중복상장의 현황 및 규제 시사점

나현승
고려대학교 경영학과 교수

2026년 4월 16일

차례

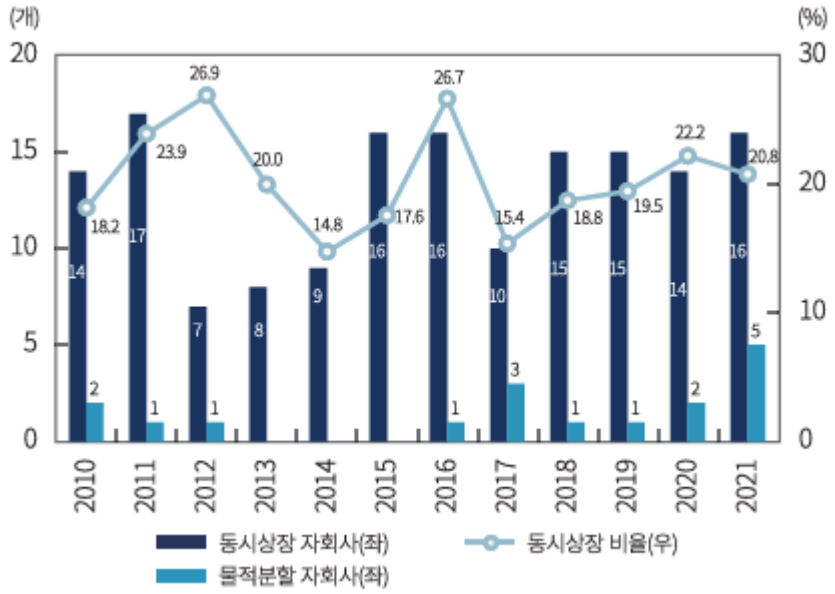
- 중복상장 현황: 비중과 방식
- 중복상장의 유인과 문제점
- 실증분석과 관련연구
- 규제 현황과 대안들
- 요약 및 결론

국내 중복상장 비중 현황

모회사(출자회사)와 자회사(피출자회사)가 주식시장에 모두 상장된 경우를 의미. 해외에 비해 국내에서 월등히 빈번하게 발생.

- 중복상장 비율을 '상장사가 보유한 타 상장사 지분 시장가치 / 전체 시가총액'으로 정의할 때, 한국 시장은 약 18%인 반면, 일본, 대만, 미국, 중국은 각각 4.38%, 3.18%, 0.35%, 1.98%에 불과 (김종영, 2024).

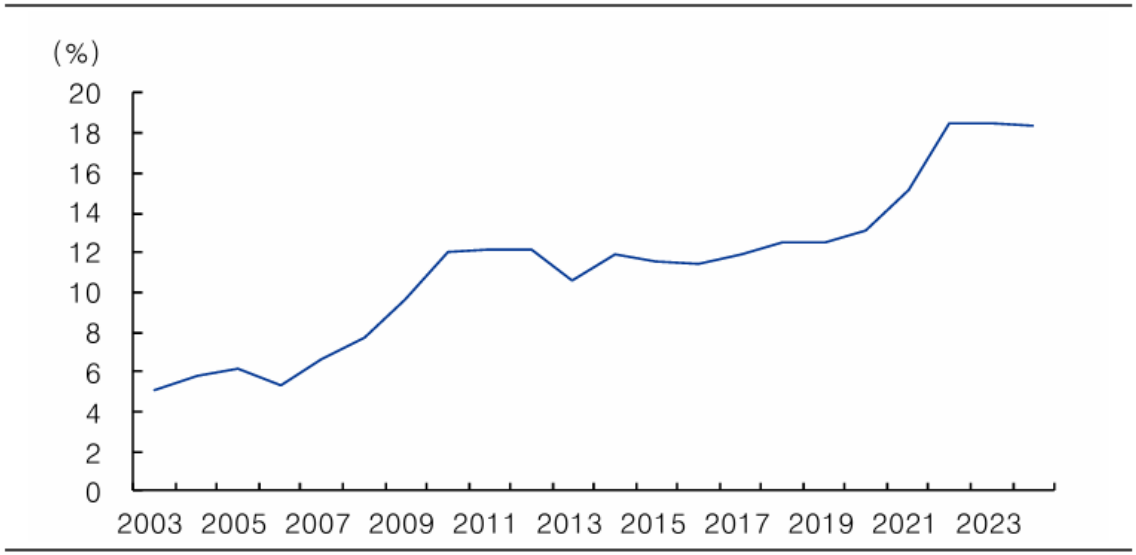
- 신규 상장 기준으로, 2010~2021년에 신규상장한 기업 중 중복상장 기업(상장기업이 최대주주인 기업)은 자회사 기준 157개(약 20%).
- 모회사는 평균 43.7%의 자회사 지분 보유 (남길남, 2022).



국내 중복상장 비중 추이

국내 중복상장 비중(상장사 보유 타 상장사 지분 시장가치 / 전체 시가총액)은 지속적으로 증가하는 추세.

- 외부 자본조달의 필요성이 지속되는 상황에서 지배주주가 지배권을 계속 유지하기 위해서는 중복상장의 증가가 필연적으로 보임.



자료: LESG, IBK투자증권
주1: 중복상장비율 정의는 '상장사가 보유한 타 상장사 지분 시장 가치' / '전체 시가총액'. 단 지분율 3위 이내 지분가치만 합산

출처: 김종영(2024)

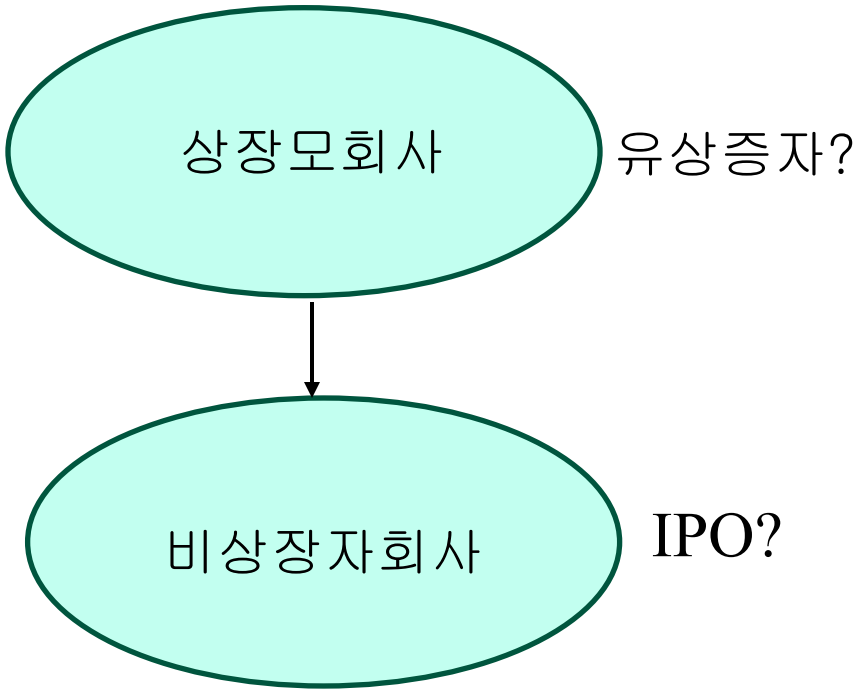
중복상장 발생의 방식

중복상장은 물적분할 후 자회사를 상장하는 경우에 국한되지 않고 다양한 방식에 의해 발생.

발생방식	경제적 실질/특징	사례
물적분할	사업부문을 분할해 법인으로 독립시킨 후 상장	LG에너지솔루션, SK바이오사이언스
현물출자	자산/부채를 현물로 출자해 자회사 설립 후 상장	카카오페이, 현대에너지솔루션
법인설립	현금출자로 신규 법인 설립 후 상장	두산로보틱스, 에코프로머티리얼즈
인적분할	인적분할 시 자사주 활용 (최근 금지)	효성중공업, 효성티앤씨, 효성화학
인수	상장기업이 다른 상장기업 지분의 일부를 인수	SK하이닉스

중복상장의 유인

지배주주의 추가자금 투입이나 지배권 희석 없이도 필요한 자본을 조달하여 사업 및 기업집단을 확장할 수 있는 유용한 방식.



- 2019~2024년 6월 IPO를 통해 중복상장 된 78개사 분석 결과, IPO 대신 비상장자회사가 유상증자로 자본을 조달하고 이에 참여하는 상장모회사가 납입금을 유상증자로 조달한다면, 상장모회사의 지배주주 지분이 평균 5~9.5% 감소 (이은정, 2024).

중복상장의 문제점 I: 이해상충 심화

모회사 일반주주와 자회사 일반주주 간의 이해상충:

- 모회사와 자회사 간 이해관계가 상이한 의사결정 시, 특히 지배주주에게 유리한 방향으로 계열사 간 거래가 이루어질 경우, 어느 한 쪽의 일반주주는 반드시 손해를 보는 구조.

지배주주와 일반주주 간의 이해상충:

- 지배주주는 추가 출자 없이 자회사의 IPO를 통해 외부자금을 조달함으로써 지배권을 유지하고 기업집단을 확장.
- 모회사 일반주주는 자회사에 대한 직접적인 소유와 통제 권한을 상실하고 보유한 간접지분도 IPO에 의해 희석.
- 지배주주와 일반주주 간 이해상충은 국내 기업들의 주요 대리인 문제에 해당하며, 코리아 디스카운트의 주요 원인. 중복상장은 소유와 지배의 괴리를 발생시켜 이해상충을 심화.

중복상장의 문제점 II: 모회사의 자회사 지분가치 저평가

이익 더블카운팅(김종영, 2024):

- 중복상장 시 자회사 이익이 시장에서 독립적으로 평가됨과 동시에 모회사 연결 실적에도 중복 반영. 모회사의 자회사 지분 가치가 할인되어 평가.

자산의 유동성 및 수익환원 제약:

- 지배구조 유지를 위해 모회사가 보유한 자회사 지분은 사실상 매도가 불가능한 성격의 자산으로 인식. 자회사의 배당 성향이 낮을 경우 자회사 이익이 모회사 주주의 현금흐름으로 연결되지 않아 지분가치 저평가.

대리인문제와 미래 리스크(Almeida et al., 2011) :

- 상장된 모회사(중심기업, Central firm)가 보유한 재원이 지배주주의 지배권 유지나 확장을 위해 수익성이 낮거나 가치 파괴적인 타 회사 인수에 동원될 것이라는 시장의 선제적 우려 반영.

모회사 지분 저평가에 대한 엄밀한 학술적 근거와 경로 분석은 추가연구가 필요한 영역.

실증분석: 자회사 IPO가 모회사 주가에 미치는 영향 I

표본 설정:

- 신규 상장하는 기업 중 최대주주가 기존 상장사인 경우.
- 자회사보다 모회사가 늦게 상장해 중복상장 된 경우 제외 (매우 희소).

- 2000-2024년의 신규상장 중 중복상장은 279건:
- 모회사가 금융기업이거나 수익률 추정이 불가능한 경우 등 제외.
- 모회사가 복수인 경우인 3건 포함해 최종표본 261개로 선정.

수익률 계산:

- 자회사 상장 공시기간 누적초과수익률(Cumulative abnormal return)
- 상장공시~상장 6개월 이후의 보유기간수익률(Buy-and-hold return)

실증분석: 자회사 IPO가 모회사 주가에 미치는 영향 II

자회사 상장심사청구일 기준 모회사 누적초과수익률:

	10일 전-10일 후	5일 전-5일 후	1일 전-1일 후
평균(%)	0.54	0.96*	0.98**
중앙값(%)	0.72	0.13	0.27

***: 1% 수준 유의, **: 5% 수준 유의, *: 1% 수준 유의

자회사 상장일 기준 모회사 누적초과수익률:

	10일 전-10일 후	5일 전-5일 후	1일 전-1일 후
평균(%)	-6.89***	-5.65***	-4.11***
중앙값(%)	-5.70***	-4.34***	-3.21***

***: 1% 수준 유의, **: 5% 수준 유의, *: 1% 수준 유의

자회사 상장심사청구일에는 다소의 양(+)의 주가수익률을 보이나, 자회사 상장일 전후에는 큰 폭의 음(-)의 주가수익률로 전환.

실증분석: 자회사 IPO가 모회사 주가에 미치는 영향 III

자회사 IPO 전후 모회사 보유기간수익률:

	평균(%)	중앙값(%)
심사청구일~상장 전일	8.94***	3.61***
상장 이후 1개월	-7.58***	-8.45***
상장 이후 2개월	-7.58***	-10.91***
상장 이후 3개월	-9.12***	-14.03***
상장 이후 6개월	-10.81***	-16.16***

***: 1% 수준 유의, **: 5% 수준 유의, *: 1% 수준 유의

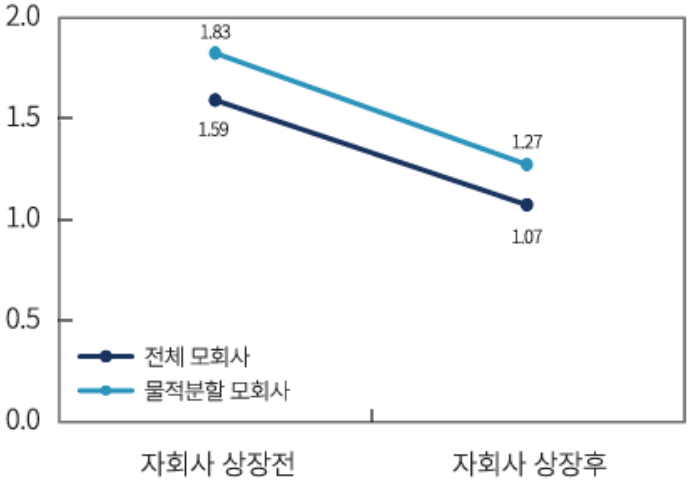
상장 공시~상장 전일까지는 양(+)의 주가수익률을, 상장 이후부터는 음(-)의 주가수익률을 보였으며, 시간이 지날수록 수익률이 저하.

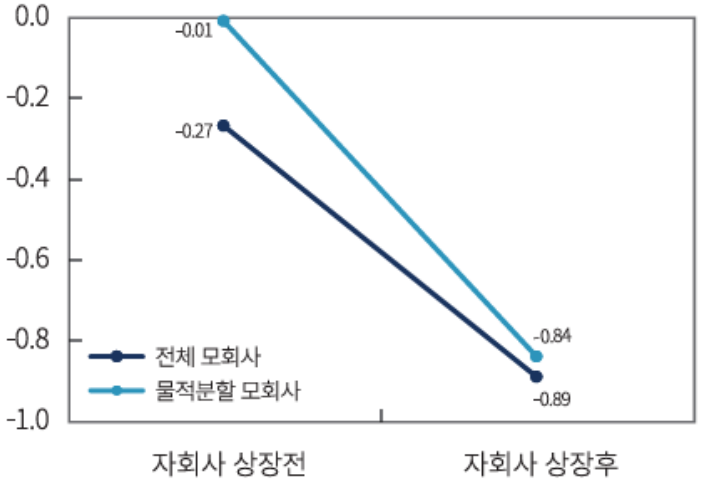
관련연구 I

중복상장이 모회사 기업가치에 미치는 영향(남길남, 2022):

- 2010~2021년 신규상장된 중복상장 기업 157개(물적분할 후 상장은 15개)
- 모회사 기업가치(장부가치 대비 시장가치)는 1.07로 자회사 기업가치 1.81에 비해 낮음.
- 모회사 기업가치는 원래부터 낮았던 것이 아니라 자회사 상장 이후의 가치저하로 인해 하락한 것 (1.59 → 1.07).

자회사 상장 전후 모회사 기업가치 변화(좌), 산업조정기업가치 변화(우)





자료: 자본시장연구원

관련연구 II

물적분할이 모회사 주가에 미치는 영향:

- 2020년 이전: 물적분할에 대한 주가반응은 긍정적 혹은 유의하지 않음 (박성규, 전수영, 2008; 강내철, 진태홍, 2012; 김춘, 박성록, 2008).
- LG화학 물적분할 공시(2020년) 이후 정부 대책 발표 전까지는 부정적 주가반응, 그 이후 통계적 유의성 없음 (전진규, 2024).
- 물적분할만으로는 소유지배의 실질적 변경이 없어 주가반응 미미 경향.

해외 자회사공개(Equity Carve-out)가 주가에 미치는 영향:

- 모회사가 보유한 자회사 지분의 일부를 공모. 국내 물적분할 후 상장과 유사한 측면이 있지만, 자본조달의 주체가 모회사라는 점 등 차이점 존재.
- 자회사공개 공시기간에 긍정적 시장반응. 자회사 가치 저평가 신호 효과, 경영진 보상 관련 인센티브 강화, 투명성 강화 등이 요인 (schipper and Smith, 1986; Nanda, 1991)

관련연구 III

인적분할이 모회사 주가에 미치는 영향:

- 공시일 전후로 양(+)의 주가반응, 물적분할에 비해 큰 폭의 상승 (강내철, 진태홍, 2012; 정무권, 2018; 강형철, 이상원, 2025).
- 정보비대칭 완화, 사업전문화 효과.
- 지주회사 전환 목적의 경우 상승폭 낮음.

해외 스핀오프가 모회사 주가에 미치는 영향:

- 국내 인적분할과 유사.
- 스핀오프 이후 장단기 주가 성과 향상 (Miles and Rosenfeld, 1983; Schipper and Smith, 1983; Krishnaswami and Subramaniam, 1999).
- 정보비대칭 완화, 경영진 인센티브 구조 향상 등이 요인.

국내외 연구에 의하면 기업분할은 일반적으로 주가에 긍정적. 시장은 분할보다 그 이후의 자회사 상장에 부정적 반응.

관련연구 IV

가족 기업집단의 IPO vs. 유상증자 (Masulis et al., 2020):

- 1997~2007년 한국 포함 44개 국가의 대규모 IPO 표본 구성
- 가족기업집단은 외부자본조달 필요성과 지배권 유지 유인 사이의 충돌을 피하기 위해 기존 상장사의 유상증자보다 자회사의 IPO를 선호.
- 기업집단 내 내부자본을 이용해 자본조달이 어려운 사업을 성장시킨(인큐베이션) 후 IPO를 통해 외부자본을 조달.
- 지배주주의 지배권 유지에 대한 우려가 커서 유상증자를 꺼릴수록 IPO를 통한 자금조달 경향이 더 강하게 나타남.

중복상장의 전면적 규제 시 지배주주의 지배권 유지 유인으로 인해 신성장동력 등에 관련한 자본집약적 신사업 투자가 위축될 가능성 – 예외 허용 등의 정책적 고려 필요.

규제 현황

중복상장에 대한 전반적인 법적 규제는 부재. 물적분할을 통한 쪼개기 상장에 집중.

물적분할 관련:

- 공시 의무: 주요사항보고서에 물적분할의 목적, 기대효과, 주주보호방안을 기재하여 공시. 상장계획 예상 일정과 변경에 대한 공시.
- 주식매수청구권: 물적분할 결의 시 반대주주에게 부여.
- 상장심사 강화: 모회사의 일반주주 보호 노력에 대한 심사.
- 기업지배구조보고서 기재: 합병, 영업양수도, 분할, 주식의 포괄적 교환 시 주주보호 방안을 강구하여 보고서에 기술(자산 1조원 이상 유가증권 상장사).

인적분할 관련:

- 자사주에 대한 신주배정 제한 (중복상장 구조 형성 억제).

신규 중복상장에 대한 규제 대안들 I

신규 중복상장을 원칙적으로 금지하되, 상장심사 시 엄격한 기준을 적용한 예외 인정:

- 자회사가 추진 중인 사업의 성장성.
- 신규 투자를 위한 자금조달 필요성.
- 자금 조달이 자회사 IPO이어야 하는 이유의 타당성.
- 일반주주 보호 방안의 정도.
- 일반주주 동의 절차 이행 여부.

일반주주의 의결 요건화 검토:

- 중복상장의 주된 문제점은 지배주주와 일반주주 간 이해상충임을 고려.
- 자회사 상장 필요성과 충분한 주주보호 여부에 대한 일반주주 동의 절차.
- 모회사 일반주주의 과반결의(majority of minority) 도입 (또는 의결 시 지배주주 의결권 합산 3%로 제한).
- 일반주주의 과반의결 시 예외적으로 허용하거나 상장심사에 긍정적 반영.
- 일반주주의 권한을 강화하여 지배주주-일반주주 이해상충 완화 유도.

신규 중복상장에 대한 규제 대안들 II

자회사의 해외 중복상장 시 일반주주의 의결 요건화 검토:

- 한국거래소의 상장심사는 불가.
- 이사의 주주충실 의무.
- 모회사 주주총회 의결 요건화: 일반주주의 과반결의(majority of minority) 도입 (또는 지배주주 의결권 합산 3%로 제한하여 의결) 검토.

자회사 IPO 허용 시 모회사 일반주주들에게 우선배정 검토:

- 모자회사 관계가 된 방식에 상관없이 (즉 물적분할에 국한하지 않고) 자회사의 IPO 시점을 기준으로 신주인수권 부여.
- 신주인수권의 대상이 되는 공모주식의 구체적 비중에 대한 검토 필요.

기업 인수 시 의무공개매수제 도입:

- 타 기업 인수 시 100%의 지분을 인수하도록 하여 중복상장 억제 필요.
- 인수 비용 상승의 우려가 있지만, 지배권 프리미엄 감소가 예상되어 비용 상쇄 효과 기대(김부식, 김우찬, 이용준, 2023; 김석봉, 2015).

기존 중복상장에 대한 규제 대안들

지배구조보고서에 중복상장 관련 사항을 기술 의무화하여 연성규범 강화.

- 중복상장의 이유와 중복상장 해소를 위한 계획 및 이행성과, 주주보호방안 공시.
- 유가증권시장 뿐 아니라 코스닥 상장사에도 확장해 적용할 필요성.

자회사와 모회사 간 거래에 대한 엄격한 규제를 통해 일반주주 간의 이해상충 방지 필요 (주주총회 승인 등).

공개매수제와 포괄적주식 교환 등 상장폐지 과정의 주주보호 점검 필요:

- 기존 중복상장 해소 과정에서의 일반주주 권익 보호 필요성 증대.

요약 및 결론

중복상장은 지배주주의 추가자금 투입이나 지배권 희석 없이 자본을 조달하여 사업 및 기업집단을 확장하는 방안으로 기능.

중복상장은 지배주주와 일반주주 간 또는 모회사와 자회사 일반주주 간 이해상충을 일으켜 모회사 가치 저하의 원인이 됨 – 코리아 디스카운트의 요인.

신규 중복상장의 원칙적 금지와 예외 허용 필요.

- 일반주주의 통제 강화: 일반주주의 과반결의 도입 검토.
- 엄격한 기준에 근거한 상장심사: 투자위축 위험에 대한 정책적 고려 필요.
- 인수 시 의무공개매수제 도입 필요.

기존 중복상장의 해소 유도를 통한 이해상충 완화 필요.

- 지배구조보고서: 중복상장 관련 사항 기술 의무화.
- 모자회사 간 거래에 대한 주주 통제 강화.