
중복상장 가이드라인

(모회사 이사회 의무 및
특례상장심사 기준 관련)

- ※ 가이드라인의 내용은 시장 상황의 변화 등에 따라 변경될 수 있으며, 가이드라인이 변경되는 경우 가이드라인 시행일 이후 종속회사등이 상장 예비심사를 신청하는 경우부터 적용
- ※ 동 가이드라인은 중복상장시 모회사의 의무 및 일반상장 대비 강화되어 적용되는 특례심사 기준(영업 및 경영 독립성, 투자자 보호)에 관한 것임
 - 최종 승인은 일반 상장기준과 중복상장 특례심사 기준을 모두 충족해야 하며 거래소가 외부 전문가 중심으로 구성된 위원회 심의 등 통상적인 상장 절차를 거쳐 결정

'26. 7. 31.

한 국 거 래 소

I 개요

1. 기본 방향

- 중복상장은 일반적으로 주권상장법인(모회사)이 자회사를 별도로 상장하는 것을 의미
 - 모회사가 자회사 사업확장을 위한 대규모 자금조달, 경영 효율화 목적 등으로 자회사를 상장시키는 경우 중복상장 발생
 - 모회사가 전략적 사업추진을 위해 특정 사업부를 분할하여 자회사로 만든 뒤 중복상장을 추진하는 사례도 존재
 - 중복상장은 모회사 일반주주 권익 보호 측면에서 부정적 평가 존재
 - 자회사의 시장 내 중복계상(Double Counting), 지배주주 위주 의사결정에 따른 배당 불확실성*, 지배구조 유지를 위한 자회사 지분 매각 제약* 등 모회사 디스카운트 유발 가능성 잠재
- * [배당] 지배주주가 배당에 적극적이지 않을 경우 자회사 → 모회사 → 모회사 일반주주로 연결되는 배당경로가 제대로 작동하지 않음
[매각] 그룹 차원의 의사결정이 우선시되므로, 모회사 이익만을 위한 자회사 지분 매각 등이 나타나기 어려운 구조
- 정부 및 한국거래소는 「자본시장 체질개선 방안」(‘26.3.18일)에서 주주보호를 위한 과제로 중복상장 원칙금지·예외허용 방향 발표
 - 그간 중복상장은 일반주주 권익 침해 우려에도 불구하고 해외에 비해 관행적으로 추진되어 온 측면이 있어 제도적 개선 필요
 - 중복상장시 ①모회사의 이사회에 「상법」상 주주충실의무에 기반한 구체적 의무*를 부과하고, ②엄격한 상장 심사기준을 도입

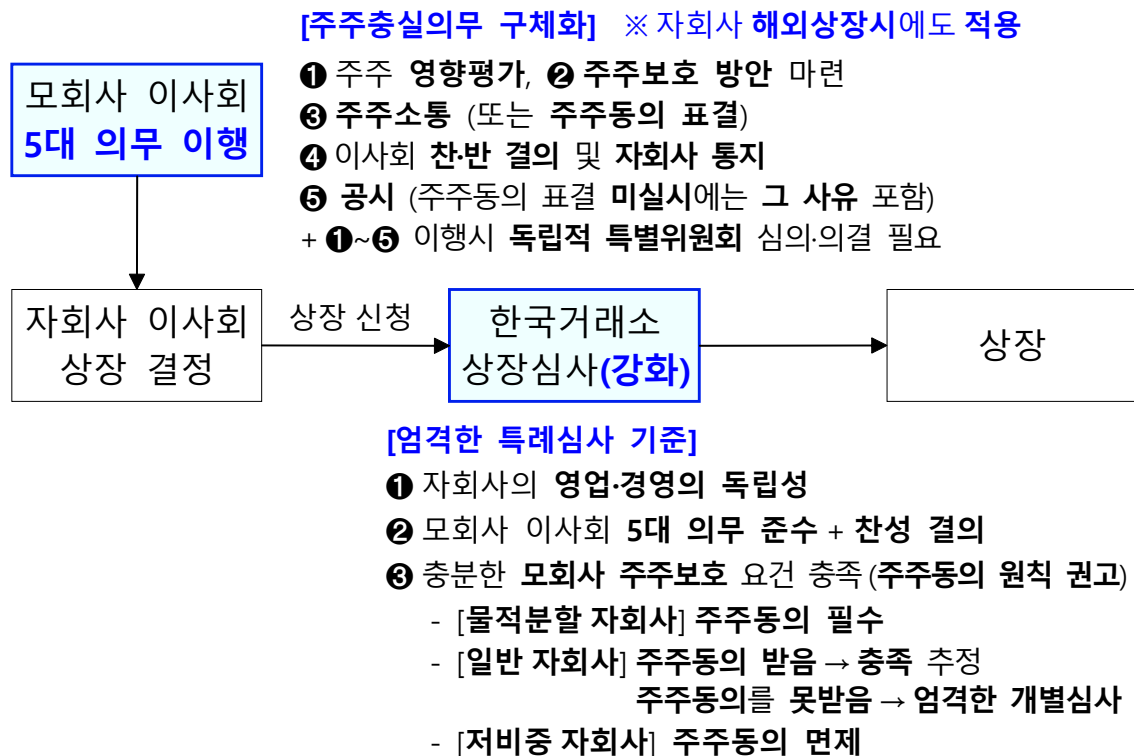
* (1) 주주 영향평가, (2) 주주보호 방안 마련, (3) 주주소통 또는 주주동의 여부 확인, (4) 이사회 찬·반결의 및 자회사 통지, (5) 공시

- 모회사 주주권의 침해 여부에 대해서는 ①먼저 모회사 이사회 · 주주가 중복상장의 적합성에 대해 판단하고, ②그 다음 거래소가 모회사 주주 · 이사회를 판단을 존중*하며 최종 심사하는 구조

* [예] 모회사 이사회의 찬성 결의가 없으면 투자자 보호 심사기준 미충족

- 이는 중복상장이 모회사 주주가치에 미치는 영향(사업시너지, 지배구조 변화, 주가회석 등)은 당해 기업의 사업구조와 이해관계를 가장 잘 파악하고 있는 모회사 이사회 · 주주가 1차적으로 판단하는 것이 타당하기 때문

<제도개선 개요>



2. 가이드라인 의의

- 중복상장을 전면금지하는 것이 아닌 “원칙금지 · 예외허용” 하는 것인 만큼, 일반주주 권익을 위한 충분한 보호조치가 이루어지는 등 엄격한 심사기준을 충족하는 경우 예외적 허용 가능

- 한국거래소는 이러한 엄격한 심사기준을 규정 등에 반영하였으나, 기업별 상황이 다른 만큼 정량적·획일적 접근보다는 사례별 접근 (Case by Case) 필요
- 동 가이드라인은 중복상장 관련 규정 등을 실제 사례에 적용하는 기준과 구체적 절차를 제공하여, 시장 참가자의 예측 가능성을 제고하기 위한 것임
- 가이드라인은 실제 심사사례 등을 기반으로 지속적(예: 반기별)으로 보완·공개할 예정임

II 적용범위

※ 유가증권시장 상장규정 시행세칙 제70조의3(종속회사등의 범위)

규정 제78조의2제1항 각 호 외의 부분에서 “세칙으로 정하는 회사”란 **유가증권시장·코스닥시장 또는 해외증권시장에 상장하지 아니한 회사**로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 회사(외국법인등을 포함한다)를 말한다.

1. 주권상장법인의 **종속회사**
2. 주권상장법인의 **계열회사**로서 **수직적 지배관계**가 있는 회사. 이 경우 수직적 지배관계에 관한 기준은 거래소가 따로 정한다.
3. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 날을 기준으로 **최근 1년 이내에** 제1호 또는 제2호에 해당하였던 회사
 - 가. 유가증권시장 또는 코스닥시장에 상장하려는 경우: 상장예비심사를 신청한 날
 - 나. 해외증권시장에 상장하려는 경우: 해당 해외증권시장 또는 관련 규제기관에 상장을 위하여 최초로 관련 서류를 제출한 날

* 코스닥시장의 경우 코스닥시장 상장규정 시행세칙 제20조의2

□ 중복상장의 범위를 주권상장법인이 **실질적으로 지배하는 비상장 회사**를 상장하는 경우로 규정

○ 분할 뿐만 아니라, 인수 및 신설 등을 통해 형성된 모·자회사인 경우에도 동 기준에 해당하는 경우 적용범위에 포함

□ 제1호 종속회사는 “「외부감사법」 제2조제3호에 따른 지배·종속 관계^{*}에 있는 회사 중 종속되는 회사”를 의미(연결재무제표의 대상)

* 회사가 경제 활동에서 효용과 이익을 얻기 위하여 **다른 회사의 재무정책과 영업정책을 결정할 수 있는 능력**을 가지는 경우로서 법 제5조제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 회계처리기준에서 정하는 지배회사와 종속회사의 관계

○ 여러 단계에 걸쳐 복수 주권상장법인과 연결관계인 종속회사인 경우, 복수의 주권상장법인 모두를 모회사로 판단^{*}

* [참고] 중복상장시 모회사 의무를 부과하는 홍콩 및 대만도 유사하게 운영



□ 제2호 계열회사는 “「공정거래법」 제2조제12호에 따른 동일한 기업집단*에 속하는 계열회사”를 의미 (공정거래법에 따라 공시되는 대상에 한정되지 않으며 개념에 부합하면 해당)

* 동일인이 다음 각 목의 구분에 따라 다음 기준에 따라 **사실상 그 사업내용을 지배하는 회사의 집단**을 말한다.

1. 동일인이 단독으로 또는 동일인관련자와 합하여 해당 회사의 발행주식 총수의 **100분의 30 이상**을 소유하는 경우로서 최다출자자인 회사
2. 동일인이 해당 회사의 경영에 대해 **지배적인 영향력**을 행사하고 있다고 인정되는 회사 (대표이사·임원의 50% 이상 선임, 조직변경·신규사업투자 등 지배적 영향력, 임원의 겸임, 사회통념상 경제적 동일체 등)

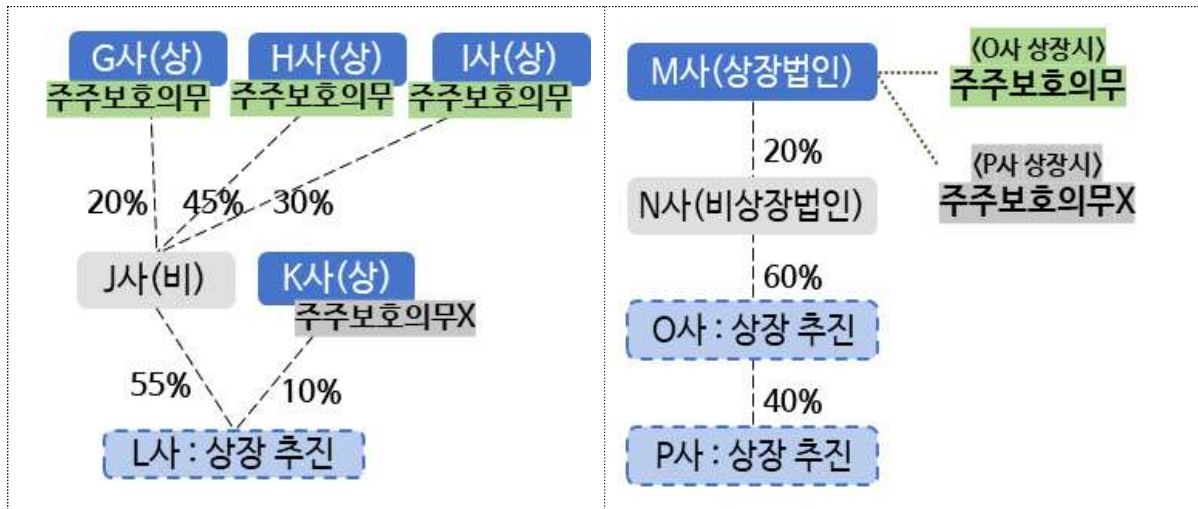
○ “주권상장법인의 계열회사로서 수직적 지배관계가 있는 회사”란 종속회사에 준하는 수직적 지배력이 있는 경우를 의미하며,

- 발행주식의 **20%*** 이상 소유하고 있는 계열회사 및 해당 계열회사가 다시 발행주식의 **50%*** 초과하여 소유하고 있는 계열회사 (손자 관계) 등**에 적용

* 「공정거래법」상 “특수관계인에 대한 부당한 이익제공 금지” 기준을 참고해 설정

** 손자 관계 이후에도 계속적으로 50% 초과 소유로 연결된 경우 해당 수직적 관계에 있는 계열회사를 모두 포함

- 동 관계에 있는 기업이 복수인 경우, 해당 기업 모두를 수직적 지배관계에 있는 모회사로 판단



- 제3호는 중복상장 직전에 기업집단 차원의 지분조정 등으로 규제를 회피하는 것을 방지하기 위한 것임
- 코넥스 주권상장법인의 종속회사등이 상장하는 경우, 유가증권 · 코스닥 주권상장법인의 종속회사등이 코넥스 시장에 상장하는 경우는 적용대상에서 제외
- 주권상장법인이 종속회사등을 신규상장하는 경우 뿐만 아니라 상장 회사와 합병하는 등*의 방식으로 우회적으로 상장하는 경우도 적용대상에 포함

* 우회상장, 합병상장(SPAC)

<참고사항>

- 다음의 경우는 동 가이드라인의 중복상장 심사기준이 적용되지 않음
 - ① 주권상장법인이 단순 인적분할하여 신설법인을 상장하는 경우
 - ② 자회사가 먼저 상장되어 있는 상태에서 모회사를 상장하는 경우
 - ③ 해외 거래소에 상장된 모회사가 자회사를 한국 거래소에 상장하는 경우
- 위 경우도 일반 상장시 질적심사기준 등에 따라 기업의 계속성, 경영 투명성, 투자자 보호 등에 대한 엄격한 심사가 이루어짐

III 모회사 이사회 의무

※ 이하 중복상장 적용범위에 해당하는 **종속회사**등을 “자회사”로 기술

1. 의의

- 그간 모회사 이사회는 “자회사 상장은 자회사 이사회 결정사항”이라는 이유 등으로 중복상장과 관련하여 모회사 일반주주 보호를 위한 노력을 외면해 왔다는 평가가 있음
 - 독립적인 법인인 자회사의 이사회가 결정하는 사안을 모회사 이사회가 간섭할 수 없다는 논리
- 그러나, ①상법상 주주충실의무가 도입되었고 ②중복상장이 모회사 일반주주의 권익에 미치는 영향이 크다는 점을 고려하면 모회사 이사회는 일반주주를 위해 자체적으로 충실한 노력을 기울일 필요
- 이를 고려하여 중복상장을 추진하는 경우, 모회사 이사회는 다음의 5대 의무사항을 이행할 필요가 있음
 - ①중복상장이 모회사 일반주주에게 미칠 영향 평가, ②주주 보호 방안 마련, ③주주소통 또는 주주동의 여부 확인, ④최종 찬·반결의 및 자회사 통지, ⑤관련 정보의 공시
 - 모회사 이사회도 중복상장에 대해 간접적 영향력*이 있고, 주주충실의무를 준수해야 한다는 점 등을 고려하여 충실의무를 구체화한 절차적 의무를 부과

* 모회사는 정관개정, 이사선임 등을 위해 자회사에 의결권 행사 가능

[예] 모회사가 자회사 주주총회를 통해 “신주발행, 상장 등 = 주주총회 의결사항”으로 정관을 개정하는 경우, 자회사 IPO·상장은 주주총회 의결이 필요하므로 실질적으로 모회사 이사회가 결정하는 구조로 변경 가능

2. 주요내용

※ 유가증권시장 상장규정 제78조의2 (종속회사등 상장에 관한 특례)

- ① 주권상장법인의 이사회는 **종속회사 등 세칙으로 정하는 회사**(이하 “종속회사등”이라 한다)가 유가증권시장·코스닥시장 또는 해외증권시장에 보통주권·주식예탁증권 또는 외국주권등을 상장(추가상장 및 변경상장은 제외한다)하려는 경우 다음 각 호의 사항을 이행하여야 한다.
1. 종속회사등의 상장이 주권상장법인의 **주주에게 미치는 영향을 평가하고** 결의할 것
 2. 주권상장법인의 **주주에 대한 보호방안을 마련**하고 결의할 것
 3. 제1호 및 제2호의 사항에 관하여 주권상장법인의 **주주와 소통**하거나 주주총회 또는 그와 유사한 방법으로 해당 **주주의 동의 여부를 확인**할 것
 4. 제3호의 주주 소통 결과 또는 주주 동의 여부 등을 고려하여 종속회사등 상장에 대한 **찬성 여부를 결의**할 것
 5. 제4호에 따라 결의한 찬성 여부를 **종속회사등에 통지**할 것
- ② 주권상장법인의 이사회는 이사회에서 정하는 바에 따라 다음 각 호의 요건을 모두 충족하는 **별도의 위원회**(이하 이 항에서 “위원회”라 한다)를 설치하고 전항 제1호, 제2호 및 제4호의 결의를 함에 있어 **사전에 해당 위원회의 심의 절차**를 거쳐야 한다. 이 경우 위원회의 회의 운영 절차 등에 관한 사항은 「상법」 제390조·제391조·제391조의3 및 제392조의 규정을 준용하여 정한다.
1. **3인 이상의 위원**으로 구성할 것
 2. 제1호의 위원은 **이사**이거나 「상법」 제542조의8제2항의 자격요건을 갖춘 **외부 전문가**일 것
 3. **독립이사**가 위원장이고, 독립이사 및 외부전문가가 위원의 **3분의 2 이상**일 것
 4. 위원회가 **회사의 비용**으로 **독립된 전문가**의 도움을 구할 수 있을 것

※ 유가증권시장 공시규정 제7조제1항제3호가목(8)

- (8) 상장규정 제78조의2에 따른 종속회사등 상장에 대하여 다음의 어느 하나에 해당하는 결의가 있을 때
- (가) 상장규정 제78조의2제1항제1호에 따른 **종속회사등 상장이 주주에게 미치는 영향의 평가** 및 같은 항 제2호에 따른 **주주에 대한 보호방안의 마련**에 관한 결의가 있을 때

(나) 상장규정 제78조의2제1항제4호에 따른 종속회사등 상장에 대한 찬성 여부를 결의한 때. 이 경우 상장규정 같은 항 제2호의 **주주 보호방안**, 같은 항 제3호의 **주주 소통 결과 또는 주주 동의 여부 확인에 관한 사항을 포함하여 신고**하여야 한다. 다만, 같은 항 제3호의 **주주 동의 여부를 확인하지 않은 경우에는 그 이유를 기재**하여야 한다.

* 코스닥시장의 경우 코스닥시장 상장규정 제19조의2, 공시규정 제6조제1항 제3호가목(11)

가. 주주영향 평가

- 모회사 이사회는 중복상장이 모회사 주주에게 미치는 영향을 객관적으로 평가하여야 함
 - 모회사 일반주주 관점에서, 자회사 상장에 따른 주가 디스카운트 가능성, 모회사 지분 변동, 자회사의 향후 배당 결의 안건에 대한 모회사의 주주권 행사 방향 또는 예상되는 배당수익, 자회사 기업 가치 변화 가능성 등을 고려하여 주주에게 미치는 영향을 종합적으로 평가하고 주주영향 평가서를 작성하여 모회사 이사회가 결의하여야 함

나. 주주 보호방안 마련

- 모회사 이사회는 주주영향 평가 결과를 바탕으로 주주 보호방안을 마련하고 결의하여야 함
 - 주주영향 평가 결과 등을 고려하여 이사회는 주주권의 저해 우려 등을 보완할 주주 보호방안을 마련
 - 주주 보호방안은 이행시점, 이행수단·조건 등이 특정된 구체적 계획이어야 하며 실현 가능한 방안이어야 함

- 모회사는 일반주주 보호방안으로 다음의 사항 검토 가능(예시)
 - ①구주매출 금액 등 활용한 현금배당, 자기주식 소각
 - ②자회사 주식 현물배당 등 자회사 주식 분배
 - ③신사업 투자, 수익성 개선 등 모회사 가치 제고
 - ④일정 기간 다른 사업 분할 및 다른 자회사 상장 금지 협약 등
- 모회사는 자회사 상장에 따른 주주영향 정도를 고려하여 보호 필요성에 상응하는 적절한 수준의 주주 보호방안을 마련해야 하며 다양한 방안을 결합하는 것도 가능

다. 주주 소통 또는 주주 동의 여부 확인

☐ 모회사 이사회는 주주영향 평가 결과 및 주주 보호방안 등을 일반 주주와 충분히 소통하여야 함

- 모회사는 일반주주에게 사전에 충분한 정보를 제공하고, 주주 의견을 수렴하고 피드백을 반영
- 모회사는 ①기업설명회(IR), 온·오프라인 주주간담회 및 설문조사, 의견수렴 창구 운영 등을 통해 의견수렴하고, ②의견수렴 결과 및 피드백 반영 여부를 공개하는 등 주주와 소통
- 주주 소통 노력을 통해 주주의 의견이 실질적으로 주주 보호방안에 반영*될 수 있어야 함

* "주주보호방안 이사회 결의 및 공시 → 주주소통 → 수정된 주주보호방안 이사회 결의 및 공시"도 가능

☐ 모회사 이사회는 주주총회에 준하는 방법으로 주주 동의 여부를 직접적으로 확인할 수 있음

- 예를 들어, 정기주주총회 또는 임시주주총회에서 자회사의 중복 상장에 대한 동의 여부를 안전으로 상정
- 일반주주의 적극적인 참여를 유도하기 위해 전자투표를 병행하는 것을 권고

<예시>

- '26.5월 코스닥 상장사 A사는 "[1호] 정관 일부 변경의 건(자회사 상장 관련 주주총회 결의 근거 마련), [2호] 자회사 상장 승인의 건"을 안건으로 임시 주주총회 소집

라. 이사회 찬·반 결의 및 자회사 통지

- 모회사 이사회는 주주영향 평가 결과, 주주 보호방안, 주주소통 및 주주동의 여부 확인 결과 등을 **종합적으로 고려하여** 최종적으로 찬·반 결의를 진행하고 그 결과를 자회사에 통지

마. 특별위원회 심의

- 주주영향 평가 및 주주 보호방안에 대한 이사회 결의, 이사회 최종 찬·반 결의를 진행함에 앞서 이사회 내 독립적 특별위원회를 신설하여 사전에 승인 여부를 심의·의결하여야 함

- 특별위원회의 독립성 제고 측면에서 ①위원장을 독립이사로 하고, ②위원의 2/3 이상을 독립이사 또는 독립이사의 자격요건을 충족하는 외부전문가로 구성하도록 규정*

* 기업의 현실을 고려하여 설정한 최소 기준으로, 모회사 이사회는 위원회의 실질적인 독립성을 확보할 수 있도록 노력할 필요

- 특별위원회는 회사의 비용으로 독립된 전문가의 자문을 받을 수 있어야 함

바. 공시

- 모회사 이사회의 주주에게 미치는 영향 평가 결과, 주주 보호방안, 주주소통 및 동의여부 확인 결과, 찬반 의결 결과를 공시
- 주주총회 등 직접적인 주주 동의 여부를 확인을 거치지 않은 경우 그 이유를 함께 공시

- 주주영향 평가 결과, 주주 보호방안의 충분성, 해당 중복상장 건의 개별적 특성(모·자회사 구조 형성 경위, 신속한 자금조달 필요성, 산업적 특성 등) 등을 기반으로 구체적으로 작성
- 한편, 주주동의가 면제되는 저비중 자회사에 해당하는 경우에는 관련 내용(해당 여부, 매출·영업이익·자산·기업가치 비중)만 간소화하여 작성 가능

3. 단계별 절차

① (1단계) 주주영향 평가 및 주주 보호방안 마련

- 위 두 사항을 특별위원회 심의·의결을 거쳐 이사회 결의한 후 공시*
- * 주주 보호방안의 경우 주주 소통 결과 등에 따라 변경될 수 있다는 내용 포함

② (2단계) 주주 소통 또는 주주 동의 여부 확인

- 필요시, 주주소통 결과를 반영해 주주보호 방안 수정 결의·공시

③ (3단계) 모회사 이사회 찬반결의

- 특별위원회 심의·의결을 거쳐 이사회의 찬반 결의한 후 자회사 통지 및 공시
- 찬반결의 결과를 공시하면서 주주 소통 또는 주주 동의 여부 확인 결과*, 최종 확정된 주주 보호방안도 한 번에 공시
- * 주주 동의 여부를 확인하지 않은 경우 그 이유

④ (4단계) 상장예비심사 청구*

- * 1단계 ~ 3단계 절차가 완료된 뒤 상장예비심사를 청구하는 것이 좋으나, 거래소와 협의하여 상장예비심사 청구 이후 수행하는 것도 가능

<적용범위>

- ☐ 모회사 이사회 의무는 자회사가 해외시장에 상장하는 경우도 동일하게 적용

<의무위반시 조치>

- 모회사 이사회의 상장규정상 의무 미이행시 위약금(최대 10억원) 및 매매 거래정지(1일)
- 공시의무 미이행시 제재금, 벌점 누적시 상장폐지 실질심사 사유, 불성실공시 법인 지정사실 공시 등

IV 자회사 상장 심사

1. 심사방향

- 중복상장이 일반주주 권익에 부정적 영향을 미칠 수 있고, 코리아프리미엄 달성의 장애요인 중 하나로 지적받고 있는 점을 고려하여 중복상장에 대해 엄격한 심사 기준 정립 (원칙금지·예외허용)
- 중복상장의 경우 지배회사의 지나친 관여로 인해 피지배기업의 계속성 등에 문제가 있을 수 있다는 점에서 자회사의 영업·경영의 독립성을 심사하고,
- 모회사 일반주주 권익 보호 측면에서 (모회사) 투자자 보호를 심사

2. 심사기준

가. 영업 독립성

※ 유가증권시장 상장규정 시행세칙 [별표2의2] 질적심사기준

1) 영업의 독립성

제2호가목1)의 기준을 적용함에 있어 주요 제품 또는 서비스, 관련 시장 또는 매출처, 사업모델 등의 동일성 여부, 관련 산업 또는 공급망에서의 역할, 독자적 제품 개발 또는 사업화 여부 등을 종합적으로 고려하여 판단한다.

* 코스닥시장의 경우 코스닥시장 상장규정 시행세칙 [별표6] 질적심사기준

(1) 의의

- 현행 일반 질적심사기준상 영업의 독립성* 기준에 더해 모·자회사 구조의 특징을 고려한 기준을 추가 고려

* 영업활동의 독자적 수행능력, 주된 영업활동을 의존하는 경우 거래 지속 가능성, 주된 영업활동을 의존하는 법인과 거래 감소시 대체 거래처 확보 여부 등

- 자회사의 주된 영업이 모회사와 실질적으로 유사하거나 모회사에 과도하게 의존하는 경우 자회사의 별도 상장 필요성이 낮고, 모회사가 자회사에 대한 실질적인 지배력을 가지고 있는 점 고려시 자회사 영업(이익)이 모회사로 이전될 가능성

(2) 구체적 심사기준

- (영업 유사성) 자회사의 주요 제품 또는 서비스, 관련 시장 또는 매출처, 사업모델 등이 모회사와 유사하거나, 관련 산업 또는 공급망에서의 역할이 모회사와 유사한지를 심사
 - 동일 산업에 속하더라도 자회사가 모회사와 구별되는 제품군, 고객기반 등을 보유하여 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 이전받아 영업하는 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 추정
 - 다만, 매출·매입 의존도가 높더라도 산업구조상 수직계열화가 불가피하거나, 그룹 내 거래를 통해 원가 절감, 공급안정성 등 영업 효율성이 인정되는 경우로서 그룹 내 거래의 공정성 등을 고려하여 예외적으로 독립성 인정 가능

<심사사례>

- ① 인적분할 후 지주회사 전환을 신청한 사례로, A사의 **매출(85%), 이익(83%) 및 자산(92%)의 대부분을 X사가 차지**하고 있었고, A사의 해외사업이 X사 사업에서 파생되었던 점을 고려할 때 양사의 **경제적 실질이 사실상 동일**하여 영업 독립성을 미충족
- ② B사 매출의 100%를 차지하는 X제품이 모회사 **매출에서도 차지하는 비중이 80%**였으며, 과거 B사는 모회사의 연구개발 과정 중 일부를 담당하였는데 이후 독자 파이프라인에 대한 성과가 없었던 상황으로, **모·자회사간 경제적 실질이 사실상 동일**하여 영업 독립성을 미충족

나. 경영 독립성

※ 유가증권시장 상장규정 시행세칙 [별표2의2] 질적심사기준

2) 경영의 독립성

제2호나목1)의 기준을 적용함에 있어 **주권상장법인 최대주주 및 임·직원 등의 이사회, 감사(위원회), 경영진 등 겸직 상황, 인사·경영관리 시스템 및 주요 경영사항에 대한 의사결정이 주권상장법인으로부터 독립적인지 여부 등을 종합적으로 고려하여 판단한다.**

* 코스닥시장의 경우 코스닥시장 상장규정 시행세칙 [별표6] 질적심사기준

(1) 의의

- ☐ **현행 일반 질적심사기준상 기업지배구조* 관련 기준에 더해 모·자회사 구조의 특징을 고려한 기준을 추가 고려**

* 경영의 독립성(이사회 구성·경영조직의 독립성 등), 경영진 구성(임원 겸직, 사외이사 자격의 적정성), 감사의 독립성 등

- ☐ **통상적인 모·자회사 간 영향력을 넘어 자회사의 지배구조, 경영 관리 체계 및 의사결정 구조가 모회사에 종속된 경우, 자회사 주주에게 귀속되어야 할 이익이 모회사에 의해 침해될 가능성**

(2) 구체적 심사기준

- (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

<심사사례>

- ① 모회사의 최대주주가 장기간 C사 임원을 겸직하였으나 해당 사실을 공시하지 않고 재임기간 과도한 수준의 급여를 수령한 바, 경영 독립성을 충족하지 못한다고 판단
- ② 상장신청인인 A사는 지배기업의 사내이사가 대표직을 겸임한 상황에서 두 기업 간 사업 무관 자금거래, 주식양수도 거래 등 이해상충 소지가 높은 거래가 다수 발생하여 경영 독립성을 충족하지 못한다고 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 의사결정 기구에서 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

다. 투자자 보호

※ 유가증권시장 상장규정 시행세칙 [별표2의2] 질적심사기준

3) 투자자 보호

제2호마목의 기준을 적용함에 있어 다음의 내용을 추가로 심사한다.

가) **주권상장법인의 이사회**가 규정 제78조의2(코스닥시장 상장법인의 경우 코스닥시장 상장규정 제19조의2를 말한다)에 따른 주주영향 평가, 주주 보호방안 마련, 주주 소통 또는 주주 동의여부 확인 및 자회사 통지, 공시규정 제7조제1항제3호가목(8)(코스닥시장 상장법인의 경우 코스닥시장 공시규정 제6조제1항제3호가목(11)을 말한다)에 따른 공시 등 **관련 의무를 충실히 이행**하고, 이를 고려하여 상장신청인의 **상장 추진에 찬성하는 결의**를 하였는지 여부

나) 주권상장법인의 **일반주주**(최대주주등을 제외한 주주를 말한다. 이하 같다) **보호 필요성에 상응하는 주주 보호 노력** 이행 여부

- (1) 일반주주 보호 필요성은 주권상장법인과 별도로 상장신청인을 **상장할 필요성**, 상장신청인의 **산업적 특성 및 미래 성장성**, 주권상장법인과 상장신청인 간 **관계 형성 배경·구조·기간**, 주권상장법인의 유·무형자산 또는 물적·인적자원 등의 **기여도**, 주권상장법인의 **자산·매출·영업이익** 등에서 상장신청인이 차지하는 **비중**, 상장에 따른 주권상장법인의 **지분 희석 정도**, 주권상장법인의 지배주주와 일반주주 사이의 **이해상충 가능성**, 상장신청인의 상장이 **자본시장 발전에 미치는 영향** 등을 종합적으로 고려하여 판단한다.
- (2) 주주 보호 노력 이행 여부는 기업설명회, 주주간담회, 설문조사, 공시 등 **일반주주와의 소통 노력**, 현금·현물배당, 자기주식 소각, 기업가치 제고 계획, 기타 확약사항 등 **구체적인 주주 보호방안** 등을 종합적으로 고려하여 판단한다.
- (3) 주권상장법인의 주주가 주주 보호방안 등에 동의하였는지 여부를 고려하여 판단할 수 있으며, **주권상장법인의 주주 동의가 있는 경우에는 나)의 요건을 충족한 것으로 추정**한다.
- (4) (3)에 불구하고 주권상장법인의 자산·매출·영업이익 대비 상장신청인의 **비중이 거래소가 따로 정하는 기준 미만**(상장신청인의 추정 기업가치 비중이 거래소가 따로 정하는 기준 이상으로서 거래소가 필요하다고 인정하는 경우는 제외한다)인 경우에는 주권상장법인의 **주주 동의 여부를 고려하지 아니**한다.

(5) (3) 및 (4)에 불구하고 상장신청인이 주권상장법인의 **물적분할**(「상법」 제530조의12에 따른 물적분할을 말하며 **영업양도, 현물출자** 등을 포함한다)로 **설립된 회사**로서 주권상장법인의 **주주 동의**가 없는 경우에는 나)의 요건을 충족하지 않은 것으로 본다.

(6) (3) 및 (5)에 따른 주권상장법인의 **주주 동의 여부**는 **출석한 주주의 의결권의 과반수** 및 **발행주식총수의 4분의 1 이상**[의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 **100분의 3**을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 그의 특수관계인, 그 밖에 「상법 시행령」 제38조 제1항 각 호에 해당하는 자가 소유하는 주식을 합산한다)는 그 초과하는 주식은 **제외하고 계산한다**]으로 주주 보호방안 등에 찬성하였는지 여부를 판단한다.

다) 그 밖에 투자자 보호 등을 위해 거래소가 필요하다고 인정하는 기준

* 코스닥시장의 경우 코스닥시장 상장규정 시행세칙 [별표6] 질적심사기준

(1) 의의

□ **중복상장은 모회사 주가 디스카운트가 발생할 가능성이 있어 모회사 일반주주를 보호할 필요**

○ **보호대상인 일반주주의 이익은 일반주주의 총체적 이익을 의미하며 개별주주에게 적용되는 이익을 모두 보호한다는 뜻은 아님**

□ **거래소는 심사과정에서 모회사와 상장신청기업이 주주가치 훼손 우려를 해소하기 위해 합리적이고 실효성 있는 최선의 노력을 다하였는지를 중점 심사할 예정**

(2) 구체적 심사기준

① 모회사 의무 이행 여부

○ **모회사 이사회에 주주영향 평가, 주주보호 방안 마련, 주주소통 또는 주주 동의 여부 확인, 찬·반 결의 및 자회사 통지, 공시 의무가 부여되어 있는 만큼 동 의무 이행을 심사기준으로 요구**

② 모회사 이사회 찬성 결의

- 모회사 이사회 의무 이행 결과, 모회사 이사회가 최종적으로 중복상장에 대한 찬성 결의가 이루어져야 함

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%를 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 발행주식 총수는 1,000주가 아닌 330주로 계산]

<참고사항>

- 일각의 MoM(Majority of Minority, 일반주주 과반동의) 기준 적용 제안의 경우, 주주충실의무 가이드라인(법무부)에서도 MoM은 주주평등원칙에 반하는 측면이 있다는 점 등으로 권고하기 어렵다고 판단한 점을 고려하여 MoM 대신 현재 감사위원 선임시 사용하는 3%를 대안으로 적용
- 한편, MoM과 비교할 때 3%률은 최대주주 뿐만 아니라 대형주주의 영향력을 분산하여 의결구조의 실질적 균형 유지, 개인 소액주주의 대표성 확보 등의 장점이 있을 수 있다는 평가 존재

(3) 심사시 주주동의 여부 차등 고려

① 주권상장법인으로부터 물적분할한 자회사의 중복상장

→ 주주동의 필수 요구

- 물적분할 중복상장은 예측가능성, 모회사 디스카운트 우려 측면 등에서 일반주주 보호 필요성이 가장 큰 점을 감안

② 물적분할, 저비중 자회사가 아닌 일반적 중복상장

→ 주주동의를 받은 경우 주주 보호 노력 기준 충족 추정

주주동의가 없다면 주주 보호 노력을 엄격하게 개별심사

- 해당 중복상장의 개별적·구체적 상황을 종합적으로 고려하여 일반주주 보호 필요성에 상응하는 보호방안이 마련되었는지 심사

- 자회사의 사업자금 조달 필요성 및 대안의 존재 여부, 산업 특성, 모·자회사 관계형성 경위 및 기간, 상대적 비중 등을 기반으로 요구수준 차등화

* 가이드라인에 구체적 심사사례를 지속 업데이트하여 예측가능성 제고 예정

※ [예시] 주주 보호 필요성의 수준 판단 기준

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

③ 저비중 자회사를 중복상장하는 경우

→ **주주동의 면제** (모회사 이사회 주주보호 노력이 있는 경우 기준 충족 추정)

- ①**매출**, ②**영업이익**, ③**자산**이 주권상장법인 대비 자회사의 비중이 모두 10% 미만인 경우

- 다만, 위 세 가지 항목이 모두 10% 미만이더라도 **예상 기업가치***를 고려할 때 **중요 자회사**로 인정되는 경우에는 **특례 미적용**

* 주주영향 평가시 도출된 자회사의 가치, 상장예비심사 청구시 제출한 희망 공모가밴드 등을 통해 판단한 자회사의 기업가치가 모회사의 10%를 초과하는 경우 등

- **저비중** 자회사에 해당하더라도 **물적분할**된 자회사인 경우는 ①에 따라 **주주동의 의무화** 적용

※ **자회사 비중 판단기준**

- ☐ **자산** : 최근 사업연도말 수치 기준
- ☐ **매출·영업이익** : 최근 3개 사업연도의 매출·영업이익 비중의 평균 기준
- ☐ **기업가치(시총)** : (모회사) 최근 사업연도 평균 시가총액
(자회사) 모회사 이사회의 주주영향평가시 도출된 가치 또는
상장예비심사시 제출한 희망공모가밴드 중간값 등
- ☐ **재무제표** : (모회사) 연결재무제표, (자회사) 개별재무제표