



ESG

중복상장 규제 시행: 피 한 방울 흘리지 않고 살 1파운드를 떼어낼 순 없다

▶ Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

중복상장 규제가 8월 3일부터 시행된다. 중복상장 가이드라인은 자회사 상장 시 모회사 주주를 보호할 수 있는 기틀을 마련했다. 자회사 상장 후 자회사 가치가 수 배 치솟으면 모회사 주가에 긍정적인 영향을 줄 수도 있다. 그러나 피 한 방울 흘리지 않고 몸의 일부를 떼어낼 수는 없다. 설사 시간이 흘러 피가 멎고 상처가 아물어도 흉터는 남는다.

7월 6일 발표안에서 유지된 사항과 변경된 사항

물적분할 자회사 상장에 대한 주주동의 의무화와 3% Rule 준용에 대해서는 각계의 의견이 첨예하게 갈렸으나 7월 6일 발표안대로 승인되었다. 그러나 특별위원회 구성 요건, 주주동의 시 전자투표 도입, 저비중 자회사 상장 관련 공시 의무, 모회사 이사회 찬반결의 공시 범위 등에 대해서는 접수된 의견이 반영되었다.

자회사 상장이 무산되자 모회사 주가가 회복된 사례

지난 2024년, 자회사 G사가 상장 예비심사 청구서를 제출하자 모회사 O사의 주가는 큰 타격을 받았다. 지분 희석과 수익 이전에 대한 우려로 소액주주들은 자회사 상장에 크게 반발했다. 2025년, G사의 상장 예비심사를 한국거래소가 미승인함에 따라 중복상장이 불발되었고, 이후 모회사 O사는 디스카운트 리스크 해소로 재평가 받기 시작했다.

모회사 주주 보호의 정석

자회사 상장 후 자회사 가치가 수 배 치솟으면 모회사 주가에 결과적으로는 긍정적인 영향을 줄 수도 있다. 또한 중복상장 가이드라인은 자회사 상장 시 모회사 주주를 보호할 수 있는 기틀을 마련했다. 그럼에도 불구하고 모회사 가치 상승에 베풀었던 기존 모회사 주주를 보호하는 정석적인 방법은 특정 사업부문이나 비상장 자회사를 계속 품고 가는 것이다. 만일 그 사업부문이나 자회사에 대규모 자금을 투입해야 하는 불가피한 사정이 있다면 모회사가 직접 유상증자를 하거나 외부로부터 차입을 하여 해당 사업부문이나 비상장 자회사에 자금을 수혈하는 것이 교과서적인 답안이기는 하다.

모회사의 가치에는 모회사가 보유한 자회사의 자본도 당연히 포함된다. 사업부문 물적분할 후 상장은 말할 것도 없고 외부에서 인수한 자회사를 상장시키더라도 모회사의 살점을 일부 떼어내는 것에 빚대어질 수 있으며, 이 과정에서 출혈이 전혀 없을 수는 없다. 자회사 상장에 관한 풍문만 돌아도 모회사 주가는 타격을 입곤 한다.

8월 3일부터 시행되는 중복상장 제도 개선 방안

개요 지난 7월 31일 금융위원회는 정례회의에서 중복상장 제도 개선을 위한 한국거래소 상장규정 및 공시규정 일부개정안을 승인했다. 이는 금융위원회와 한국거래소가 세 차례 공청회(4월 16일, 5월 20일, 5월 27일) 등을 기반으로 지난 7월 6일 발표한 규정 및 가이드라인 안에 대해 공식 의견수렴 절차(규정개정 예고기간: 7월 7일~14일)를 거쳐 확정된 최종안이다.

금융위원회 정례회의를 통해 의결된 거래소 규정 개정안 및 중복상장 가이드라인은 8월 3일부터 시행된다. 시행 이후에도 실제 모회사 이사회의 의무 이행 및 거래소 심사 사례를 토대로 가이드라인을 주기적으로 업데이트하여 기업·투자자의 예측가능성 및 운영의 합리성을 제고할 계획이다.

주주 동의 의무화와
3% Rule에 대한 각계 의견

규정개정 예고기간동안 기업계는 주로 중복상장 시 부과되는 모회사 이사회의 의무 및 거래소의 중복상장 심사기준을 완화하는 의견을, 투자업계는 반대로 강화하는 의견을 제출했다.

물적분할 자회사인 경우 중복상장 시 주주동의를 의무화하고 그 외의 경우에는 권고하는 기존 발표안에 대해, 기업계는 물적분할이라 하더라도 상당한 기간이 경과하는 등의 사유가 있으면 주주동의를 면제할 필요가 있다는 의견을 제시한 반면 투자업계는 물적분할 뿐만 아니라 모회사에 중대한 영향을 미치는 모든 중복상장에 주주동의를 의무화해야 한다는 의견을 제시했다.

주주동의를 인정하는 기준과 관련해서도 6일 발표안의 3% Rule에 대해 기업계는 **보통결의** 방식을 적용해야 한다는 의견을 제시했고, 투자업계는 **Majority of Minority(MoM, 소수주주 다수결)**이 적절하다는 의견을 제시했다.

최종안에 의견 반영 여부

물적분할 자회사 상장에 대해 주주동의를 의무화하는 내용은 그대로 유지되었다. 모회사 일반주주의 예측가능성 및 디스카운트 우려 수준 등에 따라 합리적인 차등 적용이 필요하다는 것이 그 이유다.

3% Rule을 **준용***하는 안도 최종적으로 통과되었다. 보통결의로 자회사 상장 여부를 결정하게 할 경우 지배주주 및 특수관계인의 의사대로 주주동의를 쉽게 확보할 수 있게 되어 ‘모회사 일반주주 보호’라는 제도 개선의 취지가 희석될 우려가 있기 때문이다. 투자업계에서 제안한 MoM은 국내 도입 사례가 아직 없기 때문에 채택되지 않았다.

(*지분 3% 초과 보유주주는 3%까지만 의결권을 행사할 수 있고 최대주주는 특수관계인 소유 주식도 합산하여 적용, 참여주식 과반 찬성 & 발행주식총수의 1/4 이상 찬성)

제출된 의견 중 반영된 것
(7월 6일 발표안에서
변경된 것)

한편, 제출된 의견 중 반영된 사항으로는 특별위원회 구성 요건, 주주동의 시 전자투표 도입, 저비중 자회사 상장 관련 공시 의무, 모회사 이사회 찬반결의 공시 범위 등이 있다.

[표1] 제출된 의견 중 반영된 주요 사항

7월 6일 발표안	제출된 의견	반영 내용
독립이사가 위원장이거나 독립이사·독립외부위원이위원의 2/3 이상 (or 조건)	모회사 이사회의 특별위원회 구성 시 전원 독립이사로만 구성하도록 기준 강화	독립이사가 위원장이고 독립이사·독립외부위원이 위원의 2/3 이상 (and 조건)
-	주주동의 시 전자투표 의무화	전자투표를 권고 ^{주1}
-	저비중 자회사가 주주동의를 거치지 않은 경우는 '주주동의 미이행 사유' 공시 의무 면제	저비중 자회사는 '주주동의 확인 미이행 사유' 항목에 저비중 해당 여부 및 비중 등 간소한 공시 허용
자회사 상장에 관한 모회사 이사회 결의와 관련해 찬·반 의견을 공시하도록 함	모회사 이사회의 최종 찬반결의 내용 공시와 관련해 개별 이사의 찬반의견 공시가 아닌 이사회 전체 의결결과로 공시	전체의결 결과만 공시하도록 함 ^{주2}
-	부동산투자회사(REITs)의 경우 중복상장 적용 대상에서 명시적 제외 필요	거래소 규정상 집합투자증권에 해당하는 증권의 상장은 적용되지 않음을 명시

주1: 상법과의 정합성 고려. 다만 3% Rule 및 전체 의결권의 1/4 이상 동의를 기준으로 설정했으므로 기업이 자발적으로 전자투표를 적극 활용할 것으로 기대됨

주2: 다른 이사회 결의사항 공시와 정합성을 고려

자료: 금융위원회, 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터

자회사 상장과 모회사의 가치

모회사의 살(자회사)이
떨어져 나갈 때
피가 흐르지 않을 수 없어

화곡 「베니스의 상인」에서 고리대금업자 샤일록은 안토니오가 채무를 갚지 못하자 계약서에 적힌대로 살 1파운드를 요구한다. 재판관은 해당 계약을 무효로 하고 금전으로 받으라고 샤일록을 설득하지만, 샤일록은 끝까지 살 1파운드를 받겠다고 고집한다. 그러자 재판관은 정 그렇다면 안토니오의 살 1파운드를 가져가되 계약서에는 ‘살’만 적혀 있고 ‘피’는 언급되어 있지 않으니 피를 단 한 방울도 흐르게 하지 않고 살만 도려내라는 판결을 내린다.

모회사의 가치를 구성하는 것에는 모회사가 직접 소유한 유·무형자산, 직접 운영하는 사업의 가치뿐 아니라 모회사가 보유한 자회사의 지분도 당연히 포함된다. 사업부문 물적 분할 후 상장은 말할 것도 없고 외부에서 인수한 자회사를 상장시키더라도 모회사의 살점을 일부 떼어내는 것에 빗대어질 수 있으며, 이 과정에서 출혈이 전혀 없을 수는 없다. 자회사 상장에 관한 풍문만 돌아도 모회사 주가는 타격을 입곤 한다.

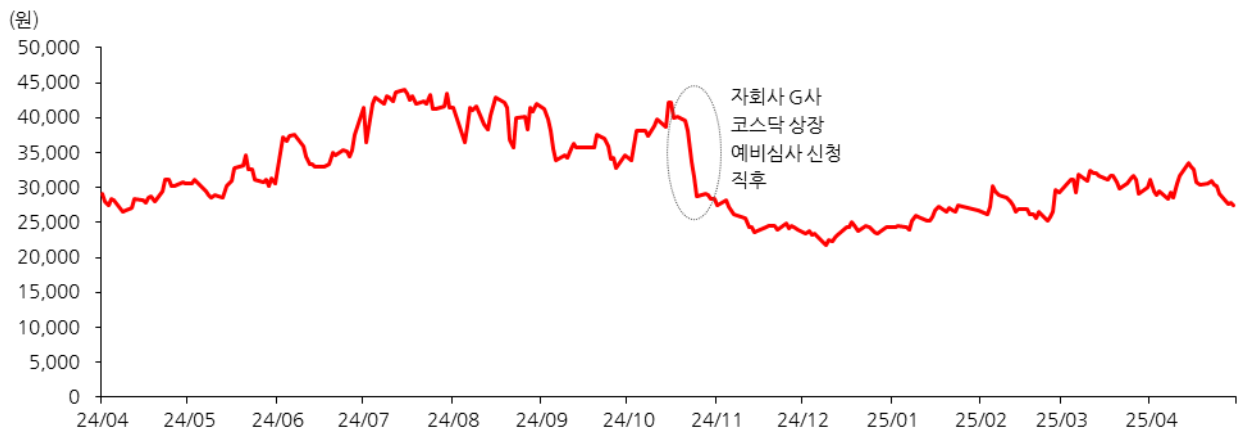
(국내 사례)
자회사 상장 추진 →
모회사 주가 하락,
자회사 상장 무산 →
모회사 주가 회복

코스닥 상장회사 O사의 비상장 자회사 G사는 2024년 4월, 기술특례상장 기술성 평가에서 고등급을 받으며 상장 절차 초입부에 발을 내딛었다. 반년 후인 10월, G사는 코스닥 상장 예비심사 청구서를 제출했는데, 상장 예비심사 신청일과 맞물려 진행된 모회사 O사의 기업설명회에서는 자회사 IPO에 관한 언급이 전혀 없었다. 모회사 O사의 주가는 자회사 G사가 상장 예비심사 청구서를 제출한 날부터 5거래일 간 약 24% 하락하는 등 큰 타격을 받았다.

이 자회사 상장에 대해 소액주주들이 강력하게 반발하자 O사는 자사의 홈페이지에 ‘주주님들께 드리는 글’을 게재하기도 했다. 동 게시글에서 모회사 O사의 대표이사는, 자회사 G사는 물적분할로 설립된 것이 아닌 미국 현지법인이며 2019년경부터 장기간 기업공개를 준비해 왔고 R&D 강화 등을 위해 자금 조달이 필요하다는 점을 강조했다. 회사 측의 해명에도 불구하고 지분 희석과 수익 이전에 대한 소액주주들의 우려와 불만은 쉬이 가라앉지 않았다.

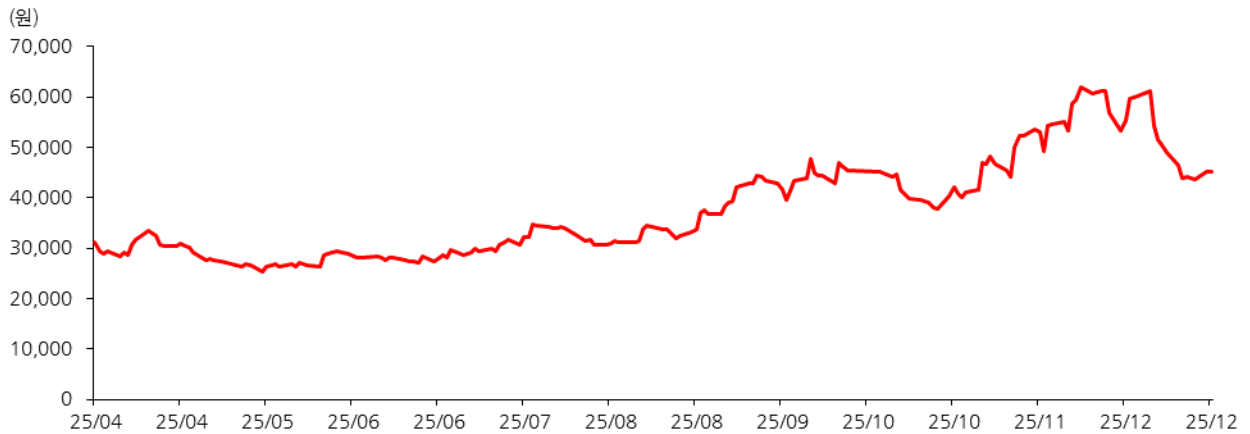
갈등이 지속되던 와중 2025년 4월, 한국거래소가 G사의 코스닥 상장 예비심사를 미승인했다. 자회사 G사의 중복상장이 불발되자 모회사 O사는 디스카운트 리스크가 해소됨에 따라 주가를 재평가 받기 시작했다.

[그림1] 자회사 G사 상장 추진이 모회사 O사 주가에 미친 영향



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 자회사 G사 상장 무산(2025년 4월) 이후 O사 주가 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

모회사 주주 보호의 정석

자회사 상장을 통해 대규모 투자금을 조달하고 이를 사업 확장에 성공적으로 활용해 자회사 가치가 상장 전보다 수 배 치솟으면, 비록 상장 전보다 지분율이 하락했을 지라도 자회사 지분 가치 상승이 모회사 주가에 결과적으로는 긍정적인 영향을 미칠 수도 있다.

그러나 이는 몇 년이나 걸릴지 알 수 없을뿐더러, 위와 같이 상황이 전개되기는커녕 자회사의 사업이 끝내 빛을 보지 못할 수도 있다.

중복상장 가이드라인은 자회사 상장 시 모회사 주주를 보호할 수 있는 기틀을 마련했다. 그럼에도 불구하고 모회사 가치 상승에 베풀었던 기존 모회사 주주를 보호하는 정석적인 방법은 특정 사업부문이나 비상장 자회사를 계속 품고 가는 것이다. 만일 그 사업부문이나 자회사에 대규모 자금을 투입해야 하는 불가피한 사정이 있다면 모회사가 직접 유상증자를 하거나 외부로부터 차입을 하여 해당 사업부문이나 비상장 자회사에 자금을 수혈하는 것이 교과서적인 답안이기는 하다.

피 한 방울 흘리지 않고 몸의 일부를 떼어낼 수는 없다. 설사 충분한 시간이 흘러 피가 멎고 상처가 예쁘게 아물어도 흉터는 남는다.

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.