

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<sup>1) 2) 3)</sup>
  - 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 편입요건<sup>4)</sup>의 경우 나스닥 시가총액 상위 40위에 드는 큰 규모의 기업이면, 조기편입(fast entry) 대상이 되어 상장 후 15일 만에 상장 자격 획득이 가능<sup>5)</sup>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 중<sup>6)7)</sup>
- 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 때문<sup>8)</sup>

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 이전<sup>9)</sup>

□ SpaceX는 신규 상장 시 보호예수 대상 주식을 기업의 실적에 따라 단계적으로 매각할 수 있도록 허용할 계획<sup>10)</sup>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 중<sup>11)</sup>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 증가<sup>12)</sup>
  - 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 때문<sup>13)</sup>
- 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 증가<sup>14)</sup>

□ 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 중<sup>15)</sup>
  - 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.