

중복상장 가이드라인 발표에 따른 규율 체계 개편 심층 분석 리포트

모회사 주주가치 보호 및 자본시장 선진화를 위한 원칙금지·예외허용 제도의 구조, 이사회 의무, 특례심사 기준 및 기업 대응 전략

요약 및 핵심 시사점

2026년 7월 금융위원회와 한국거래소는 자본시장 구조 개혁의 일환으로 중복상장 제도개선안 및 「중복상장 가이드 라인」을 전격 발표했습니다.

기존 국내 자본시장은 상장 자회사의 쪼개기 상장, 물적분할 후 상장 등으로 인해 모회사 일반주주의 지분가치가 훼손되고 ‘코리아 디스카운트(Korea Discount)’가 심화된다는 고질적 비판을 받아왔습니다.

이번 개정안의 본질은 **원칙적 금지, 예외적 허용**이라는 강력한 패러다임 전환에 있습니다. 이제 자회사의 유가증권/코스닥 시장 상장은 자회사 경영진과 이사회의 자율적 자금조달 결정에 그치지 않으며, 모회사 이사회의 주주에 대한 충실의무 이행과 독자적 특별위원회의 엄격한 심의, 그리고 모회사 주주권익 보호 절차를 완벽히 충족해야만 예외적으로 승인되는 특례 심사 체계로 완전히 재편됩니다.

I. 중복상장 제도개선의 배경 및 정책적 지향점

1. 자본시장 구조적 문제점과 모회사 디스카운트

한국 자본시장에서 중복상장은 그룹 구조 재편 및 핵심 사업부문의 자금조달수단으로 광범위하게 활용되어 왔습니다. 2025년 말 기준 국내 자본시장의 중복상장 비율(전체 시가총액 대비 상장사 간 지분보유 시가총액 비중)은 11.2%에 달합니다. 이는 미국(0.05%), 중국(2.4%), 대만(2.7%), 일본(4.0%) 등 주요국과 비교할 때 압도적으로 높은 수준입니다.

기존 관행 하에서는 자회사 상장이 결정되면 모회사의 핵심 알짜 사업부문이 분리·상장되면서 모회사 지분가치가 대폭 희석되는 현상이 반복되었습니다. 또한 자회사 가치가 시장에서 독립적으로 재평가되는 과정에서 정작 모회사 일반주주에게 아무런 보상 없이 주가 하락과 모회사 디스카운트(Parent Company Discount) 피해가 전가되는 일도 빈번했습니다. 법적으로도 자회사 상장은 자회사 이사회의 독립적 경영권 행사라는 명목하에 모회사 주주에 대한 배려나 보상책이 외면받아 온 것이 현실입니다.

2. 글로벌 법리 준용 및 제도개선의 기본 방향

이번 개정안은 정부의 코리아 프리미엄을 향한 자본시장 혁신 국정과제의 핵심 축으로, 단순한 공시 강화를 넘어 상법상 이사의 주주에 대한 충실의무 법리와 글로벌 자본시장 선진 사례를 융합하여 설계된 것이 특징입니다.

- **미국 델라웨어주 판례 법리 준용:** 미국 델라웨어 법원은 모·자회사 간 이해상충 거래 시 독립적인 특별위원회(Special Committee) 승인 또는 일반주주 과반수 동의(Majority-of-Minority, MoM)를 충족할 경우 이사회가 신인의무(Fiduciary Duty)를 다한 것으로 보고 판단의 안전항(Safe Harbor)을 제공하고 있습니다. 이번 가이드라인은 이를 한국 상법 및 상장규정 구조에 맞추어 변형 적용했습니다.

- **홍콩 및 대만 거래소의 중복상장 규율:** 자회사의 영업 및 경영 독립성이 입증되지 않거나 모회사 주주 가치를 침해하는 중복상장을 엄격히 규제하는 아시아 선진 금융시장의 기준을 종합 반영했습니다.
- **2차원 규율 체계 구조:** 모회사 이사회가 주주 영향과 보호책을 1차적으로 심의·결정(행위규제)하고, 한국거래소가 그 절차적·실질적 정당성을 엄밀히 심사하여 최종 상장 여부를 가리는 구조를 명확히 했습니다.

3. 규율 패러다임의 근본적 전환 비교

구분	기존 체계	개편 체계
기본 방침	자회사 이사회 결정 및 자금조달 필요성 중심 추진	원칙적 금지 및 예외적 허용 체계
심사 방식	추상적인 주주보호 노력 수준 심사 진행	모회사 이사회 5대 의무 이행 + 독립적 특별위원회 의결 + 주주동의/개별 엄격심사 특례 통과 필수

II. 중복상장 규율 대상 및 적용 범위의 구체화

개정 규정(유가증권시장 상장규정 시행세칙 제70조의3 및 코스닥시장 상장규정 관련 조항)은 중복상장의 규제 대상을 실질적 지배관계에 있는 모든 계열회사로 확장하여 규제 회피 가능성을 원천 차단했습니다.

1. 법적·실질적 적용 대상 범위

모회사가 실질적으로 지배하는 자회사의 유가증권시장 및 코스닥시장 신규 상장에 대하여 다음 중 하나에 해당하는 경우 특례 심사 및 이사회 의무가 적용됩니다.

1. **외부감사법상 종속회사:** 연결재무제표 작성 대상이 되는 모든 종속회사
2. **공정거래법상 수직적 지배관계 계열사:** 모회사가 지분 20% 이상을 직접 소유한 계열회사 및 그 계열회사가 다시 50%를 초과하여 지배하는 손자회사, 증손회사 등 수직적 지배고리 상의 회사
3. **최근 1년 이내 해당 회사(편법 회피 방지):** 상장 직전에 지분율을 인위적으로 매각·조정하여 20% 미만으로 낮추는 규제 회피 행위를 방지하기 위해, 상장예비심사 신청일 기준 과거 1년 이내에 종속회사 또는 수직적 계열회사에했던 회사

2. 상장 형태 및 시장별 적용 구체화

신규 IPO뿐만 아니라 다양한 형태의 자본거래를 통한 우회적 중복상장도 빠짐없이 통제 대상에 포함됩니다.

[중복상장 심사기준 적용 여부]

구분	적용 여부	구체적 적용 사례 및 조건
신규 상장 / 인수·신설	적용	모회사가 신설하거나 인수하여 형성된 수직적 자회사의 국내 증시 신규 상장
우회상장 / SPAC 합병	적용	비상장 자회사가 기존 상장법인과의 합병 또는 스팩(SPAC) 상장봉합을 통해 우회상장하는 경우
해외 증권시장 상장	적용	국내 모회사의 자회사를 미국(NYSE, NASDAQ), 홍콩, 싱가포르 등 해외 거래소에 상장시키는 경우
단순 인적분할 신설법인	제외	기존 주주가 지분을 비례로 신설주식을 부여받아 주주가치 훼손이 없는 단순 인적분할 상장
역구조 상장 / 해외 모회사	제외	자회사가 이미 상장된 상태에서 모회사를 상장하거나, 해외 거래소 상장 모회사의 자회사 국내 상장

III. 모회사 이사회의 5대 의무 및 특별위원회 제도

금번 개정의 가장 핵심적인 행위규제는 모회사 이사회에 상법상 주주 충실의무를 구체화해 5가지 법적 의무를 명시한 것입니다.

1. 모회사 이사회의 5대 절차적 의무

모회사 이사회는 자회의 국내외 증시 상장 추진 시 다음의 5개 단계를 철저히 이행하고 의결해야 합니다.

- ① **주주영향 평가**: 자회사 상장이 모회사 주가 및 주주가치에 미칠 영향을 다각도로 분석해야 합니다. (주가 디스카운트 가능성, 지분율 희석, 예상 배당수익 변동, 자회사 기업가치 변동성 등을 종합 정량·정성 평가한 주주영향 평가서를 작성해 모회사 이사회가 결의)
- ② **주주 보호방안 마련**: 주주가치 훼손을 상쇄할 수 있는 실현 가능한 환원·성장책을 수립해야 합니다. (구주매출 대금 재원 현금 배당, 자사주 소각, 자회사 주식의 현물배당, 모회사 신사업 투자, 일정 기간 추가 분할·상장 금지 확약 등 구체적 실행조건 특정 결의)
- ③ **주주 소통 및 주주동의 확인**: 평가 결과 및 보호방안을 주주들에게 명확히 공개하고 충분히 소통하거나, 주주총회 표결 등을 통해 주주동의 여부를 명확히 확인해야 합니다. (IR, 온·오프라인 주주간담회 및 설문조사, 의견수렴 창구 운영)
- ④ **최종 찬·반 결의 및 자회사 통지**: 주주 소통 결과, 동의 표결 결과, 보호방안의 타당성을 종합 고려하여 최종 상장 찬반을 의결하고 그 결과를 자회사에 서면 통지해야 합니다.
- ⑤ **단계별 공시**: 위 1~4단계 이행 사항을 공시 시스템에 적시 공개하는 것도 의무입니다. 주주동의 표결을 거치지 않은 경우 그 타당한 이유를 공시문서에 명시하는 것이 필수적입니다.

2. 독립적 특별위원회(Special Committee) 심의 체계

이사회가 자의적으로 주주영향을 평가하거나 형식적인 보호방안을 수립하는 편법을 막기 위해 이사회 결의 전 단계에서 독립적 특별위원회의 사전 심의 및 의결이 필수화됐습니다.

구분	구성 및 운영 세부 기준
위원 구성	최소 3인 이상의 위원으로 구성하며, 이사 및 외부 독립 전문가(사외이사 자격요건을 갖춘 전문가)로 구성
독립성 요건	- 위원장: 독립이사(개정 상법상 사외이사의 명칭)가 전담 - 구성 비율: 독립이사 및 외부전문가가 전체 위원의 3분의 2 이상을 차지해야 함
외부 조력권	위원회는 회사의 비용으로 독립된 법률, 재무, 회계 전문가의 조력을 받을 권리를 보장받음

3. 이사회 의무 위반 시 제재 조치

모회사가 5대 의무를 충실히 이행하지 않고 자회사 상장을 강행하거나 불성실하게 공시한 경우, 자본시장법 및 상장계약에 의거하여 실질적인 제재를 가할 예정입니다.

- **상장계약 위약금 부과:** 거래소 상장공시위원회 심의를 거쳐 최대 10억 원의 위약금 부과. 시가총액별 기준금액(1천억 미만 2억원, 1천억~100조원 미만 5억원, 100조원 이상 8억원)에 위반의 중대성을 가감하여 산정
- **매매거래 정지:** 위반 사실 적발 시 1일간 모회사 주식의 매매거래 정지
- **불성실공시 및 상장폐지 실질심사:** 공시의무 위반 시 벌점 부과 및 벌점 누적 시 상장적격성 실질심사 대상 지정

IV. 거래소 특례상장심사 기준의 양대 축

한국거래소는 자회사의 상장예비심사 청구 시, 기존 일반 질적심사 요건과 별도로 중복상장 특례심사 기준을 적용합니다. 특례 심사는 (1)자회사의 영업·경영 독립성과 (2)모회사 투자자 보호라는 양대 축으로 구성됩니다.

1. 특례기준 ① : 자회사의 영업 및 경영 독립성 검증

중복상장 허용의 첫 번째 전제는 자회사가 모회사로부터 사업적으로 완전히 독립하여 독자적인 생존과 성장이 가능한가에 있습니다.

(1) 영업 독립성 평가 항목:

- 영업 유사성: 주력 제품 및 서비스, 타겟 시장, 매출처, 공급망 내 역할이 모회사 사업과 중복되는지 여부
- 영업 독자성: 자체적인 R&D 역량, 기획 조직, 독자적 가격협상력 및 판매 네트워크 보유 여부
- 영업 의존도 50% 룰(추정 규정): 자회사의 전체 매출액 또는 매입액 중 모회사(및 계열사) 관련 비중이 50% 이상인 경우 영업 독립성을 결여한 것으로 추정 (※단, 산업적 수직계열화가 불가피하거나 그룹 내부 거래를 통한 원가절감·공급 안정성 등 객관적 영업 효율성이 입증되면 예외적 인정 가능)

(2) 경영 독립성 평가 항목:

모회사 최대주주 및 임직원의 자회사 이사회·감사위원회·경영진 겸직 상황도 엄격히 평가됩니다. 인사, 재무, 예산, 투자 결정이 모회사의 사전 승인 통제하에 있거나 자회사 이사회가 거수기 역할에 불과한 구조라면 경영 독립성 부적격 판정을 받을 수 있습니다.

2. 특례기준 ② : 모회사 투자자 보호 - 주주동의 3% 룰 및 차등 적용

투자자 보호 심사는 모회사 이사회의 5대 의무 이행 여부와 모회사 이사회의 최종 찬성 결의를 필수요건으로 하며 추가적으로 주주동의 수준을 평가합니다.

(1) 의결권 제한 주주동의 구조 (3% 룰 적용):

가이드라인은 주주평등원칙 위배 논란이 있는 MoM(일반주주 과반동의) 대신, 상법상 감사위원 선임 시 적용되는 3% 룰을 주주동의 요건으로 수용하고 있습니다.

- 의결권 제한: 지분율 3%를 초과하는 주식의 의결권은 통틀어 3%로 제한됨 (최대주주는 특수관계인 합산 3%)
- 통과 요건: 출석한 주주 의결권의 과반수 찬성 + 발행주식총수의 4분의 1 이상의 찬성
- 전자투표 특칙 제외: 전자투표를 실시하더라도 발행주식총수 1/4 요건이 면제되지 않음 (대법원 2016다222996 법리에 따라 3% 초과 주식은 발행주식총수 산정 모수에서도 제외됨)

(2) 자회사 유형별 주주동의 요구 수준:

자회사 유형	주주동의 요구 수준	거래소 상장심사 시 취급 및 판단 기준
물적 분할 자회사 (영업양도, 현물출자 포함)	필수	주주동의 통과가 상장의 절대적 조건. 미취득 시 투자자 보호 요건 미충족으로 즉시 상장 불허 (모회사 내 매출/자산 비중이 낮아도 예외 없음)
일반 자회사 (인수, 신설 자회사 등)	원칙적 권고	- 취득 시: 주주보호 요건 충족으로 추정 - 미취득 시: 자금조달 필요성, 대체수단 유무, 첨단산업 여부, 지분 희석율 등을 개별 엄격 심사
저비중 자회사 (소형 자회사)	면제	모회사 연결 기준 매출액, 영업이익, 자산 총액이 모두 10% 미만인 경우 면제. (※ 단, 공모 희망가 기준 예상 기업가치가 모회사의 10%를 초과하는 경우 면제 불인정)

V. 중복상장 실무, 기업 대응 4단계 프로세스

기업 및 자회사가 중복상장을 추진할 때 준수해야 하는 실무 절차는 다음 4단계 구조로 표준화됩니다.

- [1단계] 모회사 이사회 수립 및 사전 심의·공시:** 모회사 이사회는 자회사 상장 계획을 파악한 후 정량적 주주영향 평가와 실행 가능한 주주 보호방안(배당, 자사주 소각, 주식 현물배당 등)을 작성합니다. 이후 사외이사 중심의 독립적 특별위원회 심의·의결을 거쳐 모회사 이사회 결의를 완료하고 1차 주요경영사항으로 공시합니다.
- [2단계] 주주 소통 또는 주주동의 표결 수행:** 모회사는 공시된 보호방안을 바탕으로 주주설명회, NDR, 소액주주 소통을 진행하거나 주주총회를 소집하여 3% 룰 적용 주주동의 표결을 실시합니다. 소통 과정에서 제시된 의견을 반영하여 주주 보호방안을 수정·보완할 수 있으며, 수정 시 재의결 및 정정공시를 이행합니다.
- [3단계] 최종 찬반 결의, 자회사 통지 및 일괄 공시:** 주주 소통 및 동의 표결 결과를 토대로 특별위원회의 2차 심의를 거쳐 모회사 이사회가 최종 찬성 또는 반대 결의를 수행합니다. 최종 확정된 주주 보호방안 및 결의 결과를 자회사에 서면 통지하고 주주동의 미실시 사유 등을 포함하여 최종 일괄 공시를 완료합니다.

4. [4단계] 한국거래소 상장예비심사 청구: 원칙적으로 1~3단계를 전면 완료한 후 자회사가 한국거래소에 상장예비심사를 청구합니다. (단, 거래소와의 사전 협의를 거친 경우 심사 청구 후 진행 기간 내 일부 절차 병행 검토 가능)

VI. 기업그룹 및 상장법인의 주요 시사점과 선제적 대응 전략

이번 중복상장 규율 체계 정립은 국내 주요 그룹사의 자본조달 및 지배구조 전략에 근본적인 패러다임 변화를 요구합니다. 향후 자회사 상장을 고려하는 상장회사는 다음과 같은 5대 핵심 대응 전략을 수립해야 합니다.

1. 지배구조 전수 조사 및 유예기간 내 구조 정비

기업은 연결 종속회사뿐만 아니라 지분을 20%~50% 구간의 수직적 계열사, 손자회사, 최근 1년 이내 지분 변동 회사까지 전수 조사해야 합니다. 해외 증시(NASDAQ, NYSE) 상장 추진 자회사 및 SPAC 합병 우회상장도 동일하게 규제되므로 사전 지분구조 정비 및 지배관계 재조정이 필요합니다.

2. 특별위원회 설치 및 독립성 검증 체계 구축

2026년 7월 23일부터 시행된 개정 상법상의 독립이사(사외이사) 선임제도와 연계하여 이사회 내 독립적 특별위원회 설치를 위한 정관 및 위원회 규정을 미리 개정해야 합니다. 외부 전문가 후보군 확보 및 심의 회의록·보고서 작성 체계를 선제 구축해 두시기 바랍니다.

3. 정량적 주주영향 평가 모델 및 실효적 주주환원책 수립

모회사 주가 디스카운트 영향 및 지분 희석 효과를 정밀 산출할 수 있는 재무 가치평가 모델을 확보해야 합니다. 자회사 주식 현물배당, 구주매출 대금의 자사주 소각/특별배당, 밸류업 계획 연계 등 실행 조건이 명확히 특정된 주주 환원책을 설계해야 합니다.

4. 주주동의 표결 및 주주 소통(IR) 전략 가동

물적분할 자회사 상장의 경우 주주동의 통과가 필수적이며 3% 룰에 의해 대주주 의결권이 제한됩니다. 기관투자자(국민연금 등)와 의결권 자문사(ISS, KCGS 등)의 표심 확보가 중요하므로, 상장 수개월 전부터 주주 명부 분석, 기관 대상 IR, 전자투표 참여 유도 등 전략을 가동해야 합니다.

5. 영업·경영 독립성 확보 및 내부거래 비중 관리

자회사의 모회사 매출·매입 의존도가 50%를 초과하는 경우 상장 예비심사에서 결격 사유가 될 수 있으므로, 상장 추진 수년 전부터 내부거래 비중을 축소하고 거래처를 다변화하거나 원가절감 효율성 등 논리적 재무 근거를 마련해야 합니다. 임원 겸직 해소 및 자회사 독자적 경영관리 시스템 도입 역시 조기에 완료해야 합니다.

법무법인 대륜 기업법무그룹

대륜의 기업법무그룹은 기업 지배구조의 건전성을 높일 리스크 관리 솔루션을 제공하고 있습니다. 거버넌스 법률 자문과 더불어 외부 이해관계자와 이슈 상황에 적기에 대응하는 종합 솔루션을 지원합니다.