



ESG

중복상장 규제의 수혜는 지주회사에 국한되지 않아, 복합기업 리레이팅 가능성에 주목

Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

6일, 중복상장 가이드라인(안) 발표

한국거래소와 금융위원회는 7월 6일, 중복상장 시 모회사의 의무 및 일반상장 대비 강화되어 적용되는 특례심사 기준에 관한 가이드라인 안을 발표했다. 통상적으로 상장 모회사가 자회사를 별도로 상장하는 것을 의미하는 중복상장은, 그간 모회사 일반주주의 권익을 침해한다는 지적을 받아왔다. 자회사의 가치가 시장 내에서 중복계상(더블카운팅)된다는 점, 자회사가 배당에 소극적일 경우 모회사 일반주주에게 귀속되는 이득이 제한적이라는 점, 지배구조 유지 등을 위해 자회사 지분 매각에 제약이 있다는 점 등이 모회사 가치 할인 요인으로 작용해 온 것이다. 이에 감독당국은 자회사 중복상장 시 모회사의 이사회에 상법상 주주충실의무에 기반한 구체적 의무를 부과하는 한편, 일반적인 상장보다 더 엄격한 상장 심사기준을 도입하게 되었다.

다만 중복상장을 전면금지하는 것이 아닌 원칙적으로 금지하되 예외를 허용하는 방식으로, 일반주주 권익을 위한 충분한 보호조치가 이루어지는 등 엄격한 심사기준을 충족하는 경우 예외적으로 허용이 가능하다.

중복상장의 범위는 상장회사가 실질적으로 지배하는 비상장회사를 상장하는 경우로 규정하고, 분할뿐 아니라 인수 및 신설 등을 통해 형성된 모·자회사인 경우에도 동 기준에 해당하는 경우 적용범위에 포함된다. 아울러, 종속회사 등을 신규 상장하는 경우 뿐 아니라 우회상장, 합병상장(SPAC) 등의 방식으로 상장하는 경우도 적용대상에 포함된다.

[표1] 중복상장 제도 개선 개요

구분	내용	비고						
모회사 이사회: 5대 의무 이행 ^{주1}	(1) 중복상장이 모회사 일반주주에게 미칠 영향 평가 (2) 주주보호 방안 마련: 현금배당, 자기주식 소각, 자회사 주식 현금배당 등 (3) 주주소통 또는 주주동의 여부 확인(주주총회 안건 상정) (4) 이사회 찬반 결의 및 자회사 통지 (5) 관련 정보의 공시 (주주동의 여부 확인을 거치지 않은 경우 그 이유 공시)	· (1)~(5) 이행 시 독립적 특별위원회 ^{주2} 심의의결 필요 · 자회사 해의 상장 시에도 적용						
자회사 이사회: 상장 결정	상장 결정 후 한국거래소에 상장 신청							
한국거래소: 강화된 상장심사	(1) 자회사의 영업·경영의 독립성 (2) 모회사 이사회 5대 의무 준수 + 찬성 결의 (3) 충분한 모회사 주주보호 요건 충족(주주동의 원칙 권고) <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%;">물적분할 자회사</td> <td>주주동의 필수</td> </tr> <tr> <td>일반 자회사</td> <td>· 주주동의 받음 → 충족 추정 · 주주동의 못 받음 → 엄격한 개별심사</td> </tr> <tr> <td>저비용 자회사^{주3}</td> <td>주주동의 면제</td> </tr> </table>	물적분할 자회사	주주동의 필수	일반 자회사	· 주주동의 받음 → 충족 추정 · 주주동의 못 받음 → 엄격한 개별심사	저비용 자회사 ^{주3}	주주동의 면제	특례심사 기준
물적분할 자회사	주주동의 필수							
일반 자회사	· 주주동의 받음 → 충족 추정 · 주주동의 못 받음 → 엄격한 개별심사							
저비용 자회사 ^{주3}	주주동의 면제							
상장	상기 절차 통과 시 상장							

주1: 모회사 이사회의 상장규정 상 의무 미이행 시 제재금(최대 10억원) 및 매매거래정지(1일)

주2: 3인 이상의 위원으로 구성, 위원장이 독립이사이거나 위원의 2/3 이상이 독립이사 또는 독립이사의 자격요건을 충족하는 외부전문가로 구성되어야 함

주3: 매출, 영업이익, 자산이 모두 모회사의 10% 미만인 경우. 다만, 세 가지 항목이 모두 10% 미만이라도 예상 기업가치를 고려할 때 중요 자회사로 인정되는 경우에는 특례 미 적용. 저비용 자회사에 해당하더라도 물적분할된 자회사인 경우는 주주동의 의무화 적용

자료: 한국거래소, 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중복상장 규제 적용 대상

구분	설명	비고
종속회사	· 외부감사법 제2조제3호에 따른 지배·종속관계에 있는 회사 중 종속되는 회사를 의미(연결재무제표의 대상)	여러 단계에 걸쳐 복수의 상장회사와 연결관계인 종속회사인 경우, 복수의 상장회사 모두를 모회사로 판단
계열회사로서 수직적 지배관계가 있는 회사	· 계열회사: 공정거래법 제2조제12호에 따른 동일한 기업집단에 속하는 계열회사를 의미(공정거래법에 따라 공시되는 대상에 한정되지 않으며 개념에 부합하면 해당) · 계열회사로서 수직적 지배관계가 있는 회사: 종속회사에 준하는 수직적 지배력이 있는 경우를 의미하며, 발행주식의 20% 이상 소유하고 있는 계열회사 및 해당 계열회사가 다시 발행주식의 50%를 초과하여 소유하고 있는 계열회사(손자 관계) 등에 적용	수직적 지배관계에 있는 기업이 여러 단계에 걸쳐 복수로 존재하는 경우, 해당 기업 모두를 수직적 지배관계에 있는 모회사로 판단
최근 1년 이내에 '종속회사' 및 '계열회사로서 수직적 지배관계가 있는 회사'에 해당하였던 회사	-	중복상장 직전에 기업집단 차원의 지분 조정 등으로 규제를 회피하는 것을 방지하기 위함

자료: 한국거래소, 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 중복상장 심사기준이 적용되지 않는 경우

구분	근거
상장회사가 단순 인적분할하여 신설법인을 상장하는 경우	주식교환 등으로 새로운 지배·종속관계가 형성되지 않음
자회사가 먼저 상장되어 있는 상태에서 모회사를 상장하는 경우	상장 자체로 인한 자회사 디스카운트 우려 등이 크지 않음
해의 거래소에 상장된 모회사가 자회사를 한국거래소에 상장하는 경우	한국거래소의 해외 시장 일반주주 보호 실익이 크지 않음

주: 다만, 위 경우에도 일반 상장 시 적용되는 공통 질적심사기준에 따라 기업의 계속성, 경영 투명성·안정성, 투자자 보호 등에 대한 심사는 이루어짐

자료: 한국거래소, 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 자회사 상장 심사기준

구분	개요	구체적 심사기준
영업	영업 유사성	· 자회사의 주요 제품 또는 서비스, 관련 시장 또는 매출처, 사업모델 등이 모회사와 유사하거나, 관련 산업 또는 공급망에서의 역할이 모회사와 유사한 지를 심사 · 동일 산업에 속하더라도 자회사가 모회사와 구별되는 제품군, 고객 기반 등을 보유하고 공급망 내 역할이 구분된다면 영업의 독립성 인정 가능
	영업 독자성	· 자회사가 제품에 대한 시장조사, 연구개발, 설계 및 기획을 수행할 수 있는 자체적인 역량, 기술 또는 노하우를 보유하고 있는지 여부, 자회사가 스스로 가격 협상, 신규·기존 고객에 대한 판매 확대 활동을 수행하고 있는지 여부 심사 · 자회사가 모회사의 기술, 브랜드, 제품, 고객 기반 또는 판매망을 단순히 이전 받아 사업을 영위하는 경우에는 독립성이 낮다고 볼 수 있음
	영업 의존도	· 자회사의 연구개발, 원재료 조달 및 제조, 매출, 판매관리 등 주요 영업활동이 모회사에 의존하고 있는지를 심사 - 특히, 자회사의 매출 또는 매입의 50% 이상이 모회사로부터 발생하는 경우 영업 독립성을 충족하지 못하는 것으로 판단 · 다만, 매출·매입 의존도가 높더라도 산업구조 상 수직계열화가 불가피하거나, 그룹 내 거래를 통해 원가 절감, 공급안정성 등 영업 효율성이 인정되는 경우에는 예외적으로 독립성을 인정
경영	독립적 이사회·경영진	· 모회사의 최대주주, 임직원 등이 자회사의 이사회, 감사(위원회), 경영진, 고문, 자문역 등을 겸직하는 경우, 겸직 비중이나 겸직하는 직위의 중요도 등을 종합적으로 고려하여 독립성 판단
	독자적 경영조직	· 자회사가 독자적인 인사관리 및 경영관리 시스템을 구축하고 있는지 여부 확인 · 핵심 부서의 업무가 모회사 인력에 의해 대부분 수행되는 경우에는 자회사가 독립적인 경영조직을 가지고 있다고 보기 어려움
	독립적 의사결정	· 자회사의 생산, 판매, 투자, 자금조달, 예산, 인력운영 등 주요 경영사항이 자회사 이사회 또는 내부 의사결정기구에서 실질적으로 심의·의결되는지 확인 · 실질적으로 자회사 이사회의 모든 안건이 모회사의 사전승인을 거쳐야 하거나 자회사 이사회에서 수정·부결이

		불가능한 경우 의사결정의 독립성이 낮다고 볼 수 있음
투자자 보호	모회사 의무 이행 여부	· 모회사 이사회에 주주영향 평가, 주주보호 방안 마련, 주주소통 또는 주주 동의 여부 확인, 찬반 결의 및 자회사 통지, 공시 의무가 부여되어 있는 만큼 등 의무 이행을 심사기준으로 요구
	모회사 이사회의 찬성 결의	· 모회사 이사회의 의무 이행 결과, 모회사 이사회가 최종적으로 중복상장에 대한 찬성 결의를 해야 함
	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 상법상 감사위원 선임에 준하여 3% Rule을 적용 - 3%를 초과하는 의결권을 보유한 주주는 3%로 의결권 제한(최대주주인 경우에는 특수관계인 등이 소유한 주식을 합산) - 참여주식의 과반 찬성, 발행주식총수의 1/4 이상 찬성으로 의결 ^{주1}

주1: 상법의 경우 전자투표 허용 시 발행주식총수의 1/4 이상 찬성을 면제하나, 중복상장에서는 일반주주 의사 반영의 충실성을 위해 면제하지 않음

자료: 한국거래소, 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

Comment

지주회사는 중복상장 규제 강화의 대표적인 수혜 업종으로 거론돼 왔고, 그러한 분석에 동의를 하는 바이다. 그러나 국내에는 지주회사로서의 지위나 역할 없이 제조·건설·물류 등 일반적인 사업만 영위하는 기업이라도 산하에 자회사를 거느리고 있는 경우가 많다. 가이드라인(안)에 따르면 중복상장의 범위가 ‘상장회사가 실질적으로 지배하는 비상장회사를 상장하는 경우’로 포괄적으로 규정되었다. 국내 기업들 중 모회사가 지주회사는 아니지만 계열회사에 대하여 유의한 영향력을 미칠 수 있는 지분(예: 20% 이상) 관계가 있고 해당 계열회사의 규모가 모회사의 순자산가치에서 차지하는 비중이 일정 수준 이상인(예: 10% 이상) 사례는 흔하다. 따라서, 중복상장 규제의 수혜는 지주회사에만 국한되지 않을 것이라 생각한다.

아울러, 가이드라인(안)에 따르면 물적분할한 자회사의 중복상장에 대해서는 주주동의를 필수적으로 요구함으로써 특히 엄격한 관리를 예고하고 있는데, 이에 따라 서로 성격이 이질적인 복수의 사업부문을 가지고 있는 복합기업(예: ○○물산, ○○인터내셔널, ○○글로벌 등)이 특히 수혜를 입을 것이라 생각한다. 사업이 다각화되어 있는 복합기업의 경우 전문성 강화와 경영 효율성 등을 내세우며 특정 사업부문을 물적분할한 후 중복상장을 추진할 가능성이 높았는데, 이제는 그러한 의사결정이 차단 또는 극히 제약을 받게 된 만큼, 각 사업부문의 가치가 해당 복합기업에 온전히 귀속될 것이다.

규제의 방향이나 세부 기준과 관련하여 아쉬운 부분은 모회사 이사회의 의무 미이행 시 제재가 다소 미약한 편이라 생각되고(최대 10억원의 제재금, 1일간 매매거래정지), 영업 독립성 및 경영 독립성에 관한 자회사 상장 심사기준에서 빠져나갈 구멍이 많아 보인다는 점이다. 천편일률적이거나 기계적인 적용은 지양해야겠지만 조금 더 수치화된 기준이 보완되면 좋을 것 같다(예: 모회사 이사 중 ○명 이상이 자회사 이사회에 재직 중이면 경영 독립성 미충족).

[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.