MIRAE ASSET 미래에셋증권

ESG
2026.3.30

[ESG]
유건호
geonho.you@miraeasset.com

ESG Strategy

중복상장: 9%가 26%소유, 그러나 74% 지배

9%가 26% 소유, 그러나 74% 지배

코스피 시총의 9%(385조 원) 지주사 44개가 74%(3,202조 원)에 달하는 비지주사 219개를 지배하면서, 실제 소유분은 26%(1,146조 원)에 불과한 것으로 나타났다.

코스피 77개 기업집단 중 53개 집단에는 263개 중복 상장사(지주 44, 비지주 219)가 속해 있다. 지주사 시총은 385조 원에 불과하나, 지배하는 비지주사 시총은 3,202조 원에 달한다. 그러나 소유 지분의 시가총액은 1,146조 원에 그쳐, 소유-지배 괴리가 코리아 디스카운트의 원인 중 하나임을 시사한다.

중복상장 많을수록 지주사 할인 확대

53개 집단을 중복상장 갯수별 3개 그룹(2-7개 / 8-12개 / 13개 이상)으로 나누어 분석한 결과, 중복상장 종목 수에 따라 지주사-비지주사 PBR 격차가 일관되게 확대된다. 지주사-비지주사 PBR 격차는 중복상장 종목 수 2-7개 그룹부터 13개 이상 그룹까지 0.52배 → 0.76배 → 1.16배로 벌어진다.

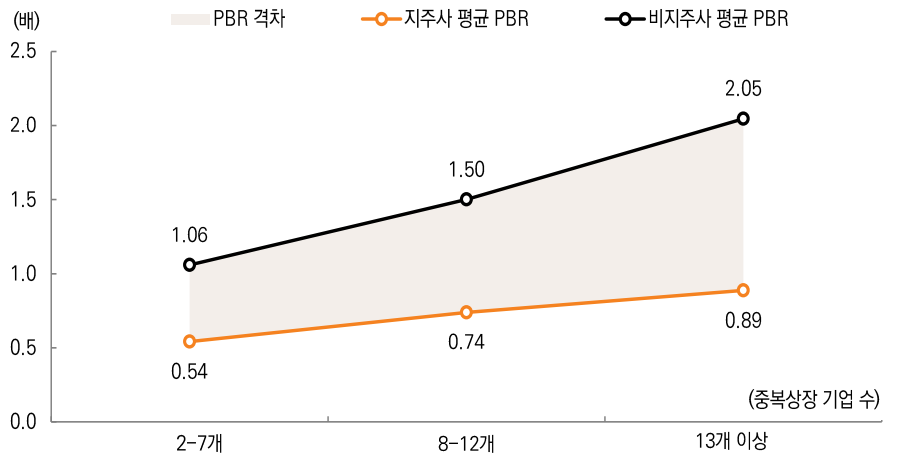
적은 지분으로 많은 기업 통제

중복상장이 많을수록 지주사 최대주주지분율은 하락한다. 2~7개 집단 51% → 8~12개 46% → 13개 이상 41%. 낮은 지분으로 더 많은 계열사를 통제하는 소유-지배 괴리가 심화되며, PBR 할인 확대 경향과 궤를 같이한다.

중복상장 할인 해소 시 지주사 시가총액 +136%

중복상장 비지주사 219개의 4분기(4Q24-3Q25) 평균 PBR은 1.31배인 반면 지주사 44개는 0.64배로 절반에 불과하다. 지주사 PBR이 비지주사 평균까지 회복된다면, 44개 지주사 중 저평가된 40개 지주사의 합산 시총은 219조 원에서 516조 원으로 약 298조 원(+136%) 증가한다. 증가액 기준 잠재력이 가장 큰 종목은 POSCO홀딩스(+56조), 현대모비스(+38조), SK(+34조), LG(+25조) 순이다.

기업집단 중복상장 규모별 지주사 PBR 할인 확대 추이



자료: FnGuide, 공정거래위원회, 기업집단포털, 미래에셋증권 리서치센터

코스피 중복상장 현황 진단

코리아 디스카운트의 대표적 원인 가운데 하나로 지목되는 것이 대형 '기업집단'의 지주사·계열사 중복상장이다. 그 현황을 살펴본다.

공시대상기업집단이란?

공시대상기업집단(이하 기업집단)이란 동일 집단 소속 국내 회사들의 자산합계가 5조 원 이상인 기업집단을 말한다. 공정거래위원회(이하 공정위)가 매년 자산규모에 따라 지정하며, 지정된 기업집단에는 내부거래 공시, 소유구조 공시 등 추가적인 규제가 적용된다.

2025년 공정위가 지정한 기업집단은 총 92곳이며, 이 가운데 상장사를 보유한 기업집단은 80곳이다. 코스피 상장사로 한정하면 77곳이 남는다. 코스피 소속 상장사가 가장 많은 기업집단은 삼성·SK(각 16곳), 현대자동차(12곳), LG·한화(각 11곳) 순이다.

표 1. 공시대상기업집단("기업집단")의 정의

구분	내용
정의	동일 기업집단 소속 국내 회사들의 직전 사업연도 자산총액 합계가 5조원 이상인 기업집단 (공정거래법 제31조 1항)
	금융업/보험업만을 영위하는 기업집단은 제외 (공정거래법 시행령 제38조 1항 1호)
규제	특수관계인과의 거래 공시
	비상장 소속사 지배구조·재무·경영 중요사항 공시
	기업집단 소유구조 및 재무현황 공시
	특수관계인 부당이익 제공 금지

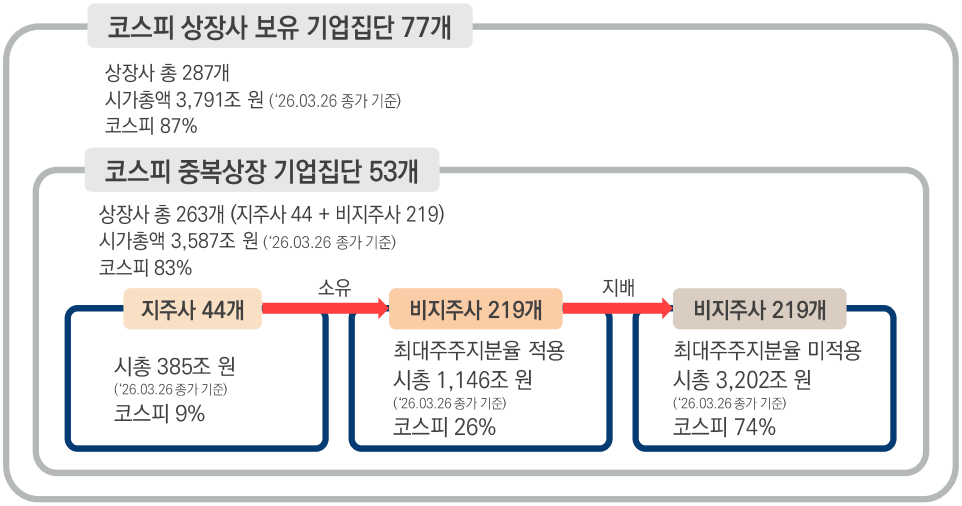
자료: 국가법령정보센터, 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

9%가 26% 소유, 그러나 71% 지배

77개 코스피 기업집단 소속 287개 상장사의 합산 시총은 26일 종가 기준 3,791조 원으로 코스피 전체(4,346조 원)의 87%에 달한다. 이 가운데 단독상장 집단 24개를 제외한 53개 중복상장 집단에는 263개 상장사(지주사 44, 비지주사 219)가 속해 있으며, 합산 시총은 3,587조 원(코스피 83%)이다.

44개 지주사의 합산 시총은 385조 원으로 코스피의 9%에 불과하나, 이들이 최대주주로서 지배하는 비지주사 합산 시총은 3,202조 원(코스피 74%)에 달한다. 그러나 지주사의 지분가치는 1,146조 원(코스피 26%, 각 집단 지주사 최대주주지분율로 계산)에 그친다. 시총 9%가 26%를 소유하고 74%를 지배하는 소유-지배 괴리 구조이며, 이 소유 비율은 공정거래법상 지주사의 자·손 상장사 최소 지분율 요건 30%에 근접한다.

그림 1. 기업집단 내 중복상장 기업 현황



자료: FnGuide, 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

중복상장 종목 수에 따라 확대되는 지주사 PBR 할인

비교군 형성

53개 중복상장 집단의 지주사 44개와 비지주사 219개를 집단 내 상장 종목수에 따라 3개 그룹(2~7개 / 8~12개 / 13개 이상)으로 나누어 PBR 격차를 조사했다. 그룹 경계는 지주사와 비지주사 모두 일정한 샘플 수 확보가 가능한지 여부를 기준으로 했으며, 평균·중앙값 모두에서 격차가 단조적으로 확대됨을 확인했다.

지주사 선정 기준은 기업집단포털에 신고된 지주사를 기본으로 하되, 순환출자 중심 기업 가운데 지주 역할을 하는 회사 일부를 자체적으로 추가했다.

표 2. 중복상장 종목 갯수별 그룹 구성

그룹	지주사	비지주사	지주사 종목	비지주사 종목
13개 이상	7	25	삼성물산, SK, 삼성에피스홀딩스, …	삼성전자, SK하이닉스, 삼성바이오로직스, …
8-12개	10	69	현대모비스, HD현대, 한화, LG, …	현대차, HD현대중공업, 한화에어로스페이스, LG화학, …
2-7개	27	125	두산, 포스코홀딩스, LS, CJ, …	두산에너빌리티, 포스코퓨처엠, LS일렉트릭, CJ대한통운, …

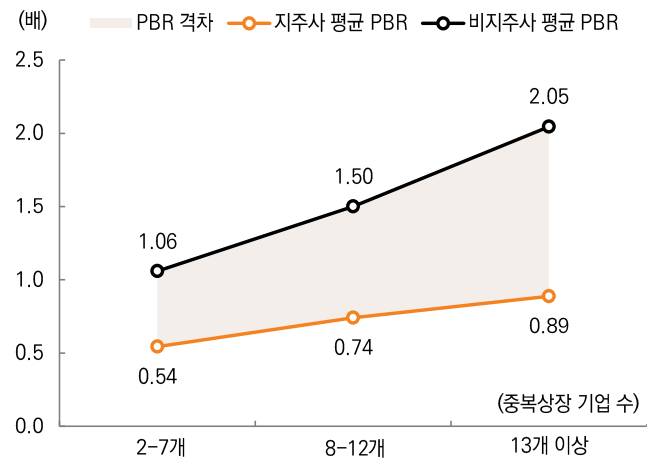
자료: 기업집단포털, 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

중복상장이 많을수록 PBR 격차 확대

기본적으로 지주사는 중복상장 종목 숫자와 무관하게 비지주사 대비 PBR 할인을 받는다. 중복상장 규모가 가장 작은 2~7개 바스켓에서도 지주사 평균 PBR은 0.54배로 비지주사 1.06배의 절반 수준에 불과하다.

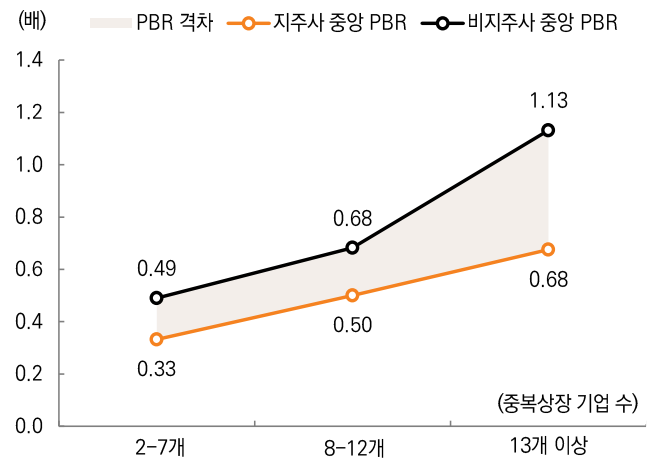
지주사·비지주사 PBR 격차는 중복상장 수에 따라 일관되게 확대된다. 중복상장 종목 수가 2~7개 / 8~12개 / 13개 이상인 기업집단의 지주·비지주 간 **평균 PBR** 격차는 0.52배 → 0.76배 → 1.16배로 벌어지며, **중앙값** 기준으로도 0.16배 → 0.18배 → 0.46배로 같은 방향이다. 상하위 2.5% 극단치를 통제한 **윈저 평균**에서도 0.44배 → 0.64배 → 0.73배로 같은 경향이 확인되어, **중복상장 규모에 따른 지주사 PBR 할인은 구조적 현상임을 시사한다.**

그림 2. 중복상장 수에 따른 지주·비지주 간 평균 PBR 격차



자료: FnGuide, 공정거래위원회, 기업집단포털, 미래에셋증권 리서치센터
주: 4개 분기(4Q24-3Q25) 평균 TTM PBR 사용 – 4Q25 이후 주가 급등분 통제 목적

그림 3. 중복상장 수에 따른 지주·비지주 간 중앙 PBR 격차



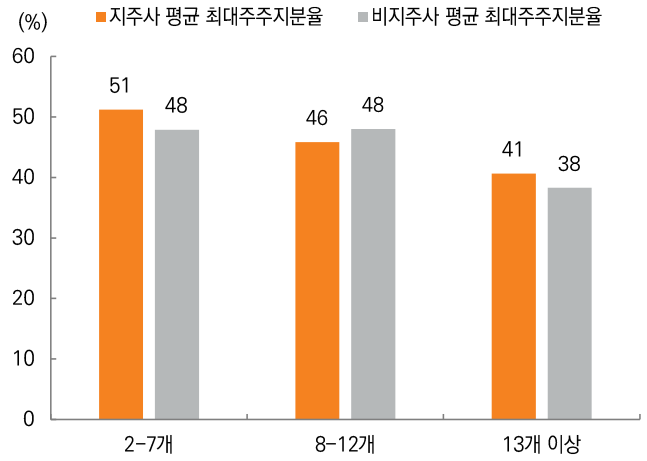
자료: FnGuide, 공정거래위원회, 기업집단포털, 미래에셋증권 리서치센터
주: 4개 분기(4Q24-3Q25) 평균 TTM PBR 사용 – 4Q25 이후 주가 급등분 통제 목적

적은 지분으로 많은 기업을 통제하는 것이 원인

중복상장 종목 수가 많아질수록 최대주주지분율은 지주사·비지주사 모두 하락한다. 2~7개 집단에서 지주사 51%, 비지주사 48%였던 최대주주지분율은 13개 이상 집단에서 각각 41%, 38%까지 낮아진다. **소유 분산은 양쪽 모두에서 나타나지만, PBR 할인은 지주사에 집중된다.** 중복상장이 많은 집단일수록 더 낮은 지분으로 더 많은 계열사를 통제하는 소유-지배 괴리가 강화되며, 이는 지주사 PBR 할인 확대와 궤를 같이한다.

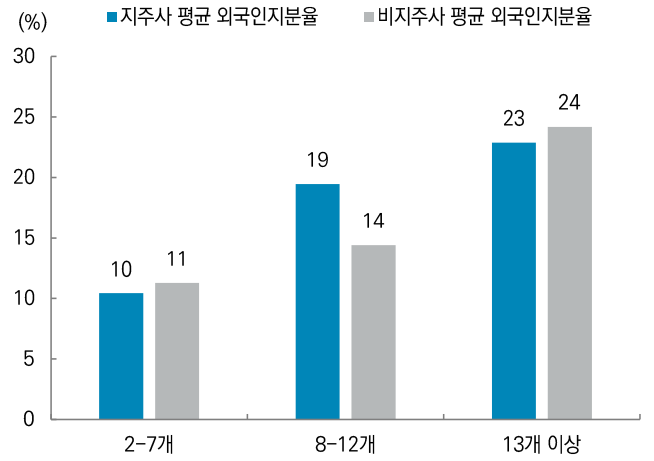
외국인지분율은 중복상장 규모에 따른 변화를 보이기보다 시가총액 변화를 따라갔다. 〈표3〉을 통해 볼 수 있듯 지주사·비지주사 시가총액과 외국인지분율은 궤를 같이하는 것으로 드러나 영향이 없는 것으로 나타났다.

그림 4. 중복상장 종목 수에 따른 소유-지배 괴리 증가 추이



자료: FnGuide, 공정거래위원회, 기업집단포털, 미래에셋증권 리서치센터
주: 4개 분기(4Q24-3Q25) 평균 지분율 사용 – 4Q25 이후 주가 급등분 통제 목적

그림 5. 중복상장 종목 수에 따른 외국인지분율 변화 추이



자료: FnGuide, 공정거래위원회, 기업집단포털, 미래에셋증권 리서치센터
주: 4개 분기(4Q24-3Q25) 평균 지분율 사용 – 4Q25 이후 주가 급등분 통제 목적

표 3. 중복상장 종목 숫자별 지주사·비지주사 시가총액, 최대주주지분율, 외국인지분율

(조 원, %)

그룹	지주사 평균 시가총액	지주사 평균 최대주주지분율	지주사 평균 외국인지분율	비지주사 평균 시가총액	비지주사 평균 최대주주지분율	비지주사 평균 외국인지분율	지주사 수	비지주사 수
2-7개	2.8	51	10	2.7	48	11	27	125
8-12개	11.1	46	19	8.3	48	14	10	69
13개 이상	18.7	41	23	58.7	38	24	7	25

자료: FnGuide, 공정거래위원회, 기업집단포털, 미래에셋증권 리서치센터

중복상장이 해소된다면?

2025년 4분기 주가 급등 및 시점별 변동성을 통제하기 위해 4Q24-3Q25 4개 분기 평균 PBR과 평균 시가총액을 분석에 사용한다.

중복상장 비지주사 219개의 전체 평균 PBR은 1.31배인 반면 지주사 44개는 0.64배로 절반에 불과하다. **지주사 PBR이 전체 중복상장 비지주사 평균까지 회복된다면**, 이미 비지주사 평균 PBR 대비 할인이 없거나 프리미엄을 받고 있는 두산, SKC, 한진칼, HD한국조선해양 등 4개 종목을 제외한 40개 지주사의 시가총액이 상향될 것으로 볼 수 있다. 이 경우 합산 평균 시총은 219조 원에서 516조 원으로 약 398조 원 (+136%) 증가한다.

종목별로 가장 시가총액 재평가 금액이 큰 순으로 보면 POSCO홀딩스(+56조), 현대모비스(+38조), SK(+34조), LG(+25조), 삼성물산(+23조) 등의 종목이 있다.

표 4. 중복상장 비지주사 전체 평균 PBR 대비 지주사 PBR 할인 기업 목록 (시총금액 재평가 상위 Top 10)

종목코드	기업명	기업집단	집단 상장사 수	평균 PBR (배)	평균 시가총액 (억 원)	전체 비지주사 평균 PBR(1.31x) 대비		PBR 재평가 시 시가총액 (억 원)	최대주주지분율 (%)
						절댓값 차이	배수 차이		
A005490	POSCO홀딩스	포스코	5	0.37	218,543	0.9	3.6x	780,085	8
A012330	현대모비스	현대차	12	0.52	249,911	0.8	2.5x	632,016	32
A034730	SK	SK	16	0.35	122,457	1.0	3.7x	458,339	25
A003550	LG	LG	11	0.41	112,771	0.9	3.2x	364,766	42
A028260	삼성물산	삼성	16	0.68	247,729	0.6	1.9x	480,779	36
A078930	GS	GS	7	0.28	39,187	1.0	4.6x	181,396	53
A096770	SK이노베이션	SK	16	0.72	173,422	0.6	1.8x	315,531	55
A402340	SK스퀘어	SK	16	0.84	185,303	0.5	1.6x	290,020	32
A004990	롯데지주	롯데	10	0.31	26,214	1.0	4.3x	111,495	42
A000880	한화	한화	11	0.52	46,240	0.8	2.5x	116,490	56

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

한편, **각 지주사의 PBR이 같은 집단 내 비지주사 평균까지 회복되는 시나리오를 적용하면 잠재적 재평가 규모는 더 크다**. 이 경우 자기 집단 비지주사 대비 이미 프리미엄을 받고 있는 7개 종목을 제외한 37개 지주사의 시총이 상향되며, 합산 평균 시총은 219조 원에서 751조 원으로 약 532조 원(+243%) 증가한다.

POSCO홀딩스(+146조), SK(+73조), HD현대(+47조), SK이노베이션(+41조), 삼성물산(+40조) 순으로 재평가 잠재력이 큰 것으로 나타난다.

표 5. 중복상장 비지주사 자기집단 평균 PBR 대비 지주사 PBR 할인 기업 목록 (시총금액 재평가 상위 Top 10)

종목코드	기업명	기업집단	집단 상장사 수	평균 PBR (배)	평균 시가총액 (억 원)	자기집단 평균 PBR (배)	자기집단 비지주사 평균 PBR 대비		PBR 재평가 시 시가총액 (억 원)	최대주주지분율 (%)
							절댓값 차이	배수 차이		
A005490	POSCO홀딩스	포스코	5	0.37	218,543	2.82	2.5	7.7x	1,679,863	8
A034730	SK	SK	16	0.35	122,457	2.44	2.1	7.0x	853,001	25
A267250	HD현대	HD현대	8	0.83	86,221	5.33	4.5	6.4x	556,005	37
A096770	SK이노베이션	SK	16	0.72	173,422	2.44	1.7	3.4x	587,225	55
A028260	삼성물산	삼성	16	0.68	247,729	1.77	1.1	2.6x	648,500	36
A402340	SK스퀘어	SK	16	0.84	185,303	2.44	1.6	2.9x	539,746	32
A012330	현대모비스	현대차	12	0.52	249,911	1.19	0.7	2.3x	573,156	32
A003550	LG	LG	11	0.41	112,771	1.14	0.7	2.8x	317,151	42
A000880	한화	한화	11	0.52	46,240	2.27	1.7	4.4x	201,500	56
A006260	LS	LS	7	0.80	45,153	1.98	1.2	2.5x	112,147	32

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.