

## 모든 주주의 3% 룰 - 중복상장 세부기준(안) 발표

- 이사회 의무와 특례심사의 2층 구조
- 주주동의 인정 기준은 상법상 감사위원 선임에 준하는 3%룰
- 심사방식이 일률적 기준이 아닌, 사례별 접근(Case by Case)

### 모회사 이사회 의무와 특례심사의 2층 구조

금융위원회와 한국거래소는 중복상장 원칙금지·예외허용 세부기준(안) 발표. 7월 7일부터 공식 의견 수렴을 개시한 후, 증권선물위원회 및 금융위원회 정례회의 의결을 거쳐 최종 시행 예정.

규율은 2층 구조 - ①모회사 이사회에 주주충실의무를 구체화한 5대 의무 부과, ②거래소는 일반 상장기준에 더해 중복상장 특례심사 기준(영업 및 경영 독립성, 모회사 투자자 보호) 적용.

중복상장 적합성은 모회사 이사회와 주주가 1차 판단, 거래소가 그 판단을 존중하며 최종 심사. 이사회 찬성 결의 없으면 투자자 보호 기준 미충족.

### 주주동의 산정 방식 - 3%룰의 전면 적용

주주동의 인정 기준은 상법상 감사위원 선임에 준하는 3%룰, 의결권 3% 제한은 지배주주에 국한되지 않고 **3%를 초과하는 모든 주주에게 적용(최대주주는 특수관계인 합산 3%, 그 외 주주는 개별 3%)**. 기관투자자 및 2대주주 의결권도 제한 대상.

3% 초과 주식은 발행주식총수에서 제외하고 계산. '참여주식의 과반 찬성+발행주식총수 1/4 이상 동의'의 분모 자체가 축소되는 설계.

일각에서 거론된 MoM은 주주평등원칙에 반하는 측면(법무부 가이드라인) 고려로 최종 제외, 3%룰을 대안으로 채택.

### 제도의 실질 - 유형별 차등, 사례별 접근

주주동의를 일률 요건이 아닌 유형별 차등 구조. 물적분할 자회사는 주주동의 필수, 일반 자회사는 주주 동의 시 총족 추정(미동의 시 엄격한 개별심사), 저비용 자회사는 주주동의 면제.

①단순 인적분할 신설법인 상장(새로운 지배-종속관계 미형성), ②자회사 선(先) 상장 후 모회사 상장(자회사 디스카운트 우려 크지 않음), ③해외상장 모회사의 자회사 국내 상장(국내 거래소의 해외 일반주주 보호실익 크지 않음)은 심사기준 미적용.

심사 방식이 산업·섹터 단위의 일률적 기준이 아닌, 개별 기업의 주주 보호 장치 구비와 주주 소통 수준을 평가하는 사례별 접근(Case by Case)으로 귀결.

### (1) 중복상장 세부기준(안) 발표

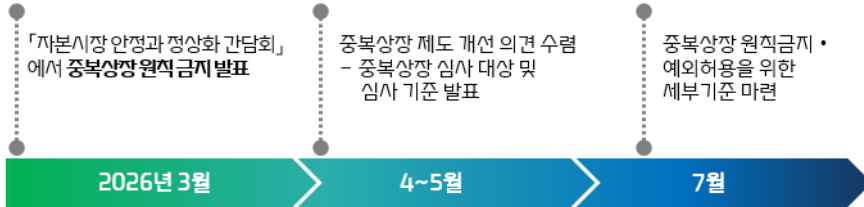
원칙금지·예외허용 프레임의 공식화	금융위원회와 한국거래소는 7월 6일 중복상장 원칙금지·예외허용을 위한 세부기준을 발표했다. 3월 18일 자본시장 체질개선 방안에서 정책방향을 제시한 뒤 3차례 공개 세미나와 이해관계자 의견수렴을 거친 결과물이다. <u>7월 7일부터 공식 의견수렴(~7/14)이 시작되며, 이후 증권선물위원회 및 금융위원회 정례회의 의결을 통해 최종 시행될 예정이다.</u>
기존 중복상장에 소급 적용되지 않음	가이드라인은 시행일 이후 종속회사 등이 상장을 청구하는 경우부터 적용된다. 따라서 기존 중복상장 구조에 소급 적용되지 않으며, 규율의 실질은 신규 상장 심사 국면에서 작동한다.

### (2) 심사의 2층 구조와 모회사 이사회 의무

규율의 두 층위	규율은 두 층으로 설계되었다. ①모회사 이사회에 상법상 주주총실의무를 구체화한 5대 의무를 부과하고, ②거래소가 일반 상장기준에 더해 중복상장 특례심사 기준(영업·경영 독립성, 모회사 투자자 보호)을 적용한다. <u>중복상장의 적합성은 모회사 이사회·주주가 1차적으로 판단하고, 거래소가 그 판단을 존중하며 최종 심사하는 구조다.</u> 모회사 이사회의 찬성 결의가 없으면 투자자 보호 심사기준 미충족이다.
상장 모회사가 실질 지배하는 비상장회사의 상장예 중복상장 규제 적용	<u>상장 모회사가 실질 지배하는 비상장회사의 상장에 적용된다.</u> 「외부감사법」상 종속회사(연결 대상)와 「공정거래법」상 계열회사 중 수직적 지배관계 <sup>1</sup> 에 있는 회사가 대상이며, 최근 1년 이내 해당했던 회사도 포함해 상장 직전 지분조정을 통한 규제 회피를 차단했다. 자회사의 해외 거래소 상장, 우회상장·SPAC 합병상장도 적용 대상이다. 반면 <u>①단순 인적분할 신설법인 상장, ②자회사 선(先) 상장 후 모회사 상장, ③해외상장 모회사의 자회사 국내 상장은 적용이 제외된다.</u>
모회사 이사회 5대 의무	(1)주주 영향평가, (2)주주보호 방안 마련(구주매출 재원 활용 현금배당·자사주 소각, 자회사 주식 현물배당, 일정 기간 타 자회사 상장 금지 확약 등), (3)주주소통 또는 주주동의 여부 확인, (4)이사회 찬·반 결의 및 자회사 통지, (5)단계별 공시(주주동의 표결 미실시 시 그 사유 포함) 전 과정에서 독립적 특별위원회의 사전 심의·의결이 요구된다.

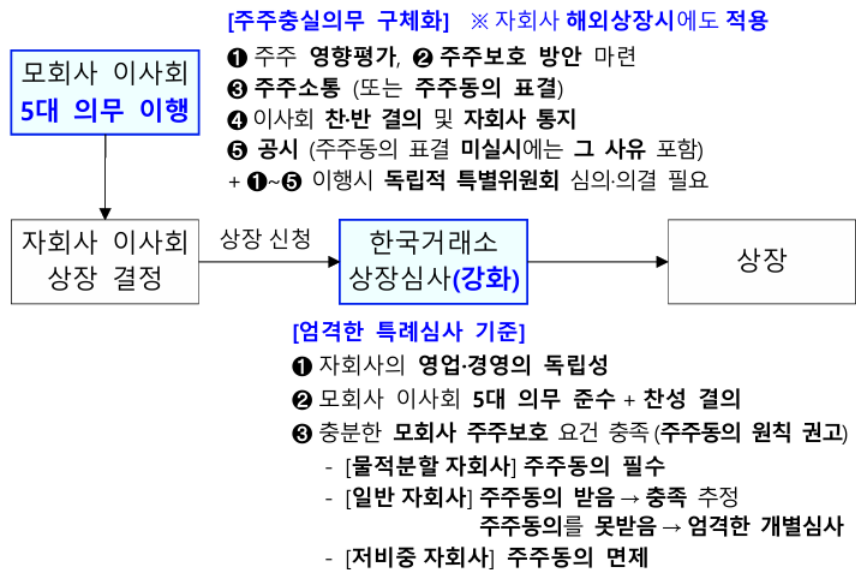
<sup>1</sup> 지분 20% 이상 소유, 또는 그 계열회사가 50% 초과 소유로 연결되는 손자·증손 관계

그림 1. 중복상장 원칙금지·예외허용을 위한 세부기준(안) 발표 타임라인



자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 세부기준 주요 내용



자료: 금융위원회, 한국거래소, 대신증권 Research Center

### (3) 주주동의 산정 방식 – 3%룰의 전면 적용

주주동의 3%룰

주주동의 인정 기준은 상법상 감사위원 선임에 준하는 3%룰이다. 이번 설계에서 주목할 지점은 세 가지다.

3%를 초과하는 모든 주주에게 적용

첫째, 의결권 3% 제한은 지배주주에 국한되지 않고 3%를 초과하는 모든 주주에게 적용된다. 최대주주는 특수관계인 지분을 합산해 3%로 제한(합산 3%)되고, 그 외 주주는 개별적으로 3%로 제한된다. 3% 초과 지분을 보유한 기관투자자·2대주주 의결권도 제한 대상이다.

둘째, 3% 초과 주식은 발행주식총수에서 제외하고 계산한다. 가이드라인의 예시에 따르면 최대주주 700주, 3% 미만 일반주주 300주인 회사의 발행주식총수는 1,000주가 아닌 330주로 계산된다. “참석 과반 + 발행주식총수 1/4 이상 동의”의 분모 자체가 축소되는 설계다.

셋째, 상법은 전자투표 허용 시 발행주식총수 1/4 요건을 면제하지만, 중복상장 주주동 의에서는 일반주주 의사 반영의 충실성을 위해 면제하지 않는다.

한편 일각에서 거론되던 MoM(Majority of Minority, 일반주주 과반동의)은 최종 제외됐다. 법무부 주주충실의무 가이드라인에서 MoM이 주주평등원칙에 반하는 측면이 있다고 판단한 점을 고려해, 감사위원 선임에 사용되는 3%룰을 대안으로 채택했다.

그림 3. 투자자 보호 – 주주 동의를 인정하는 기준 '3% 룰'

#### ③ 일반주주 보호 필요성에 상응하는 주주 보호 노력

- 충분한 주주 보호노력이 있었는지를 판단하는 가장 직접적인 방법은 주주동의 여부를 확인하는 것이므로 주주동의를 받을 것을 원칙적으로 권고
- 주주 동의를 인정하는 기준은 「상법」상 감사위원 선임에 준하여 3%룰을 적용

- 3%를 초과하는 의결권을 보유한 주주는 3%로 의결권 제한 (최대주주인 경우에는 특수관계인 등이 소유한 주식을 합산)

- 참여주식의 과반 찬성, 발행주식 총수\*의 1/4 이상 찬성으로 의결 (상법의 경우 전자투표 허용시 발행주식 총수의 1/4 이상 찬성을 면제하나, 중복상장에서는 일반주주 의사 반영의 충실성을 위해 면제하지 않음)

\* 3% 초과 주식은 발행주식 총수에 미산입(대법원 2016다222996 판례 준용)  
 [예: 최대주주 700주, 3% 미만 보유 일반주주 300주인 경우 경우 발행주식 총수는 1,000주가 아닌 330주로 계산]

**그림 4. 법무부가 주주 충실의무 가이드라인 발표 시  
주주평등원칙 훼손 등을 이유로 MoM을 일반적 공정성 강화 조치로 권고하지 않음**

마. 이해관계 없는 주주의 승인 문제

이해관계 없는 주주의 승인(disinterested shareholders' approval) 또는 소수주주의 다수결(majority of minority)은 해당 거래에 이해관계가 없는 주주들이 보유한 의결권의 과반수 찬성을 거래의 조건으로 정하고, 이를 미리 공표한 상태에서 주주총회에서 해당 승인 절차를 진행하는 것을 의미한다. 일부 국가에서는 이해상충 거래를 진행함에 있어 공정성을 확보하기 위한 조치 중 하나로 소수주주의 다수결을 요구 또는 권장하는 경우가 있다.<sup>20)</sup> 이를 채택하면 해당 사안에 대하여 이해관계를 가진 주주를 제외한 나머지 주주들의 과반수의 찬성이 있는 때에만 해당 거래를 진행할 수 있으므로, 이들의 찬성을 얻을 수 있을 정도로 거래의 조건이 공정하게 (즉 일반주주들에게 불리하지 않게) 설정되어야 한다. 따라서 일정한 경우에는 거래의 공정성을 확보하여 회사 및 전체 주주의 이익을 보호하는 데에 기여할 수 있다. 그러나 다음과 같은 문제점 내지 부작용을 고려하면 이를 일반적인 공정성 강화 조치로 권고하기는 어렵다고 판단된다.

- 이를 시행하면 일부 주주들이 거래에 관한 결정권 내지 거부권을 갖게 되는데, 이는 그들이 가지는 지분적 권리에 비해 불비례적으로 큰 힘을 행사하는 것으로서 주주평등원칙에 반하는 측면이 있으며, 일부 주주들이 이를 남용하여 자신들의 요구사항을 관철하기 위해 이용하는 등의 행태를 벌인다면 회사와 전체 주주에게 유익한 거래를 하지 못하게 되는 등의 부작용이 발생할 수 있다.

자료: 법무부 「기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인」, 대신증권 Research Center

#### (4) 제도의 실질 – 산업·섹터 단위의 일률적 기준이 아니라 개별 케이스 심사

이번 세부기준은 당사가 6월 발간한 「중복상장 규제와 미리 보는 주주총회」에서 제시한 프레임워크를 대체로 확정하는 내용이다.

첫째, “원칙금지·예외허용” 프레임과 “예외 허용의 핵심 요건=모회사 일반주주의 실질적 동의”라는 리포트의 논지가 공식 제도로 확정됐다. 다만 일반주주 동의를 일률 요건이 아니라 [표 1]과 같이 차등 구조로 구체화됐다. 자본조달 의사결정이 이사회 의결권에서 일반주주 동의 아래로 내려온다는 방향성은 유지하되, 주주 영향의 크기에 비해 강도를 조절할 설계다.

둘째, 리포트가 규율 수단으로 배치했던 MoM, 3%룰, 특별결의의 스펙트럼은 3%룰로 정착했다. 다만 보다 적용 범위가 넓다. 모든 3% 초과 주주의 의결권이 제한되므로, 3% 초과 지분을 보유한 기관투자자의 영향력도 축소되고 표결의 무게중심은 분산 소액주주로 이동한다. 결집한 소액주주 연대(각자 3% 미만 보유)의 의결권이 온전히 유지된다는 점에서, ‘일반주주 의결권 결집’의 실효성은 제도적으로 강화되었다.

셋째, 리포트가 제시한 상장을 전제로 한 FI의 엑시트(Exit) 내용이 가이드라인에 반영되었다. 가이드라인은 “단순히 재무적 투자자(FI)와의 상장 조건부 계약 이행이나 투자회수 목적으로만 중복상장을 시도하는 경우” 주주 보호 필요성이 보다 높다고 명시했다. IPO를 전제로 유입된 FI 자금의 출구가 상장이 아닌 모회사 환매로 전환되는 흐름 – 즉 비상장 자회사 가치의 지주사 귀속과 모회사 재무안정성의 부각은 이번 세부기준으로 제도적 근거를 갖추게 되었다.

이번 세부기준(안)은 기존 중복상장 구조에 소급 적용되지 않는다. 가이드라인 시행일 이후 상장을 청구하는 경우부터 적용됨이 명시되어, 2025년 개정 상법을 비롯한 일련의 자본시장 제도개편과 동일하게 규율의 실질은 신규 상장 심사 국면에서 작동한다. 주목할 것은 심사의 방식이다. 가이드라인은 “정량적·획일적 접근보다는 사례별 접근(Case by Case)”을 명시하고, 실제 심사사례를 지속적으로 업데이트하겠다고 밝혔다. 예외 허용의 판단은 산업·섹터 단위의 일률적 기준이 아니라, 상장을 신청한 개별 기업이 주주 보호 장치를 얼마나 구비했는지, 상장 준비 과정에서 기존 주주와 얼마나 실질적으로 소통했는지를 평가하는 개별 케이스 심사로 귀결된다.

표 1. 주주동의 요건은 자회사 유형별로 차등 적용

자회사 유형	주주동의 요건	비고
물적분할 자회사	필수(동의 없으면 요건 미충족)	
일반 자회사	동의 시 총족 추정, 미동의 시 엄격한 개별 심사	자금조달 필요성, 산업 특성, 모·자회사 관계 형성 경위 및 기간, 상대적 비중 등 종합 고려
저비중 <sup>2</sup> 자회사	면제	예상 기업가치를 고려할 때 중요 자회사로 인정되는 경우 특례 미적용, 물적분할 자회사는 필수 적용

자료: 금융위원회, 한국거래소, 대신증권 Research Center

<sup>2</sup> 매출, 영업이익, 자산이 모회사 대비 모두 10% 미만(자산은 최근 사업연도말, 매출·영업이익은 최근 3개 사업연도 평균, 모회사는 연결 기준)

## 그림 5. 주주 보호 필요성의 수준 판단 기준 예시

### ① 자회사 사업 자금조달 필요성이 큰 경우 vs 작은 경우

- 자회사 사업이 대규모 시설투자를 필요로 하는 등 모회사와의 독립적인 자금 조달이 필요한 경우 자회사 상장의 정당성이 보다 인정될 수 있음
- 반면, 모회사를 통한 자금조달의 문제가 없는데도 지배주주 지배력 보호를 위해 중복상장하는 경우, 단순히 재무적 투자자(FI)와의 상장 조건부 계약 이행이나 투자회수 목적으로만 중복상장을 시도하는 경우 등은 주주 보호 필요성이 보다 높다고 판단 가능

### ② 첨단산업 vs 그 외 산업

- 첨단산업의 경우 상대적으로 독자적인 자금조달의 필요성이 크고 적시 연구투자가 사업의 성패를 좌우하며, 향후 자회사 기업가치 증가에 따라 모회사 주주이익 훼손이 상쇄될 가능성이 있으므로 상장시 정당성이 보다 인정될 수 있음

### ③ 모·자회사 관계가 오래된 경우 vs 최근인 경우

- 모·자회사 관계 형성이 비교적 최근에 된 경우, 모회사가 지배중인 자회사의 유망사업을 믿고 모회사에 투자한 일반주주의 기대를 단기간에 저버리는 행위가 될 수 있으며, 자회사의 독자적 생존력이 검증되지 않았으므로 보다 엄격한 심사 필요

### ④ 자산·매출·이익 등 비중이 큰 경우 vs 작은 경우

- 비중이 크면 모회사 주주에게 미치는 영향이 크므로 주주 보호 필요성이 보다 높다고 판단 가능

자료: 금융위원회, 한국거래소, 대신증권 Research Center

## [Compliance Notice]

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 이경연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---