시장 변동성 확대로 MM과 LP의 유동성 공급 거래 규모와 유가증권 매매익이 크게 확대되었다. 이러한 매매익의 증가는 단순한 외형 확대를 넘어 자본시장 내 유동성 공급 역할이 그만큼 커졌음을 의미한다. 그러나 매매익만을 기준으로 하는 교육세 과세표준과 실질 순손익 간의 괴리가 심화되는 가운데 1%의 교육세 최고세율 구간까지 신설되면서, MM과 LP의 유동성 공급 역할 수행에 부담이 커질 수 있다.

MM과 LP가 시장 유동성 제고와 가격발견 기능 향상을 통해 일반 투자자의 원활한 거래를 지원한다는 점에서, MM과 LP의 거래에 대한 교육세 과세표준에 손익통산 도입을 검토할 필요가 있다. 우선적으로 유가증권 거래에 손익통산을 도입하고, 세수에 미치는 영향을 함께 고려하여 중장기적으로는 이와 연계된 파생상품 거래까지 그 범위를 단계적으로 확대해 나가는 방안을 고려해 볼 수 있다.

금융회사에 부과되는 교육세는 수익금액을 과세표준으로 하며(교육세법 제5조제3항), 각 수익항목별로 이익만 과세표준에 포함되고 손실은 상계되지 않는 구조로 되어 있다. 이 중 외환 및 '파생상품 등' 거래는 손익통산한 순이익이 과세되는 반면¹⁾, 유가증권 거래는 매매익만 과세표준에 포함되어 매매손실과 상계가 인정되지 않는 문제가 지속적으로 제기되어 왔다.²⁾ 이러한 가운데 시행령 제4조의2 신설(2026년 2월)로 국채에 한해 손익통산한 순이익을 수익금액으로 산정하도록 규정하였다. 이는 증

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

- 1) 교육세법 시행령 제4조제1항제5호에서 '파생상품 등(파생결합증권과 파생상품을 포함)' 거래의 손익과 외환매매손익 및 화폐성 외화자산·부채의 평가손익을 포함한 순이익 개념으로 손익통산이 적용된다.
- 2) 금융회사 교육세 과세표준의 구조와 손익통산 문제에 대한 상세한 논의는 장근혁, 2025, 「금융회사 교육세 과세표준과 손익통산의 필요성」, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2025-20호(이하 장근혁, 2025); 이영한·문성훈·박훈·조형태, 2025, 「금융·보험업에 대한 교육세 개편에 관한 연구」, 『세무학연구』 42(1)(이하 이영한 외, 2025); 이예지, 2023, 「금융·보험업자 교육세 과세표준의 쟁점과 개선과제」, 국회입법조사처 연구보고서(이하 이예지, 2023)를 참고하면 된다.

권사의 국채 거래 위축이 국채시장 유동성 저하와 금리 상승으로 이어질 수 있다는 점³⁾과 WGBI 편입에 따른 국채시장 안정적 유동성 공급의 중요성⁴⁾이 반영된 것으로 볼 수 있다.

한편 2025년 하반기부터 국내 주식시장 상승세가 지속되면서 주식시장 시장조성자(Market Maker: 이하 MM)와 ETF 유동성공급자(Liquidity Provider: 이하 LP)의 유동성 공급 거래에서 유가증권 매매익과 매매손실의 절대 규모가 빠르게 증가하였다. 유가증권 손익통산이 인정되지 않아 매매익 증가가 곧 교육세 과세표준의 증가로 이어지는 가운데, 1%의 교육세 최고세율 구간까지 신설되면서⁵⁾ MM과 LP의 유동성 공급 활동에 부담이 커질 수 있다. 본고에서는 MM과 LP의 유동성 공급 특성에 비추어 이들의 거래에 대해 손익통산 도입이 필요함을 논의하고자 한다.

MM(시장조성자) 및 LP(유동성공급자)의 역할과 거래 구조

증권사는 주식 및 ETF 시장에서 MM 또는 LP 역할을 담당하며, 유동성 공급을 통해 투자자의 원활한 거래를 지원하고 가격발견 기능을 제고한다.⁶⁾ 두 제도는 대상 종목과 계약 형태 등에서 일부 차이가 있으나, 매수·매도 양방향 호가를 의무적으로 제출하여 거래를 활성화한다는 기능적 측면에서는 같다고 할 수 있다.⁷⁾

(주식시장 MM)

주식시장 MM은 거래소와 시장조성계약을 체결하고 저유동성 종목을 대상으로 매수·매도 양방향 호가를 지속적으로 제출할 의무를 진다(〈그림 1〉 참고). 일반 투자자가 매매차익을 추구하는 것과 달리, MM은 제출한 호가에 따라 매수 또는 매도 거래를 수행하게 되는데, 호가 스프레드에 의해 발생하는 수익은 경제적으로 위탁매매 수수료와 같다고 할 수 있다.

가장 간단한 시장조성 거래 예시로, 〈그림 1〉에서 MM이 10,000원에 10주를 매수하고 이후 10,100원에 10주를 매도하였다고 가정하자(①). 이 경우 1,000원(100원×10주)의 주식매매익이 교육세 과세표준에 포함되며, 매매익은 위탁매매 수수료(1주당 100원)와 같은 성격으로 볼 수 있어⁸⁾ 과세

3) 장근혁, 2025; 김필규·정화영, 2023, 『우리나라 국채 유통시장 현황 및 유동성 분석』 자본시장연구원 연구보고서 23-10

4) 시장유동성 여건은 WGBI 편입의 주요 조건이다(FTSE Russell, 2022, FTSE Fixed Income Country Classification Process).

5) 2025년 12월 교육세법 개정 전에는 단일 세율 0.5%가 적용되었으나, 개정 후 1조원 초과 구간에 대해 1%의 세율이 적용된다.

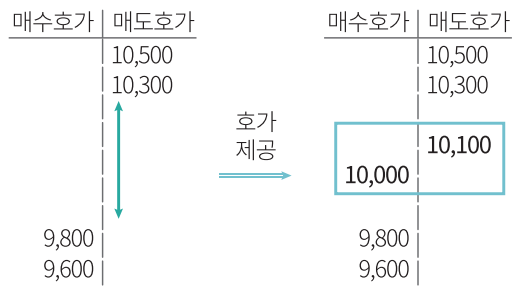
6) 이우백, 2022, 「주식시장 시장조성자의 유동성 제고의 실효성 분석」, 『한국증권학회지』 51(1); 이우백, 2022, 「한국 주식시장 유동성 공급자(LP)의 성과 분석」, 『재무관리연구』 39(4).

7) MM은 거래소와 증권사 간 계약이나, LP는 증권업의 상장법인과 증권사 간 계약이다. 두 제도 모두 유가증권시장 업무규정(제20조의2~제20조의11)을 통해 의무가 부여되어 있다.

8) 위탁매매 수수료는 매수자와 매도자 간 가격이 일치할 때 거래를 연결해 주는 대가로 수취하는 반면, MM과 LP는 호가 제공을 통해 매수자 또는 매도자의 직접적인 거래 상대방이 된다는 점에서 차이가 있다. 그러나 시장에서 거래를 체결시켜주는 서비스의 대가라는 점에서 경제적 실질이 유사하다.

표준 산정에 매매익만 포함하더라도 문제가 없다. 한편 유동성 공급 과정에서 일방적으로 포지션이 누적되기도 한다. 이러한 경우 선물 등을 이용한 헤지거래를 통해 최종적으로 중립 포지션을 유지하게 된다. 예를 들어 하락장에서 매수호가만 일방적으로 체결되어 10주를 10,000원에 매수하였으나 이후 가격이 변동하여, 최종적으로 9,600원과 10,600원에 각각 5주씩 매도하였다고 가정하자(②). 결국 10주의 평균 매도 가격은 10,100원으로 유동성 공급 과정에서 1,000원의 순손익이 발생하였지만(〈표 1〉 참고), 주식매매익 3,000원이 교육세 과세표준으로 적용된다. 주가 변동성이 극단적으로 0인 경우에는 ①처럼 순손익과 매매익이 일치하지만, 주가의 변동성이 클수록 ②처럼 순손익과 교육세 과세표준 간 괴리가 확대될 수 있다.

〈그림 1〉 유동성 공급 예시



자료: 장근혁(2025)

〈표 1〉 교육세 과세표준 예시

(단위: 원)

매도가격(주식수)	주식매매익	주식매매손
9,600(5주)		2,000
10,600(5주)	3,000	
교육세 과세표준	3,000	

주: 주식 10주를 10,000원에 매수한 후 매도, 순손익은 1,000원 (3,000원-2,000원)이지만, 매매익 3,000원이 교육세 과세표준으로 적용됨

(ETF LP)

ETF LP는 MM과 마찬가지로 ETF의 호가 스프레드가 일정 수준을 초과하는 경우 양방향 의무호가를 제출하여야 하며⁹⁾, 추가적으로 ETF 거래 가격이 기준가(NAV)에 수렴하도록 괴리율을 관리할 의무도 부담한다.¹⁰⁾ 즉 ETF LP는 단순한 유동성 공급을 넘어 투자자 보호를 위해 ETF 가격의 적정성 유지라는 역할까지 수행한다.

ETF LP 거래에서도 MM의 경우와 마찬가지로 ETF 현물 매매에 수반되는 헤지거래로 인해 매매익과 매매손이 구조적으로 혼재한다. ETF LP는 ETF 매매 과정에서 발생하는 가격변동 위험을 회피하기 위해 ETF의 기초자산인 개별 주식 바스켓을 직접 매매하는 방식으로 중립 포지션을 유지한다. 예를 들어 KOSPI200 추종 ETF에 대한 매수 수요가 증가하는 경우, LP가 투자자에게 ETF를 매도하게 되면 헤지를 위해 KOSPI200 구성 주식 바스켓을 매수하게 된다. 이렇게 매입된 주식 바스켓은 ETF를 추가

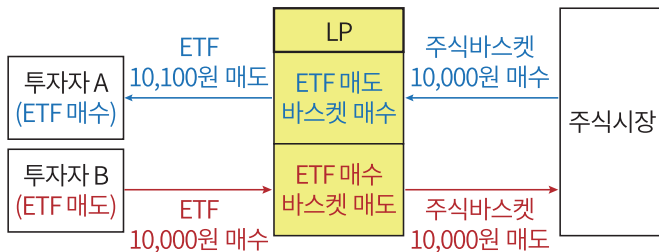
9) ETF LP는 유동성공급계약을 체결한 종목의 호가 스프레드가 장중 일정 수준(국내기초자산 추적 ETF의 경우 2% 이내)을 초과하는 경우 5분 이내에 매매수량단위의 5배 이상의 의무호가를 양방향으로 제출하여야 한다(유가증권시장 업무규정 제20조의4 제1항).

10) ETF 가격이 좌수당 순자산가치(NAV)에 수렴하도록 괴리율이 3%(해외기초자산의 경우 6%)를 초과하지 않도록 유동성공급호가를 제출할 의무를 부담한다(유가증권시장 업무규정 제20조의4 제2항).

공급하는 데 활용되며¹¹⁾, 이처럼 ETF의 수요·공급에 대응하는 과정에서 LP는 유동성을 공급하는 동시에 ETF 가격의 괴리를 관리하게 된다.

〈그림 2〉는 이러한 헤지거래 구조를 보여주는데, LP가 투자자A에게 ETF를 10,100원에 매도하고 이를 헤지하기 위해 주식 바스켓을 10,000원에 매수한 상황이라고 하자. 거래 이후 주가가 변하지 않았다면, 〈그림 2〉처럼 ETF를 매도하려는 투자자B로부터 ETF를 10,000원에 매수하고 헤지거래로 주식 바스켓을 매입가격 그대로 10,000원에 매도하게 된다(③). 이러한 경우 주식 바스켓의 매매익은 0이고 ETF 호가 스프레드인 100원이 ETF 매매익이 되어, 위탁매매 수수료와 같은 성격으로 볼 수 있어 매매익만 과세표준에 포함하더라도 문제가 없다. 그러나 주가가 변화하면 ETF 및 주식 바스켓의 매매익과 매매손실이 함께 발생한다. 예를 들어 코스피지수가 하락하여 ETF 가격이 9,500원이 된 상황에서 투자자B로부터 ETF를 매수하고 주식 바스켓도 9,500원에 매도하였다고 가정하자(④). 〈표 2〉는 이 경우 발생하는 매매익과 매매손실을 정리한 것으로, 순손익은 ③과 같이 100원이지만 ETF 및 주식 바스켓의 매매익인 1,100원이 교육세 과세표준으로 적용된다. MM 예시와 마찬가지로 주가 변동성이 극단적으로 0인 ③ 경우에는 순손익과 매매익이 일치하지만, 주가의 변동성이 클수록 ④처럼 순손익과 교육세 과세표준 간 괴리가 확대될 수 있다.

〈그림 2〉 ETF LP의 헤지거래 구조



주: 화살표는 LP입장에서 ETF와 주식의 흐름을 표시

〈표 2〉 교육세 과세표준 예시

(단위: 원)

거래	매매익	매매손
ETF 매수 9,500 ETF 매도 10,100	600	
헤지거래 주식 바스켓 ¹⁾	500	1,000
교육세 과세표준²⁾	1,100	

주: 1) 주식 바스켓에 상승 및 하락 종목이 혼재하므로 매매익과 매매손이 동시에 발생할 수 있음(각각 500원, 1,000원 가정).

2) 순손익은 100원(=600원+500원-1,000원)이지만, 매매익 1,100원이 교육세 과세표준에 해당

MM과 ETF LP 거래 손익통산의 필요성

앞서 살펴본 바와 같이 MM과 ETF LP가 수행하는 거래들은 결합된 묶음 거래로서, 손익통산한 순이익¹²⁾이 실질적인 수익에 해당한다고 할 수 있다. 이는 증권사의 위탁매매 수수료가 그 자체로 과세

11) ETF 설정·환매 메커니즘에 따라 LP가 주식 바스켓을 자산운용사에 납입하면 ETF를 추가로 설정받을 수 있으며, 이를 통해 ETF 공급량을 조절하고 괴리를 축소할 수 있다.

12) 여기에서는 손익통산 시 순이익이 발생하는 경우를 가정하였다. 순손실이 발생한 경우 손익통산이 인정된다면 과세표준은 0이 된다.

표준이 되는 것과 같은 맥락이다. 반면 순수한 투자 목적의 유가증권 매매(예를 들면 부동산 펀드 등 집합투자증권 투자)는 이와 구분되는데, 은행이 예금으로 조달한 자금을 대출로 운용하여 이자수익을 얻는 구조와 유사하다고 할 수 있다. 결국 주식 MM이나 ETF LP의 거래는 다른 투자자의 거래 상대방이 되어 유동성을 공급해주는 성격을 가진다는 점에서, 순수투자나 은행 대출과는 본질적으로 구별된다고 할 수 있다. 이러한 거래 유형별 비교를 정리하면 <표 3>과 같다.

<표 3> 거래 유형별 교육세 과세표준 산정방식 비교

구분	주요 업종	거래 성격	손익 구조	과세표준	손익통산
위탁매매 수수료	증권사	거래 중개	수수료 발생	수수료	해당없음
MM, LP 거래	증권사	유동성 공급	매매손익 혼재	매매익	필요하지만 미인정
외환·파생 거래	은행	유동성 공급	매매손익 혼재	순이익	인정 (시행령 제4조)
유가증권 순수투자	증권사	매매익 추구	매매익 발생	매매익	해당없음
대출	은행	이자수익 추구	이자수익 단일 발생	이자수익	해당없음

<표 3>에서 볼 수 있듯이 외환 및 ‘파생상품 등’ 거래는 이미 손익통산한 순이익이 과세표준으로 인정되고 있다(시행령 제4조제1항제5호). 이는 은행이 외환시장에서 고객에게 환전 서비스와 환헤지 거래를 제공하는 과정에서 매매손익이 구조적으로 혼재할 수밖에 없다는 점을 감안한 것으로 볼 수 있다. 증권사가 주식 및 ETF 시장에서 수행하는 유동성 공급 역할은 은행이 외환시장에서 수행하는 역할과 같은 맥락으로 이해할 수 있으며, MM과 ETF LP의 유가증권 거래에 대해서도 손익통산한 순이익이 과세표준으로 산정될 필요가 있다.

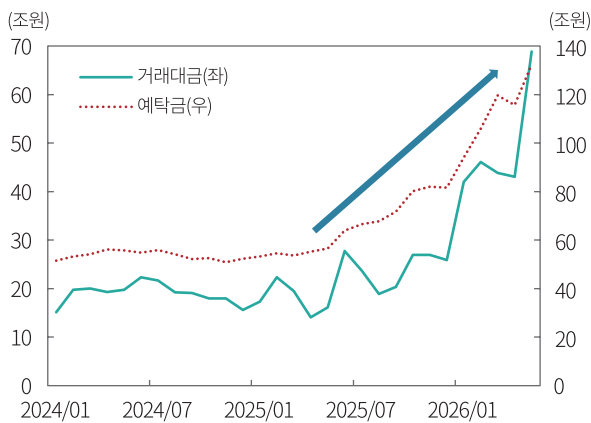
앞서 <표 1>과 <표 2>에서 살펴본 바와 같이 MM과 ETF LP의 거래에서는 순손익과 교육세 과세표준 간 괴리가 발생하며, 주가 변동성이 클수록 이러한 괴리는 더욱 확대될 수 있다. 순손실이 발생한 경우에도 매매익이 존재하는 한 교육세가 부과될 수 있으며, 순이익인 경우에도 매매익 전체에 부과되는 교육세가 순이익을 초과하여 세후 기준으로는 손실로 전환될 수 있다. 특히 최근과 같은 주가 급변동(예를 들어 사이드카 발동) 상황에서 MM과 LP의 유동성 공급과 가격발견 기능은 시장 안정에 더욱 중요한 역할을 하게 된다. 그럼에도 이러한 교육세 과세표준 산정 방식이 MM과 ETF LP의 유동성 공급 및 ETF 상품 공급 역할에 부담으로 작용할 수 있으며, 이러한 부담이 지속될 경우 시장 유동성 저하와 가격발견 기능 약화로 이어지면서 투자자 보호 측면에서도 부정적인 영향을 줄 수 있다.

주식 및 ETF 시장 현황과 논의의 시의성

앞서 논의한 바와 같이 현행 교육세 과세 구조로 인한 MM과 LP의 부담은 최근 주가지수 상승, 시장 변동성 확대, ETF 시장 급성장이 맞물리면서 더욱 확대되고 있다. 이하에서는 이러한 시장 현황을 구체적으로 살펴보기로 한다.

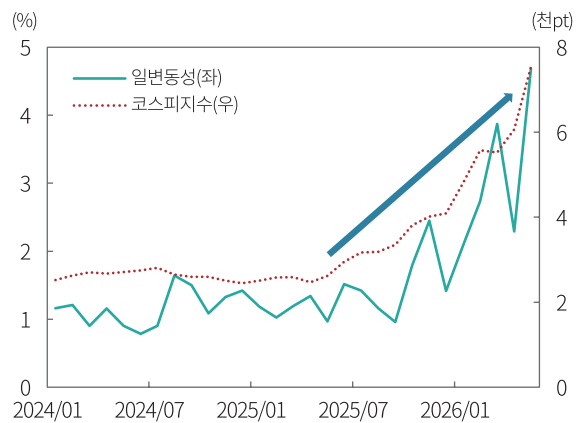
2025년 하반기부터 국내 주식시장 활황이 이어지면서 투자 저변이 확대되고 거래대금이 빠르게 증가하였다(〈그림 3〉). 주가지수 상승으로 주가 수준이 커진 만큼 MM과 LP의 매매 과정에서 발생하는 유가증권 매매익과 매매손실의 절대 규모도 함께 확대되었다. 또한 시장 변동성도 커졌는데(〈그림 4〉), 앞서 살펴본 바와 같이 가격 변동이 클수록 MM과 LP의 일방향 체결 가능성이 높아지고 매매익과 매매손실 규모가 함께 커지면서 순손익과 매매익(교육세 과세표준) 간 괴리가 더욱 확대될 수 있다.

〈그림 3〉 주식시장 거래대금과 예탁금



주 : 코스피와 코스닥시장 합산, 월별 일평균 값
자료: 데이터가이드

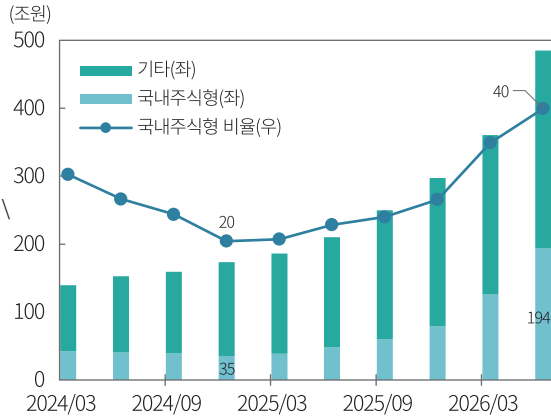
〈그림 4〉 코스피지수¹⁾와 수익률 변동성²⁾



주 : 1) 지수증가의 월별 평균
2) 일중 지수 '(고가-저가)/저가'의 월별 평균
자료: 데이터가이드

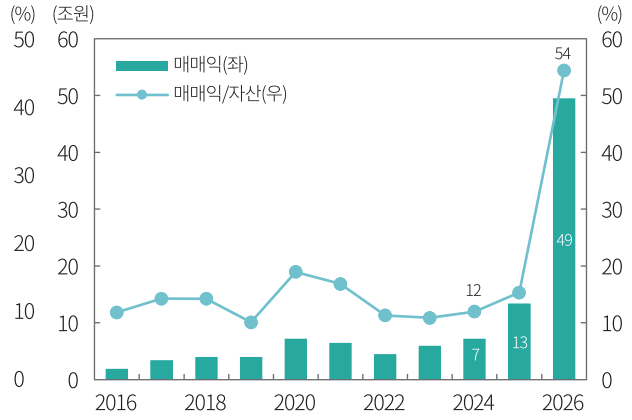
국내주식형 ETF를 중심으로 ETF 시장이 빠르게 성장한 점도 주목할 필요가 있다. 국내주식형 ETF 순자산은 2024년 말 35조원에서 2026년 5월 현재 194조원으로 5.5배 증가하였으며, 전체 ETF 순자산에서 차지하는 비중도 같은 기간 20%에서 40%로 큰 폭으로 증가했다(〈그림 5〉). ETF를 활용하면 투자자가 소액으로도 다수의 종목에 투자할 수 있어 분산투자 효과로 개별주식 투자에 비해 위험을 줄일 수 있다. 따라서 ETF는 주식시장 활성화 과정에서 개인투자자들의 주식시장 접근성을 높이고 분산투자 문화 정착에 기여하고 있으며, ETF LP는 이러한 ETF의 가격안정과 유동성을 뒷받침하는 중요한 역할을 담당하고 있다.

〈그림 5〉 ETF 순자산 추이



주 : 국내주식형은 주식형과 주식혼합형을 합산, 기타는 그 외 해외주식형과 채권형 등을 포함, 2026년 2분기는 5월22일 기준
 자료: 금융투자협회

〈그림 6〉 주식 및 집합투자증권 매매익



주 : 자기자본 기준 상위 10개 증권사 합산, 2026년 매매익은 1분기값의 4배, 자산(주식 및 집합투자증권)은 1분기말값
 자료: 각사 업무보고서

이러한 시장 환경 변화 속에서 MM과 LP의 유동성 공급 활동 규모도 함께 확대되었는데, 손익계산서상 주식 및 집합투자증권 매매익(처분이익)을 활용하여 교육세 과세표준의 매매익 변화를 살펴보기로 한다.¹³⁾¹⁴⁾ 자기자본 기준 상위 10개 증권사를 대상으로 해당 매매익은 2024년 7.2조원에서 2026년 49.5조원으로 약 7배 증가하였다. 매매익/자산 비율을 살펴보면 2016~2024년 평균 13% 수준에서 2025년부터 상승하기 시작하여 2026년에는 54%로 급등하였다(〈그림 6〉).¹⁵⁾ 매매익/당기순이익 비율도 같은 기간 평균 130%에서 2025년 175%로 높아졌고, 2026년에는 364%로 큰 폭으로 상승하였다. 이는 주식시장 활황과 시장 변동성 확대로 인해 MM과 LP의 유동성 공급 활동 규모가 빠르게 증가하면서 자산 규모 및 전체 당기순이익 대비 매매익의 비중이 과거에 비해 크게 높아진 상황으로 볼 수 있다. 즉 단순한 외형의 확대로만 보기보다는 은행의 외환시장 역할과 같이 유동성 공급 역할의 확대도 볼 필요가 있다.

맺음말

본고에서는 주식시장 MM과 ETF LP 거래의 특수성을 살펴보면서 교육세 과세표준 산정 시 유가증권 매매손익 간 손익통산 도입의 필요성을 논의하였다. MM과 LP의 거래는 유동성 공급 과정에서 매

13) 교육세 과세표준상 유가증권 매매익은 매각금액에서 취득가액(매입가액에 부대비용을 더한 금액)을 차감한 금액이며(교육세법 제5조제3항), 손익계산서상 처분이익은 장부가를 차감하여 계산하므로 두 값에 차이가 있다. 다만 이영한 외(2025)가 손익계산서를 활용하여 유가증권 손익통산 효과를 추정한 것과 같이(단, 해석에 유의가 필요함을 제시), 본고도 손익계산서를 이용한다(장근혁, 2025; 이영한 외, 2025 참고).

14) 주식 MM과 ETF LP가 수행하는 유가증권 거래의 매매익은 주식 및 집합투자증권의 매매익에 포함된다.

15) 매매익과 자산은 주식 및 집합투자증권을 대상으로 하며, 당기순이익은 전체 항목을 포함한다. 2026년 자산은 1분기말 값이며, 매매익은 1분기 값에 4를 곱하여 연환산하였다.

매거래와 헤지거래를 구조적으로 수반하므로, 해당 거래의 손익을 통산한 순손익이 실질적인 수익이며 이는 위탁매매 수수료와 같은 성격으로 볼 수 있다. 한편 2025년 하반기부터 주식시장 활황과 ETF 시장의 급성장, 시장 변동성 확대로 MM과 LP의 유동성 공급 거래 규모가 크게 확대되었고, 매매익만을 포함하는 교육세 과세표준과 실질 순손익 간 괴리도 함께 커지고 있다. 여기에 1%의 교육세 최고세율 구간이 신설되면서 MM과 LP의 유동성 공급 역할에 대한 부담이 더욱 커질 수 있다.

MM과 LP는 시장 유동성 제고와 가격발견 기능 향상을 통해 일반 투자자의 원활한 거래를 지원하는 역할을 담당하고 있다. 이러한 점에서 주식시장 및 ETF 시장이 성장하는 현시점에서 MM과 LP의 거래에 대한 교육세 과세표준에 손익통산 도입을 검토할 필요가 있다. 우선적으로 유가증권 거래에 손익통산을 도입하고, 세수에 미치는 영향을 함께 감안하면서 중장기적으로는 이와 연계된 파생상품 거래까지 그 범위를 단계적으로 확대해 나가는 방안을 고려해 볼 수 있다.¹⁶⁾

16) 장근혁(2025)이 설명하였듯이 증권사의 유가증권 매매는 대고객 RP나 ELS 등 다양한 금융상품 공급 과정에서 발생하는 경우가 대부분이라는 점에서, 유가증권과 파생상품 전반으로의 손익통산 확대를 장기적으로 검토해 볼 필요도 있다.

ZOOM
-IN국내 상장기업의 불성실공시법인 지정 현황
및 시사점

국내 상장기업의 불성실공시법인 지정 건수는 연도별로 증감을 반복하는 가운데, 거래소의 공시 제재 강화와 기업들의 공시관리 노력에 힘입어 일부 기간에는 감소세를 나타내기도 하였다. 특히 코스닥시장과 유가증권시장의 불성실공시법인 지정 비중 격차도 축소된 모습이다.

다만 여전히 코스닥상장기업의 불성실공시 건수가 많으며, 동일 기업의 반복 지정 사례도 유가증권상장기업 대비 많이 나타나고 있다. 이는 코스닥시장이 중소형·성장기업 중심으로 구성되어 사업 불확실성이 높고, 공시관리 및 내부통제 체계가 상대적으로 취약한 데 기인한다.

불성실공시법인 지정과 벌점 및 제재금 부과 제도를 통해 불성실공시의 억제 효과가 일정 부분 나타나고 있으나, 반복 위반 사례가 지속된다는 점에서 한계도 존재한다. 따라서 사후 제재에 그치지 않고 기업의 공시관리 및 내부통제 체계를 사전에 강화할 수 있도록 제도적 보완을 검토할 필요가 있다.

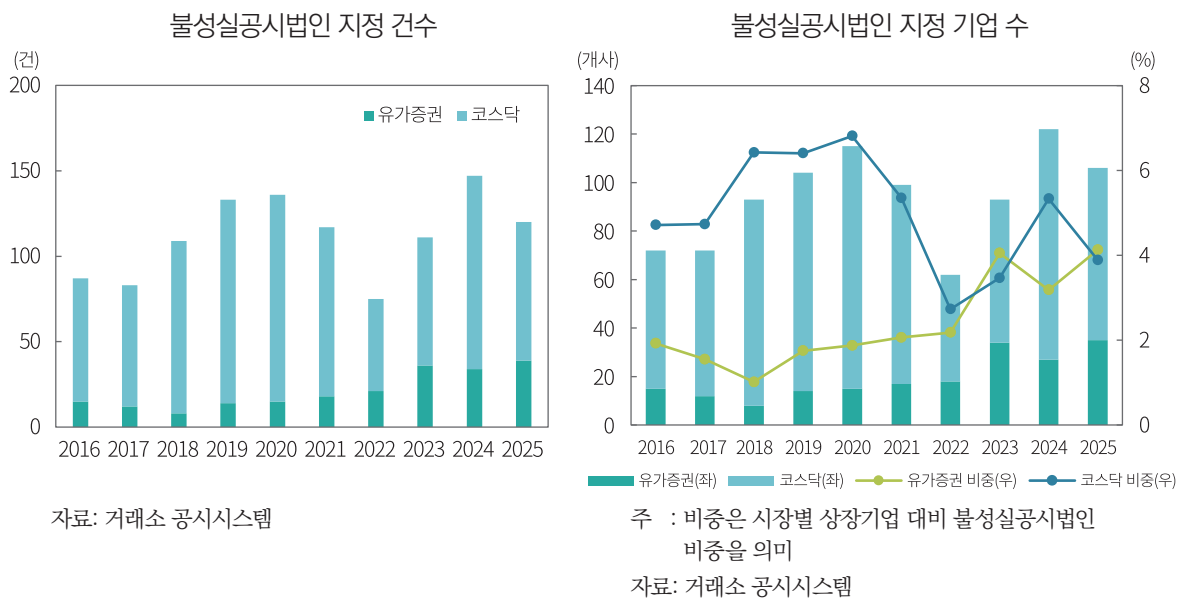
□ 국내 상장기업의 불성실공시법인 지정 건수는 연도별로 증감을 반복하는 모습

- 과거 상장기업의 불성실공시법인 지정 건수는 지속적으로 증가했으나 2020년 이후 감소 추세로 전환
 - 지속적으로 증가하던 불성실공시법인 지정 건수가 줄어든 데에는 거래소 및 감독 당국의 공시 관리 강화와 기업들의 공시 대응 체계 정비가 일정 부분 영향을 미친 결과
- 그러나 이러한 감소세는 장기간 이어지지 못하고 2023년 이후 다시 증가세로 전환
 - 2023년 불성실공시법인 지정 건수는 전년 대비 큰 폭으로 증가했으며, 2024년에는 147건으로 역대 최다 건수 기록
 - 이는 고금리 기조 장기화와 경기 둔화 우려에 따른 기업의 자금조달 여건 악화에 기인하며, 투자유치 실패, 공급계약 해지, 전환사채 발행 철회, 신규사업 추진 지연 등이 발생하면서 기존 공시 내용을 정정하거나 반복하는 사례가 증가
- 2025년에는 불성실공시법인 지정 건수가 다시 감소
 - 단일판매, 공급계약 공시 관련 사후관리 강화와 공시서식 개정을 통한 허위, 과장공시 방지 및 기업 자금조달 관련 관리 감독 강화 등의 영향으로 단일판매와 공급계약 및 유상증자, 주식관련사채 발행 관련 불성실공시가 감소¹⁾

1) 한국거래소, 2026. 1. 15, 2025년 코스닥시장 공시실적, 보도자료.

- 코스닥시장의 불성실공시법인 지정 건수는 여전히 유가증권시장 대비 높은 수준이나, 양 시장 간 격차는 점차 축소되는 추세
 - 코스닥 상장기업의 불성실공시법인 지정 건수는 최근 3년간 평균적으로 전체 지정 건수의 약 70% 정도
 - 다만 과거에는 코스닥 상장기업의 전체 상장기업 수 대비 불성실공시법인 비중이 유가증권시장 대비 현저히 높았으나 그 격차가 줄어든 모습

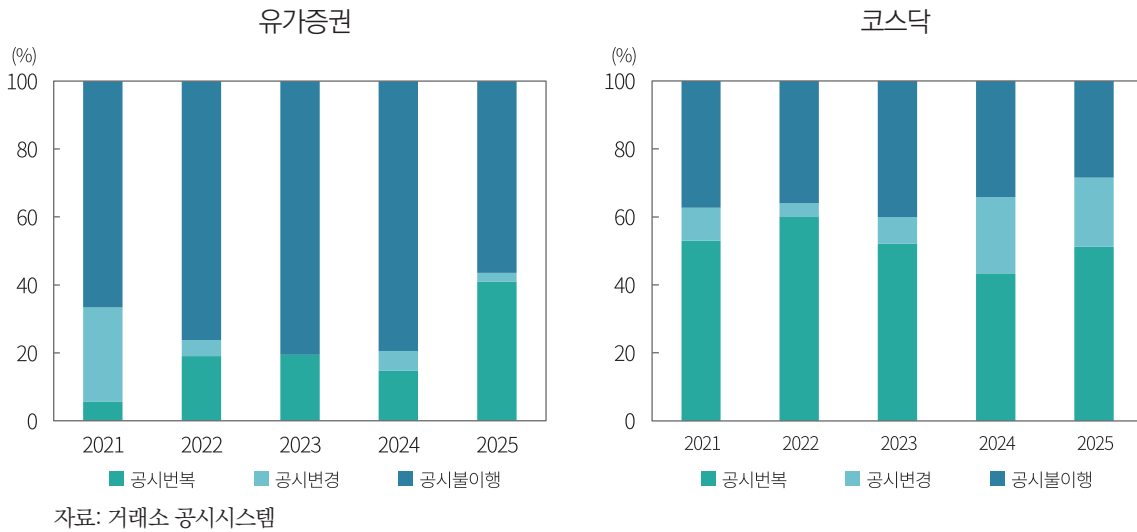
〈그림 1〉 불성실공시 법인 지정 현황



□ 불성실공시는 공시변복, 공시변경 및 공시불이행으로 구분되며, 이 중 공시변복이 가장 높은 비중 차지

- 불성실공시 유형은 이미 공시한 내용을 이후 철회하거나 부인하는 공시변복과 기존 공시 내용 중 주요 사항을 수정하는 공시변경, 정해진 기한 내 공시 의무를 수행하지 않는 공시불이행으로 구분
- 유가증권시장에서는 불성실공시법인 지정 사유 중 공시불이행의 비중이 가장 높게 나타나는 반면, 코스닥시장에서는 공시변복이 가장 빈번하게 발생
 - 유가증권 상장기업의 경우 지연공시에 따른 공시불이행 사례가 주된 지정 사유로 나타나는 반면, 코스닥 상장기업은 경영 관련 의사결정을 철회하거나 변경하는 공시변복의 비중이 높게 나타남
 - 공시변복은 투자자의 기대 형성과 투자판단에 직접적인 영향을 미친다는 점에서 시장 신뢰를 저해할 가능성이 크며, 코스닥시장에서 공시변복 비중이 높다는 점은 일부 기업들이 최초 공시 단계에서 충분한 검토와 내부 의사결정을 거치지 않은 채 공시를 수행하고 있을 가능성을 시사

〈그림 2〉 불성실공시 유형별 비중



□ 동일한 기업이 반복적으로 불성실공시법인으로 지정되는 사례가 지속적으로 나타나고 있으며, 특히 코스닥 상장법인에서 두드러짐

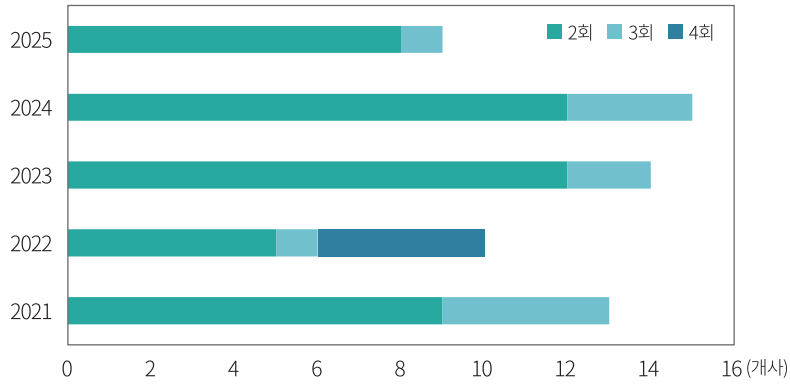
— 코스닥 상장기업의 경우 동일 기업이 반복적으로 불성실공시법인으로 지정되는 사례가 꾸준히 나타나고 있으며, 한 기업이 동일 시점에 복수의 불성실공시 사유로 지정되는 경우도 빈번하게 발생

- 유가증권 상장기업은 불성실공시법인 반복 지정 기업이 연간 1~4개사에 불과한 반면, 코스닥 시장에서는 반복 지정 사례가 상대적으로 많은 편
- 또한 동일 기업이 여러 사유로 불성실공시법인 지정 대상이 되는 경우도 다수 확인

— 이와 같은 반복적인 불성실공시 지속은 기업 공시 관리 측면에서 중요한 문제

- 동일 기업이 여러 차례 불성실공시법인으로 지정되는 현상은 단순한 일회성 오류라기보다 기업 내부의 공시관리 및 내부통제 체계가 취약할 가능성을 시사
- 특히 반복 위반 기업에 대한 실효적인 개선 조치와 사후 관리가 충분히 이루어지지 않을 경우 시장 신뢰 저하로 이어질 가능성이 있으며, 이는 기업 내부의 공시관리 체계 전반에 대한 개선 필요성 확대와 연결

〈그림 3〉 코스닥 상장기업의 불성실공시법인 반복 지정 기업 현황



자료: 거래소 공시시스템

— 이러한 현상은 코스닥시장의 구조적 특성과 연관

- 코스닥시장에는 성장성이 높은 중소형 기업과 기술특례 상장기업, 바이오·IT 중심 기업의 비중이 높아 사업 구조상 실적 변동성과 불확실성이 상대적으로 큰 특징
- 이에 따라 투자유치, 신규사업 추진, 공급계약 체결 등의 과정에서 외부 변수의 영향을 크게 받으며, 사업 계획 변경이나 계약 해지 등으로 기존 공시 내용을 정정하거나 반복하는 사례 증가 우려

— 일부 코스닥 상장기업의 경우 공시 전문 인력과 내부통제 체계가 충분히 구축되지 않은 점도 영향을 미친 것으로 판단

- 공시 조직 규모가 작고 내부 검토 절차가 충분히 체계화되지 못했을 수 있으며, 이는 단순 실수나 공시 지연뿐 아니라 반복적인 불성실공시로 이어질 가능성 존재

□ 불성실공시법인 지정은 단기적으로 기업 주가에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타남

— 불성실공시법인 지정 이후 유가증권 및 코스닥시장에서 모두 단기적으로 음(-)의 초과수익률(AR)을 기록하는 것으로 나타남

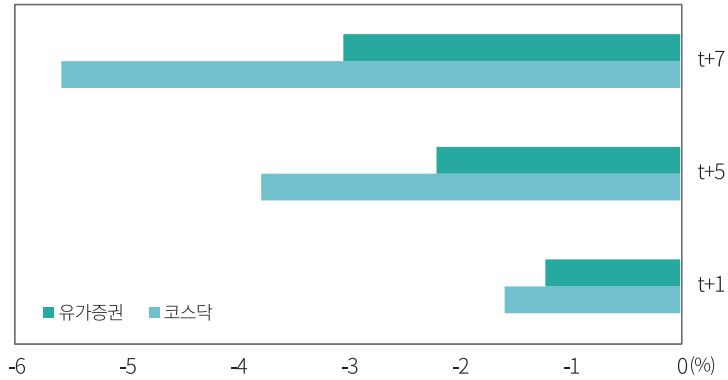
- 이는 시장이 불성실공시를 단순 공시 위반이 아니라 기업 신뢰도 저하 및 정보 불확실성 확대 신호로 인식하고 있음을 의미

— 특히 코스닥 기업은 불성실공시법인 지정 익일 이후 시간이 경과할수록 하락폭이 확대된 반면, 유가증권 기업은 코스닥 대비 하락폭이 상대적으로 제한적이며 추가적인 낙폭 확대 역시 크지 않은 모습

- 코스닥 상장기업의 경우 지정 익일 평균 초과수익률은 약 -1.6% 수준으로 나타났으며, 이후 5거래일 후에는 약 -3.8%, 7거래일 후에는 -5.6%로 부정적 시장 반응이 확대

— 전반적으로 코스닥시장은 유가증권시장 대비 정보 비대칭과 투자심리 변화에 보다 민감하게 반응하는 특성

〈그림 4〉 불성실공시법인 지정 후 주가 변화



주 : 최근 1년(2025. 5. 18~2026. 5. 18) 불성실공시법인으로 지정된 기업을 대상
 자료: Dataguide

□ 현재 국내에서는 거래소의 불성실공시법인 지정, 벌점 및 제재금 부과 등의 조치가 시행되고 있으나, 반복 지정 사례가 지속된다는 점에서 제도적 한계도 존재

- 거래소 및 감독당국은 불성실공시에 대한 제재 강화를 통해 상장기업의 공시 책임성과 공시 품질 제고를 지속적으로 유도
 - 거래소는 불성실공시에 해당하는 기업에 대해 불성실공시법인 지정 예고 후 이의신청 절차를 거쳐 불성실공시법인으로 지정
 - 불성실공시법인으로 지정된 기업에는 벌점이 부과되며 누적 벌점이 10점 이상인 경우 1일간 매매거래가 정지되고 공시책임자 및 공시담당자에 대한 교육을 실시
 - 또한 불성실공시법인 지정 등으로 인한 벌점이 15점 이상(1년) 되는 경우 관리종목으로 지정되며 벌점 부과 이외에 공시위반 제재금을 부과하기도 함
- 그러나 현행 제도는 공시 위반 발생 이후 사후 제재 중심으로 운영되고 있다는 점에서 한계 존재
 - 공시 위반에 대한 제재와 경고 기능은 일정 부분 작동되고 있으나, 사전 예방 및 내부통제 개선 유도 기능은 제한적인 상황
 - 이에 따라 일부 기업에서는 동일한 유형의 공시 위반이 반복적으로 발생하는 사례가 지속
- 따라서 단순 제재 강화뿐 아니라 기업 내부의 공시 관리 체계와 공시 책임성 강화를 유도할 수 있는 방향의 제도 보완 필요성이 제기
 - 특히 반복 위반 기업에 대해서는 공시관리 역량 제고와 내부통제 개선을 유도할 수 있는 관리 및 지원 체계 강화가 요구
 - 아울러 불성실공시 예방과 시장 신뢰 제고를 위해 기업의 공시관리 및 내부통제 체계를 강화할 필요

선임연구원 홍지연

ZOOM
-IN밸류업 공시 참여에 따른 상장기업 성과 비교
및 향후 과제

코리아 디스카운트 해소 및 자본시장 선진화를 위해 2024년 5월 시행된 기업가치 제고(밸류업) 공시 제도는 상장기업의 성과에 유의미한 영향을 미치는 것으로 보인다. 2026년 4월말 기준 공시 참여 기업은 718개사로 단기간 대폭 증가하였으며, 분석 결과 공시기업은 주가수익률, 자본효율성(ROE), PBR 등 주요 지표에서 미공시기업 대비 유의미한 초과 성과를 기록하고 있는 것으로 확인되었다. 특히 코스피 시장은 중대형주를 중심으로 자사주 매입 및 배당 확대와 같은 실질적 주주환원 이행이 시장 신뢰와 기업가치 상승으로 이어지는 성과를 보인 반면, 코스닥 시장은 수익성을 갖춘 기업 위주의 저PBR 해소의 진입 단계에 머물러 있어 시장별 참여 양상의 차이가 뚜렷하였다.

향후 밸류업 프로그램의 실효성 있는 안착을 위해서는 자발적 참여를 넘어선 성과 중심의 인센티브 강화와 더불어 성장성 있는 코스닥 기업의 특성을 반영한 맞춤형 인센티브 지원이 병행될 필요가 있다.

□ 코리아 디스카운트 해소 및 자본시장 선진화를 위해 2024년 5월 기업가치 제고(밸류업) 계획 가이드라인 확정 및 공시 시행¹⁾

- 「기업가치 제고 계획」은 상장기업이 자발적으로 기업가치를 진단하고 개선 계획을 수립·공시하도록 유도하여 국내 증시의 만성적인 저평가 국면을 타개하는 것을 목표
- 상장기업이 밸류업 프로그램에 적극적으로 참여하도록 자율성을 최우선으로 하며 공시 여부, 내용, 시기 등을 각 기업이 스스로 판단하도록 설계
- 상장기업은 현황 진단, 목표 설정, 계획 수립, 이행 및 소통의 4단계 프레임워크에 기초하여 공시를 작성

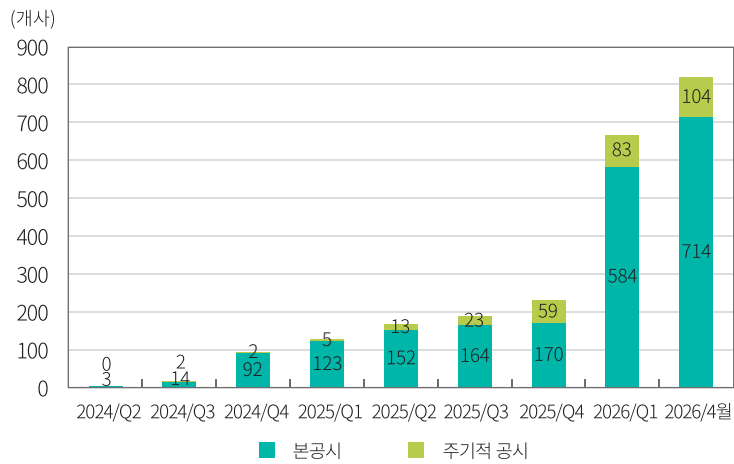
□ 2024년 5월 기업가치 제고 계획 공시 시행 당시 3개사로 시작한 공시 참여 기업은 2026년 4월말 기준 총 718개사로 대폭 증가

- 기업가치 제고 계획 공시 제도 시행 이후 2026년 4월까지 총 718개사(본공시 714사, 예고공시 4사)가 공시를 제출
 - 본공시기업 714사 중 코스피 상장사는 339사, 코스닥 상장사는 375개사를 기록

1) 금융위원회, 2024. 5. 2, 상장기업의 「기업가치 제고(밸류업) 계획」 수립·공시를 지원하기 위해 가이드라인(안)을 마련했습니다. 보도자료.

- 2025년말 170개사였던 본공시기업이 2026년 1분기 584개사, 4월 714개사를 기록하며 단기간 4배 이상 대폭 증가
 - 2026년 3월 신규 공시기업만 409개사로 나타났으며 이는 2025년 12월 조세특례제한법 및 동법 시행령 개정²⁾에 따른 고배당 기업 공시 의무화²⁾로 참여 기업이 증가한 데 기인
 - 특히 코스닥 기업의 공시 참여가 확대되며 2025년말 41개사에서 2026년 4월말 375사로 증가
- 공시기업 수의 빠른 증가세에도 불구하고 전체 상장기업 수 대비 비중은 아직 낮은 수준으로, 전체 상장사 수 대비 26.9%, 코스피와 코스닥 시장 각각 40.5%, 20.6%를 기록

〈그림 1〉 밸류업 공시기업 수 추이



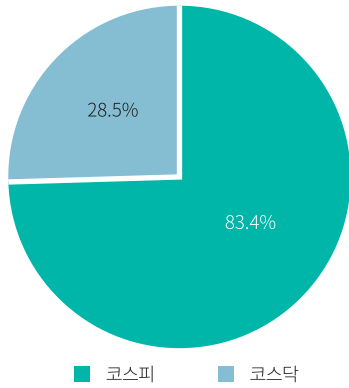
자료: 한국거래소

□ 공시기업 시가총액 비중은 전체 시장의 77.4%를 차지하고 있으며, 코스피 중대형 상장사를 중심으로 밸류업 공시가 이행

- 공시기업 718개사의 시가총액은 전체 시장의 77.4%에 달하는 가운데 코스피 및 코스닥 공시기업이 각 시장에서 차지하는 시가총액 비중은 83.4%, 28.5%로, 코스피 시장의 전체 시가총액 대부분을 공시 참여 기업들이 포괄
 - 코스피 시가총액 1조원 이상의 대형 상장사들이 시장 전체 공시 시가총액의 97.3%로 대부분을 점유
- 시가총액 규모별 공시기업 수 분포를 살펴보면, 1조원 이상 대형 상장사는 195개사(27.2%), 1천억원 이상 1조원 미만 상장사는 340개사(47.4%), 1천억원 미만은 183개사(25.5%)를 기록
 - 코스닥 공시기업이 최근 급증하며 1천억원 미만 규모의 소형 기업 수 비중이 2025년말(9개사, 5.3%) 대비 20.2%p 확대

2) 금융위원회, 2026. 2. 24, 배당소득 과세특례 대상기업의 기업가치 제고계획 공시 및 지원방안 안내, 보도자료.

〈그림 2〉 공시기업 시가총액 비중



주 : 2026년 4월 누적 공시기업 기준
자료: DataGuide, 한국거래소

〈표 1〉 시가총액 규모별 공시기업 현황

시가총액		1조원 이상	1천억~1조원	1천억원 미만	공시기업 전체
공시 기업 수 (개사)	코스피	152	158	32	342
	코스닥	43	182	151	376
	전체	195	340	183	718
비중 (%)	코스피	77.9	46.5	17.5	47.6
	코스닥	22.1	53.5	82.5	52.4
	전체	27.2	47.4	25.5	100

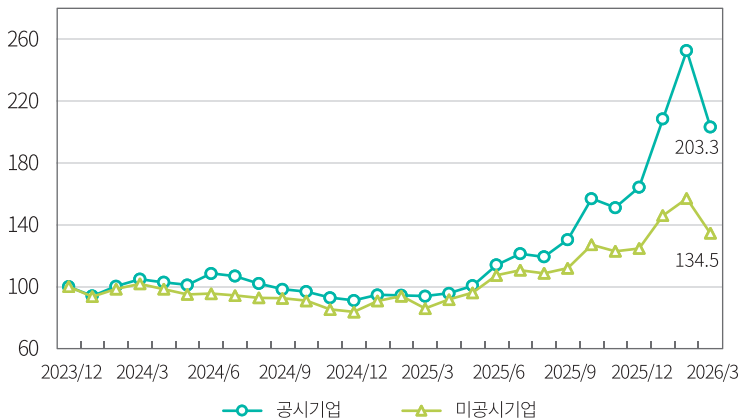
주: 보통주+우선주 합산 기준

□ 밸류업 공시기업³⁾은 분석 기간(2024~2026년 1분기) 동안 100% 이상의 누적 주가수익률을 기록하며 미공시기업 대비 68.8%p의 현저한 시장 초과 성과를 시현

- 2023년말 기준(100pt)으로 시가총액 가중 주가수익률을 누적 지수화한 결과, 전체 공시기업은 2026년 3월 말 203.3pt를 기록하며 2배 이상(103.3%) 상승
- 반면 동기간 미공시기업은 134.5pt를 기록하는 데 그치며 공시기업과의 누적 수익률 격차는 68.8%p에 달해 밸류업 공시 참여에 따른 주가수익률 격차가 지속 확대

〈그림 3〉 밸류업 공시 vs. 미공시기업 누적 주가수익률 지수 추이

(2023.12=100pt)



주 : 1) 2023년 12월말 지수를 100으로 설정하여 시가총액 가중 누적 지수화, 수정주가 기준
2) 코스피, 코스닥 기업 합산

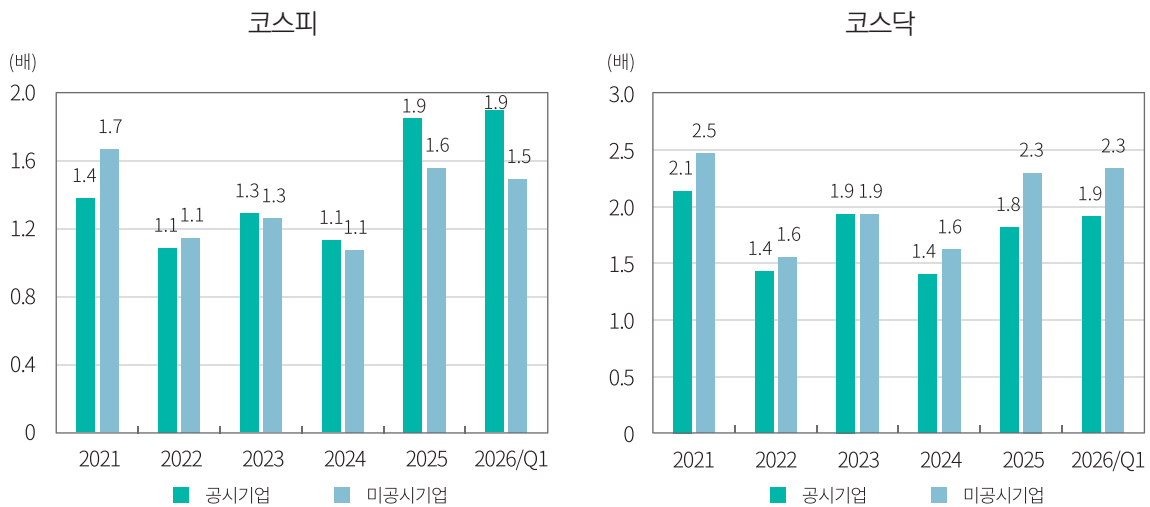
자료: DataGuide

3) 2026년 1분기까지 기업가치 제고 계획을 공시한 기업을 대상으로 분석

□ 코스피 시장의 밸류업 공시기업은 저평가 국면에서 벗어나며 미공시기업 대비 가파른 PBR 성장을 시현한 반면 코스닥 시장의 경우 공시기업을 중심으로 저PBR 해소 초기 단계로 평가

- 2021년말 기준 코스피 공시기업(1.4배)은 미공시기업(1.7배) 대비 낮은 PBR을 기록하며 상대적 저평가 상태였으나, 2023년을 기점으로 공시기업이 미공시기업을 점차 상회하며 2026년 1분기 기준 각각 1.9배, 1.5배를 기록
- 2026년 1분기 기준 코스피 공시기업의 PBR은 2024년 이후 견조한 상승세를 보인 반면 미공시기업은 2025년 대비 하락세로 전환하며 두 집단 간 가치평가 격차가 더욱 확대
 - 이는 기업가치 제고 계획이 실제 공시로 이어지고, 자사주 소각⁴⁾ 및 배당 확대 등 실질적인 이행이 수반되면서 가격에 반영된 결과
- 반면 2026년 1분기 코스닥 미공시기업의 PBR은 2.3배로, 공시기업(1.9배) 대비 지속적으로 높은 수준을 유지
- 코스닥 공시기업은 상대적으로 자산 가치 대비 주가가 낮은 저PBR 기업들이 기업가치 제고를 위해 공시에 참여하고 있으며, 이는 저평가 해소 과정의 진입 단계로 판단

〈그림 4〉 밸류업 공시 vs. 미공시기업 PBR 추이



주 : 시가총액 가중평균 값
 자료: DataGuide

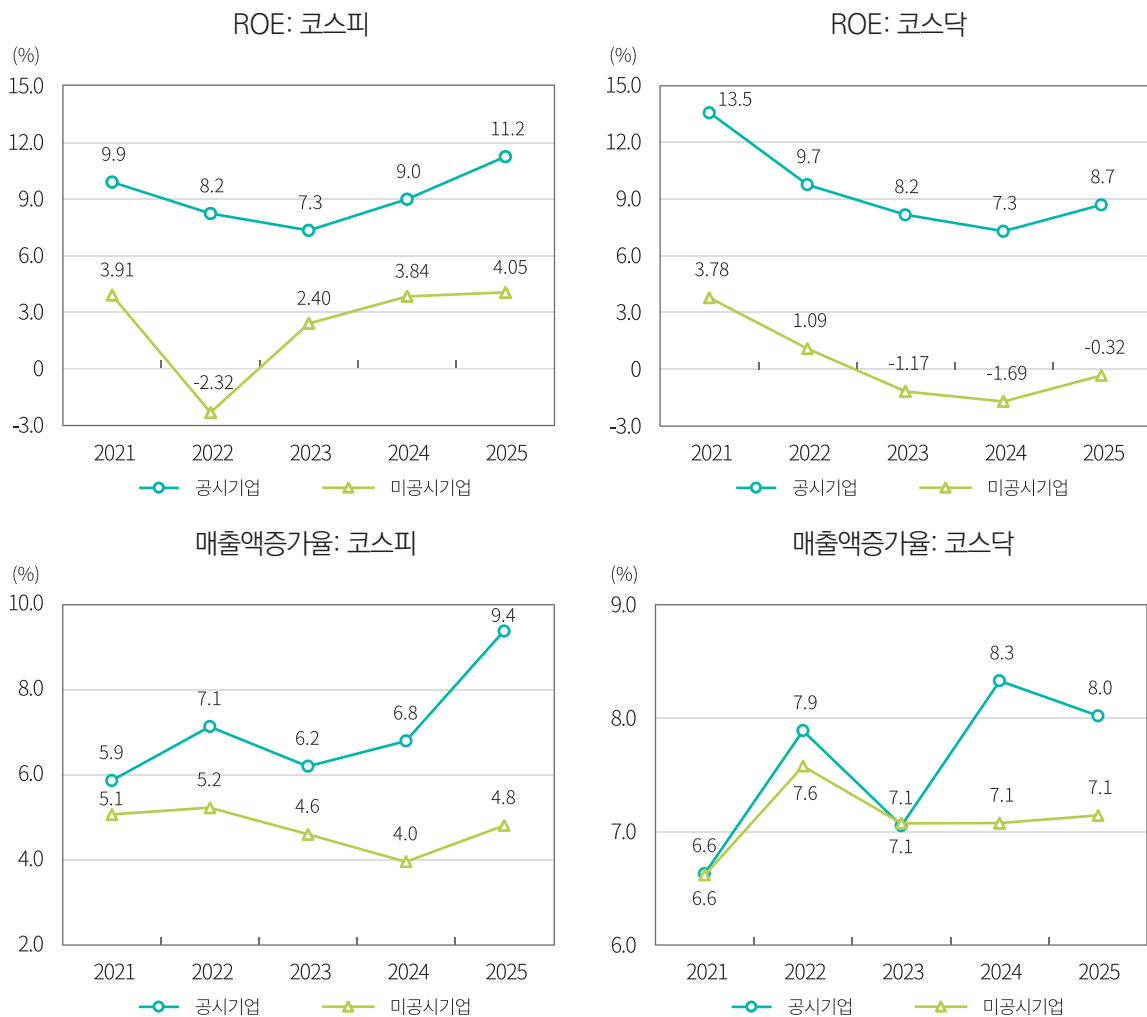
□ 밸류업 공시기업은 미공시기업 대비 높은 ROE와 매출액증가율을 유지하며 기업가치 제고 계획의 실질적인 기초여건의 우위를 보임

- 2025년말 기준 코스피 공시기업은 11.2%로, 미공시기업 4.1% 대비 높은 ROE를 기록
 - 코스피 공시기업은 분석 기간 내 9~10% 수준의 ROE를 꾸준히 기록하였으며, 이는 고효율 우량 기업 중심으로 밸류업에 참여하고 있는 것으로 판단

4) 상장기업의 자기주식 소각 금액은 2023년 4.8조원에서 2025년 21.4조원으로 확대(한국거래소, 2026. 4. 7, 월간 기업가치 제고 현황('26.3월) 발표, 보도자료)

- 코스닥 공시기업은 2025년 8.7%의 양호한 ROE를 기록한 반면, 미공시기업은 2023년부터 2025년(-0.32%)까지 연속 마이너스 수익률을 기록하여 큰 성과 격차를 보임
 - 코스닥 내에서도 실질적으로 수익성이 뒷받침되는 기업 중심으로 밸류업 공시에 참여하고 있음을 시사하며, 앞서 분석한 낮은 PBR에도 불구하고 ROE가 높은 것은 수익성에 비해 저평가된 기업임을 확인
- 매출액증가율은 코스피 공시기업의 경우 2021년 5.9%에서 2025년 9.4%, 동기간 코스닥 공시기업은 6.6%에서 8.0%까지 상승
- 반면 코스피 미공시기업의 매출액증가율은 5.1%(2021년)에서 4.8%(2025년)까지 감소하였으며 코스닥의 경우 동기간 6.6%에서 7.1%로 다소 정체 상태
- 다만 코스닥의 경우 집단 간 증가율 차이가 크지 않으며, 매출 확대보다는 수익성 개선 및 지배구조 투명성 확보를 통한 밸류업이 주된 요소로 판단

〈그림 5〉 밸류업 공시 vs. 미공시기업 주요 재무지표 추이

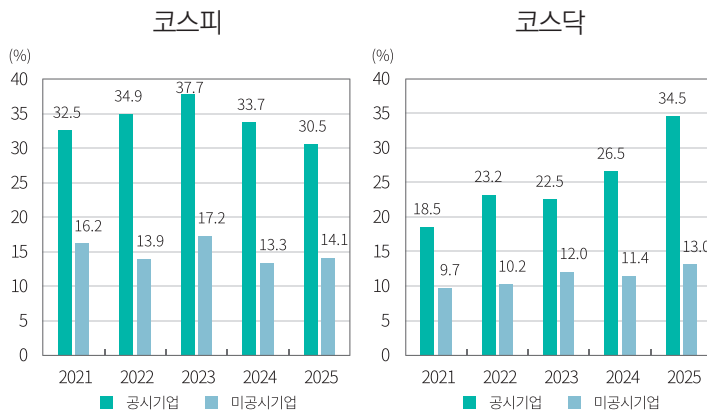


주 : 개별 기업의 5년 평균 매출액증가율의 단순 평균
 자료: DataGuide

□ 배당성향 비교 결과, 양 시장에서 공시기업의 배당금 규모와 배당성향 모두 미공시기업 대비 높게 나타나며 공시 참여 기업 중심으로 주주환원을 강화

- 코스피 공시기업의 총 배당금은 2021년 35.4조원에서 2025년 48.1조원, 코스닥 공시기업은 1.0조원에서 1.8조원으로 증가
- 2025년 기준 코스피 공시기업의 배당성향은 30.5%인 반면 미공시기업은 14.1%에 그쳤으며, 특히 금융·통신 등 전통적 고배당 업종뿐만 아니라 제조업 전반으로 환원 문화가 확산되는 양상
 - 앞서 확인한 매출액증가율의 상승이 실질적인 현금 배당 확대로 연결되고 있음을 시사
- 코스닥 공시기업의 배당성향은 2021년 18.5%에서 2025년 34.5%로 빠르게 높아졌으며, 미공시기업과의 차이도 더욱 확대

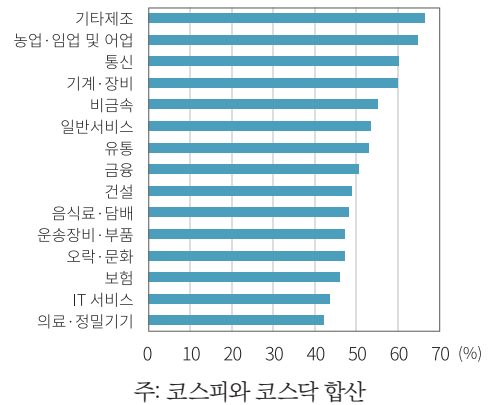
〈그림 6〉 밸류업 공시 vs. 미공시기업 배당성향 추이



주 : 1) 배당성향=(현금배당금(우선주 포함)÷개별/별도 당기순이익)×100
 2) 배당성향 음수(-) 및 200% 이상 기업 제외

자료: DataGuide

〈그림 7〉 밸류업 공시기업 주요 업종별 배당성향(25년)

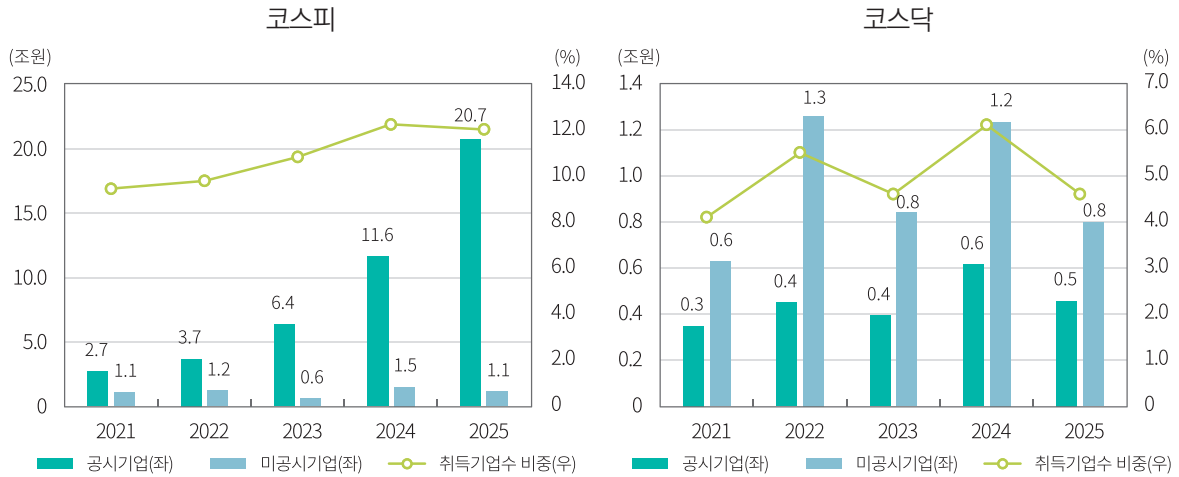


□ 코스피 공시기업은 자사주 매입을 통한 적극적인 주당 가치 제고를 추진하고 있으며, 코스닥 공시기업의 자사주 매입 규모 또한 증가 추세이나 여전히 낮은 수준

- 코스피 공시기업의 자기주식 취득 금액은 2021년 2.7조원에서 2025년 20.7조원을 기록하며 약 7.7배 증가
 - 2025년 기준 전체 코스피 시장에서 밸류업 공시기업의 자사주 매입 규모가 차지하는 비중은 94.8%로 대부분을 차지
 - 2025년 매입 금액은 미공시기업 대비 약 18배 수준으로 공시를 통한 주주환원 약속이 실질적인 자금 집행으로 연결된 것을 확인
- 코스닥 공시기업의 자사주 매입 금액은 2021년 3,480억원에서 2025년 4,573억원으로 확대되며 미공시기업에 비해 다소 높은 연평균증가율(7.0% vs. 6.2%)을 보였으나, 코스닥 전체 시장에서 차지하는 비중은 36.4%(금액 기준), 4.6%(기업 수 기준)으로 여전히 낮은 수준
 - 2025년 기준 코스닥 공시기업 중 자사주 매입에 나선 기업 수는 84개사(전체의 4.6%)에 불과

— 이는 코스닥 공시기업들은 주로 배당을 통해 주주환원에 나서고 있으며 시장 전체적으로는 코스피만큼 자사주 매입 등을 통한 적극적인 밸류업 동참이 아직 본격화되지 않았음을 시사

〈그림 8〉 밸류업 공시 vs. 미공시기업 자사주 매입 규모 추이



자료: DataGuide

□ 분석 결과 밸류업 공시기업은 주가수익률, 자본효율성, PBR 측면에서 미공시기업 대비 유의미한 초과 성과를 보인 것으로 확인

- 밸류업 공시기업은 미공시기업 대비 현저한 시장 초과 성과를 기록하며 주가수익률 측면에서 우위를 기록하였으며, 특히 코스피 공시기업은 가파른 PBR 성장을 통해 저평가 국면을 탈피하고 있는 반면 미공시기업은 하락세로 전환되며 두 집단 간 가치평가 격차가 심화
- 단순히 공시 여부에 그치지 않고 ROE, 매출액증가율 등 실질적인 경영 지표가 우수한 고효율 우량 기업들이 밸류업에 적극 참여하였으며, 코스피는 중대형사 위주로 밸류업 공시에 참여하며 배당 확대와 자사주 매입 등 적극적인 주주환원 정책을 병행
- 코스닥은 실질적 수익성을 갖춘 기업을 중심으로 저PBR 해소의 초기 단계에 머물러 있으며 시가총액 대비 참여 비중은 여전히 낮은 수준

□ 향후 밸류업 프로그램의 참여 확산 및 실효성 있는 안착을 위해서는 기존의 자발적 공시 독려를 넘어 실질적인 가치제고 성과를 보인 기업에 대한 인센티브 지원에 집중할 필요

- 향후 밸류업 관련 정책은 코스피 시장의 성과를 확산시키는 동시에 실질적인 가치 제고 성과를 입증한 기업에 대해 세제 혜택 등 강력한 유인책을 집중하는 방향으로 관련 정책이 진화할 필요
- 또한 코스닥 시장의 특성상 미공시기업 대비 낮은 PBR에도 불구하고 높은 수익성을 보유한 기업들이 공시에 참여하고 있으므로, 성장성 위주의 저평가된 코스닥 기업들이 적극적으로 참여할 수 있도록 시장 특성에 최적화된 공시 유인 방안과 맞춤형 인센티브 지원책 마련을 고려

선임연구원 안유미

ZOOM
-IN

SpaceX의 상장과 지배구조 관련 논란

6월 상장을 앞둔 SpaceX의 최초등록신고서(S-1)에는 기존의 IPO와는 달리 여러 가지 경영권 보호를 위한 조항이 담겨있다. 차등의결권 도입, CEO 해임 제한, 중재안 의무도입, Texas 법인구조, 성과에 연동한 보호예수 해제 등이 결합된 경영권 보호 구조는 지배구조 상 논란이 예상된다. 신규 투자자와 기존 내부 투자자 간의 정보 격차가 존재할 수 밖에 없는 상황에서 SpaceX의 다층적 보호예수 해제 구조는 등록주식과 비등록주식의 추적을 어렵게 해 투자자 권리구제가 더욱 어려워질 수 있다. 이러한 논란에도 초대형 IPO에 따른 지수편입 가능성은 스투어드십을 고수해 온 기관투자자들도 패시브 투자 전략으로 받아들일 수 밖에 없으나, 향후 투자 이후의 귀추가 주목된다.

- 최근 공개된 SpaceX의 IPO 등록신고서(S-1)에 담긴 지배구조 관련 여러 가지 사항은 CEO인 일론 머스크 및 기존 주주들에게 매우 유리한 조건의 내용이 담겨있어 논란^{1) 2) 3)}
 - 논란이 되는 주요 사항은 차등의결권 도입 및 CEO의 해임이 사실상 불가능한 구조, 내부거래가 될 수 있는 소유 기업간 구조, 의무 중재안 도입, 기업에 친화적인 텍사스 법으로 인한 주주권리 침해문제 등
 - 등록신고서 공개 후 캘리포니아 공무원연금(CalPERS) 및 뉴욕 연기금 등은 공동서한을 통해 이번 IPO는 현 경영진들에게 일방적으로 유리한 지배구조를 가지고 있다고 언급
- 연기금이 개별기업 IPO 시 지배구조에 대해 문제점을 지적한 이유는 지수 편입 가능성 때문으로, SpaceX는 상장 이후 대형 지수에 편입될 가능성이 높아, 이 경우 연기금 등은 자신의 투자노선과 결이 다르더라도 투자할 수밖에 없기 때문
 - 5월 1일부터 시행된 Nasdaq100지수 편입요건⁴⁾의 경우 나스닥 시가총액 상위 40위에 드는 큰 규모의 기업이면, 조기편입(fast entry) 대상이 되어 상장 후 15일 만에 상장 자격 획득이 가능⁵⁾하고, 최소 유통 주식 수 요건이 폐지되어 SpaceX에게 유리
 - 1조 7,500억 달러의 기업가치에 맞추어 750억 달러 규모의 주식을 상장할 예정인데, 이는 회사지분의 4.3% 수준이나, 차후 보호예수 해제 등을 생각하면 점차 증가할 것으로 예상

1) CNN, 2026. 5. 22, The 5 strangest things about SpaceX's IPO prospectus.

2) FT, 2026. 5. 26, SpaceX to drive a Cybertruck through corporate governance norms.

3) New York City Comptroller, 2026. 5. 14, Letter to SpaceX.

4) Lexology, 2026. 4. 16, Nasdaq adopts new "Fast Entry" rule for the Nasdaq-100 Index

5) FT, 2026. 5. 26, New Nasdaq rules offer SpaceX free liquidity.

- 지수 편입시 연기금을 포함한 기관투자자와 지수펀드들은 SpaceX를 매수해야 함
 - S&P500에 편입이 되기 위해서는 기업공개 후 1년 이후가 되어야 하나, 초대형 주의 경우 해당 요건을 6개월로 단축하고, 수익성 요건을 면제하는 방안을 검토 중⁶⁾⁷⁾
- SpaceX가 이번에 상장하고자 하는 주식은 Class A 일반주로 이 주식은 1주당 1개의 의결권을 가지고 있으나, 머스크 및 주요 내부자들이 가진 주식은 Class B 주식으로 해당 주식은 1주당 10개의 의결권을 보유
- 이를 통해 머스크 및 주요 투자자들은 42%의 주식만을 보유하고도 79%의 의결권 행사가 가능하여, 상장 이후에도 Class A주식을 보유한 투자자들은 이사의 선임과 경영진 교체가능성에 대한 의견개진이 어려워질 수 있음
- 그간 차등의결권을 도입한 기업은 구글과 메타 등으로 SpaceX의 도입 자체가 이례적인 것은 아니나, 우려를 표하는 이유는 차등의결권 뿐만 아니라 CEO 해임 시 본인의 동의를 필요한 규정 등 차등의결권에 여러 가지 장치를 추가하여 현 CEO인 머스크의 권한을 공고히 하고 있기 때문
- SpaceX는 차등의결권으로 인하여 머스크는 과반 이상의 의결권을 유지할 수 있어 지속적으로 지배회사(controlled company)가 되기 때문에, 일반 상장사 수준의 독립적인 지배구조 요건을 충족해야 할 의무 면제(Controlled company exemption)
 - CEO의 해임을 위해서는 머스크 본인의 동의가 필요하다고 규정하여 해임 가능성을 사실상 봉쇄
 - 또한 일반적으로 투자자가 경영진의 허위공시나 증권사기 등으로 상장회사에 투자하였으나 손해를 보았을 경우, 소송을 제기할 수 있는데, 의무 중재안(mandatory arbitration)을 도입하면 소송 대신 중재인을 통해 해결하도록 강제
- 텍사스 법의 경우 델라웨어 법보다 기업 친화적으로, 주주소송을 제한하고 경영진을 강력하게 보호하고 있는데, 주주가 회사를 대신하여 경영진이나 이사를 상대로 회사 손해에 대한 주주대표소송을 제기하려면 일정 지분 이상을 소유하도록 요구하고 있으며, SpaceX의 경우 3%가 필요
- SpaceX의 경우 3% 보유해야 회사에 손해를 끼친 경영진이나 이사를 상대로 주주들이 소송을 제기할 수 있도록 규정하였는데(derivative action), 기업가치가 만약 1조 7,500억 달러라고 가정할 경우 500억 달러 이상의 주식을 보유해야 가능
 - 기업들은 델라웨어에서 텍사스나 그 외의 주로 기업을 이전하고 있는데, 텍사스 주 회사법에서는 경영자 및 이사진에 대한 보호가 강해 주주소송위험이 낮고 세금에 이득이 있기 때문⁸⁾

6) WSJ, 2026. 5. 3, Stock indexes are contorting themselves to include SpaceX and OpenAI.

7) S&P, 2026. 4. 30, Dow Jones Indices consultation on treatment of MegaCap companies.

8) JD SUPRA, 2026. 5. 15, "DExit" explained - Why companies are leaving Delaware for Texas.

- 머스크는 델라웨어에서 보수패키지(compensation package) 관련 패소 이후 테슬라의 등록지를 델라웨어에서 텍사스 주로 이전⁹⁾

□ SpaceX는 신규 상장 시 보호예수 대상 주식을 기업의 실적에 따라 단계적으로 매각할 수 있도록 허용할 계획¹⁰⁾이나 정확한 수량은 공개되어 있지 않아 기존 투자자들과 신규 투자자 간의 정보격차 발생 가능성 더욱 증가

- 주요 투자자들에게는 통상적인 기간인 180일보다 긴 보호예수 기간을 책정하는 반면, 일부 기존 투자자들에게 상장 첫날 지분을 매각할 수 있도록 허용하는 방안을 검토 중¹¹⁾이었으나 공개된 신고서에는 실적에 따라 빠르면 IPO 후 첫 분기실적 발표 직후부터 단계적 주식 매도가 가능
 - 공개된 신고서에는 머스크 및 핵심 기존 주주들에게 기존 180일보다 긴 366일의 보호예수기간이 책정되었으나 이들이 전체 주식에서 차지하는 비율은 비공개
- 단계적 보호예수 대상 주식의 총 수량이나 조기 매각이 가능한 대상 주식의 정확한 비율은 아직 공개되지 않아 정보 공개를 최소화한 상태에서 상장 절차 진행이 가능하여 신규 투자자들과의 정보격차가 더욱 발생할 가능성 증가¹²⁾
 - 만약 조기 지수편입이 되는 경우 편입 후 보호예수가 순차적으로 이루어져 지수 변동성이 더욱 증가할 가능성 존재

〈표 1〉 SpaceX의 다층적 보호예수 해제 조건

SpaceX의 보호예수 해제 조건	보호예수 해제 비율
상장 후 첫 분기실적 이후	최대 20%
Class A 주가가 IPO 대비 30% 이상 상승	추가 10%
시간 경과(70/90/105/120/135일)	추가 7%
이후 실적 조건	추가 28%
180일 이후	잔여 전량

주 : 전통적 보호예수기간의 경우 해당 기간(180일)이 지나면 해당물량이 일시에 보호예수 해제
 자료: SpaceX Form S-1

- SpaceX가 보호예수기간을 순차적으로 해제할 경우, IPO 이후 유통시장에서 등록 주식과 비등록 주식을 추적하기 어려워져 투자자는 기업을 대상으로 손실에 대한 소송 제기가 어려워질 가능성 증가
 - 기존의 180일 이후 한번에 매물이 나올 가능성보다 성과 및 기간에 연동하여 순차적으로 보호예수를 해제하게 되면, 시장에서 받는 부담 감소 가능

9) WSJ, 2024. 6. 16, The big loser in Tesla's shareholder vote is Delaware.

10) Reuters, 2026. 5. 23, SpaceX to allow early share resale before usual six-month lock-up.

11) 연합뉴스, 2026. 3. 27, 머스크, 스페이스X IPO에 월가 관행 깬다.

12) 파이낸셜뉴스, 2026. 4. 2, "스페이스X, SEC에 비밀 IPO 서류 제출"...사상 최대 상장 절차 개시.

- 그러나 기존 주주가 가지고 있던 등록주식이 복잡한 구조로 유통시장에 혼재될 경우, 투자자는 매수한 주식이 IPO registration statement에 근거한 등록주식인지 특정하기 어려워짐
- 증권법 Section11에서는 IPO 등록신고서에 중요 허위사실이나 누락이 있어 투자자가 손실을 보았을 경우 발행사를 상대로 소송을 제기할 수 있는데, 이를 위해서는 투자자가 자신이 매수한 주식이 해당 등록신고서에 기반한 주식임을 추적할 수 있어야 하기 때문¹³⁾
- 2023년 대법원은 Slack Technologies와 투자자 간 분쟁에서 추적할 수 있는 주식임을 입증해야 할 책임이 주주에게 있다고 판결함으로써 상장 직후 내부자 정보를 활용한 투자 피해에 대한 입증 부담이 더욱 증가¹⁴⁾

□ 이러한 우려에도 불구하고 스투어드십을 강조하던 대형 기관투자자들은 별다른 입장 발표가 없는 상태이나, 지수 편입에 따른 패시브 투자 이후 기관투자자들의 행보가 주목됨

- BlackRock의 경우 그동안 스투어드십을 강조하며 의결권 대리행사를 통해 ESG 관련 의견을 개진하여왔으나, 이번 SpaceX의 경우에는 별다른 입장 표명이 없으며 SpaceX에 15조달러의 투자를 검토 중¹⁵⁾
 - ESG 준수 및 주주의 권리를 지키려는 기관투자자의 입장과 지수 편입으로 인한 수익률 압력 때문에 투자 회피가 어려운 기관투자자의 딜레마가 존재

선임연구원 이종은

13) FT, 2026. 4. 10, The biggest IPO in history has a hole in its safety net.

14) SEC, 2025. 3. 6, Recommendation of the investor as owner and investor as purchaser Subcommittees of the SEC Investor Advisory Committee regarding Preserving Investors' Ability to Bring Claims Under Section 11 of the Securities Act of 1933.

15) Seeking Alpha, 2026. 5. 16, BlackRock is said to weigh investing billions in SpaceX IPO.