

상장회사에 편입된 스타트업의 IPO와 중복상장 심사

상장회사에 인수되어 그 지배를 받게 된 스타트업이 자체 기업공개(IPO)를 추진하면, 그 회사의 실적과 성장성뿐 아니라 모회사와의 관계도 상장심사의 중요한 대상이 됩니다. 상장된 모회사가 지배하는 비상장 회사를 별도로 상장하는 '중복상장'에 해당할 수 있기 때문입니다. 독립된 기업으로 출발한 스타트업도 인수 후의 지배구조에 따라 이 심사를 받게 됩니다.

2026년 8월 3일부터 시행된 거래소 규정과 가이드라인에 따르면 중복상장은 원칙적으로 제한되며, 자회사가 엄격한 심사기준을 충족한 경우에 허용됩니다. 거래소는 자회사가 독립하여 사업을 운영하고 경영사항을 결정할 수 있는지, 별도 상장이 필요한지, 모회사 일반주주를 충분히 보호하는지를 확인합니다. 따라서 상장회사의 투자나 인수를 검토하는 창업자는 거래 후에도 독자적인 사업과 의사결정을 유지할 수 있는지, 향후 상장에 필요한 모회사의 협조를 받을 수 있는지 검토해야 합니다.

1. 인수된 스타트업도 중복상장 대상이 되는 이유

중복상장은 모회사의 사업부를 떼어 만든 회사에만 적용되지 않습니다. 물적분할은 사업부문을 분리해 새 회사를 만들고 원래 회사가 그 주식을 보유하는 방식입니다. 이와 달리 별도로 설립된 스타트업이 상장회사에 인수된 경우에도, 상장 추진 시 규정상 종속회사 등에 해당하면 중복상장 규율이 적용될 수 있습니다.

적용 여부는 거래의 명칭보다 지배관계를 기준으로 판단합니다. 가이드라인은 연결재무제표 대상이 되는 종속회사와 일정한 수직적 지배관계가 있는 계열회사 등을 포함합니다. 후자의 경우 상장회사가 발행주식의 20% 이상을 보유한 계열회사와 그 회사가 다시 50%를 초과해 보유하는 계열회사 등도 대상에 들어갑니다. 여기서 20% 기준은 '계열회사'라는 전제가 있는 기준이므로, 지분을만 떼어 모든 투자에 적용해서는 안 됩니다.

Related Areas

벤처/스타트업팀

Contact

조선희 변호사

T. 02-3477-3003

E. sunheecho@law-lin.com

김현지 변호사

T. 02-3477-8695

E. hyunjeekim@law-lin.com

상장예비심사 신청일 등을 기준으로 최근 1년 이내에 해당 관계에 있었던 회사도 포함됩니다. 따라서 상장 직전에 지분관계를 바꾸었다는 사정만으로 적용대상에서 벗어났다고 판단하기 어렵습니다. 회사는 현재 주주명부뿐 아니라 지분 변동, 연결 범위와 계열관계를 함께 확인해야 합니다.

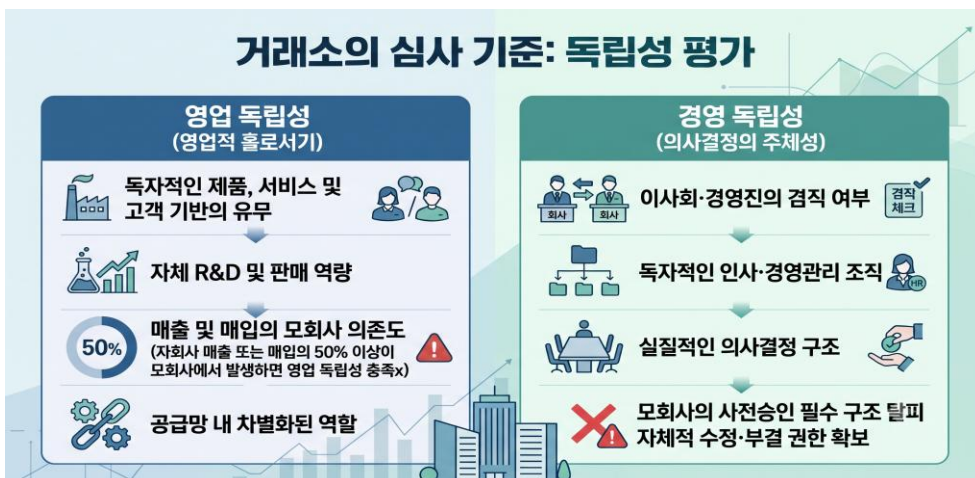
■ 상장회사의 투자를 받기 전에 협의할 경영 권한과 거래조건

상장회사의 지분투자자 자금과 판매망을 확보하더라도, 향후 독자 IPO를 계획한다면 투자 후 이사회 구성, 주요 경영사항에 대한 승인권과 모회사와의 거래조건을 함께 협의해야 합니다. 자회사가 자체 사업을 운영하거나 주요 결정을 내리기 어려운 조건이라면 나중에 독립성을 설명하기 어려울 수 있기 때문입니다.

2. 거래소는 자회사가 독립하여 사업을 운영하고 의사결정을 하는지 심사합니다.

거래소는 영업 독립성과 경영 독립성을 구분하여 심사합니다. 영업 독립성에서는 모회사와 구별되는 제품·서비스 및 고객 기반이 있는지, 자체 연구개발과 판매 역량을 갖추었는지, 모회사에 매출·매입을 과도하게 의존하는지 등을 살펴봅니다. 같은 산업에 속하더라도 공급망에서 담당하는 역할과 제품군이 구별되면 독립성을 인정받을 수 있습니다. 가이드라인에 따르면 자회사 매출 또는 매입의 50% 이상이 모회사에서 발생하면 영업 독립성을 충족하지 못하는 것으로 추정합니다. 다만 산업구조상 수직계열화가 불가피하거나 그룹 내 거래의 효율성이 인정되는 경우에는 거래의 공정성 등을 고려하여 예외를 인정할 수 있습니다. 따라서 이 예외를 주장하려는 회사는 모회사와 거래해야 하는 사업상 이유와 가격 등 거래조건이 공정하게 정해졌다는 근거를 제시해야 합니다.

경영 독립성에서는 이사회·경영진의 겸직, 독자적인 인사·경영관리 조직, 주요 경영사항의 실제 의사결정 구조를 확인합니다. 모회사 인력이 핵심 부서 업무의 대부분을 수행하거나 자회사 이사회가 모든 안건에 관하여 모회사의 사전승인을 받고 수정·부결도 할 수 없는 구조라면 독립성 판단에 불리할 수 있습니다.



■ 거래소의 독립성 심사에 대비하여 자회사가 준비할 사항

구분	거래소가 심사할 사항	심사 대응을 위해 준비할 사항
제품과 고객	자회사가 모회사와 구별되는 사업을 수행하는지	자체 제품·기술·고객군과 공급망에서 담당하는 역할을 정리하여 모회사 사업과의 차이를 설명할 자료 마련
그룹 내 거래	모회사에 거래를 과도하게 의존하거나 불공정한 조건으로 거래하는지	모회사에 대한 매출·매입 비중을 산출하고 거래의 사업상 필요성 및 가격 결정 근거를 뒷받침할 자료 확보
조직과 의사결정	자회사의 이사회와 경영진이 주요 경영사항을 실제로 결정하는지	조직도·권한 규정과 이사회 의사록을 대조하여 실제 결정권자와 독립적인 심의·의결 과정을 설명할 자료 정리

3. 모회사도 주주보호 절차를 이행하고 상장에 찬성해야 합니다.

자회사가 별도로 상장하면 모회사 주주가 간접적으로 보유하던 사업가치에 직접 투자할 수 있는 주식이 생깁니다. 그 과정에서 모회사의 주식가치가 낮게 평가되거나 자회사의 성장 성과가 모회사 일반주주에게 충분히 돌아가지 않을 우려가 있으므로, 모회사 차원의 검토와 보호조치가 요구됩니다.

모회사 이사회는 자회사 상장이 주주에게 미치는 영향을 평가하고, 구체적인 주주보호방안을 마련하며, 주주와 소통하거나 동의 여부를 확인해야 합니다. 이를 바탕으로 상장에 대한 찬반을 결의하여 자회사에 통지하고 관련 내용을 공시합니다. 거래소 심사에서는 이러한 의무의 이행과 모회사 이사회의 최종 찬성 결의를 확인합니다.

주주영향 평가·보호방안과 최종 찬반 결의에 앞서 별도 특별위원회의 심의 절차도 거쳐야 합니다. 위원회는 3명 이상으로 구성하고, 독립이사가 위원장을 맡으며, 독립이사와 자격요건을 갖춘 외부전문가가 위원의 3분의 2 이상이어야 합니다. 최종안은 위원장의 지위와 구성 비율 요건을 모두 충족하도록 정하였습니다.

모회사는 주주보호방안을 제시할 때 언제, 어떤 수단과 조건으로 이행할지 밝혀야 하며 실제로 실행할 수 있어야 합니다. 가이드라인은 현금배당, 자기주식 소각, 자회사 주식의 현물배당, 모회사 기업가치 제고와 일정한 확약 등을 예시로 들고 있습니다. 모회사는 자회사 상장이 일반주주에게 미치는 영향을 평가한 뒤 그에 맞는 보호방안을 마련해야 합니다.

4. 물적분할 자회사와 일반 자회사는 모회사 주주동의의 기준을 달리 적용받습니다.

물적분할로 설립된 자회사는 모회사 주주동의가 필수입니다. 가이드라인상 해당 범위에는 영업양도·현물출자 등을 통한 설립도 포함되므로 실제 설립 경위를 확인해야 합니다. 반면 독립 기업을 인수한 경우 등 일반 자회사는 주주동의를 받으면 주주보호 노력 요건을 충족한 것으로 추정하고, 동의가 없으면 보호노력의 충분성을 엄격하게 개별 심사합니다. 다만 주주동의를 받았더라도 영업·경영 독립성과 일반 상장기준은 별도로 충족해야 합니다.

■ 자회사 유형별 모회사 주주동의의 요건과 예외

자회사 유형	모회사 주주동의의 요건과 예외
물적분할 자회사	모회사 주주동의가 필수입니다. 저비중 요건에 해당하더라도 주주동의의 의무가 적용됩니다.
일반 자회사	주주동의를 받으면 주주보호 노력 요건을 충족한 것으로 추정합니다. 동의를 받지 않으면 거래소가 별도 상장의 필요성, 모·자회사 관계가 형성된 경위, 주주보호방안의 실효성 등을 엄격하게 개별 심사합니다.
저비중 자회사	정해진 요건을 충족하면 주주동의가 면제됩니다. 다만 물적분할 자회사에는 적용되지 않고, 재무 비중이 낮더라도 예상 기업가치에 따라 중요 자회사로 인정되면 특례가 배제될 수 있습니다.

저비중 판단에서는 모회사 대비 자회사의 매출·영업이익·자산 비중이 모두 10% 미만이어야 합니다. 자산은 최근 사업연도 말, 매출·영업이익은 최근 3개 사업연도 비중의 평균을 기준으로 하며, 모회사는 연결재무제표, 자회사는 개별재무제표를 사용합니다. 재무 비중이 낮더라도 예상 기업가치를 고려하여 중요 자회사로 인정되면 특례가 적용되지 않을 수 있습니다. 현재 매출이 작지만 높은 기업가치를 인정받는 스타트업은 재무 비중만으로 면제 여부를 판단하지 말고 예상 기업가치에 따른 특례 배제 가능성도 검토해야 합니다.

주주동의의 판단에는 3%를 초과하는 의결권을 제한하는 방식이 적용되며, 최대주주는 특수관계인 등의 지분을 합산합니다. 참여 의결권의 과반수와 계산상 발행주식총수의 4분의 1 이상이 찬성해야 합니다. 3% 초과분은 발행주식총수 산정에서도 제외되므로 실제 발행주식 수에 단순히 4분의 1을 곱해서는 안 됩니다. 전자투표를 실시하더라도 중복상장에서는 이 요건이 면제되지 않습니다.

5. 자회사가 별도로 자금을 조달해야 하는 이유를 설명해야 합니다.

자회사의 연구개발·시설투자 등에 대규모 자금이 필요하고 이를 자체적으로 조달해야 한다면 별도 상장의 필요성을 설명할 수 있습니다. 회사는 필요한 자금의 규모와 투입 시기, 용도를 사업계획으로 제시해야 합니다. 반면 재무적 투자자와의 IPO 약정을 이행하거나 투자금을 회수하려는 목적만으로 상장을 추진한다면, 모회사 주주의 이익을 희생하는 것은 아닌지가 문제될 수 있습니다. 가이드라인도 이러한 경우에는 모회사 주주를 보호할 필요가 더 크다고 판단할 수 있음을 밝히고 있습니다.

모회사와 자회사는 자회사 상장으로 조달한 자금을 어디에 사용할지, 사업 성장의 이익이 모회사 주주에게 어떻게 돌아갈지 설명할 수 있어야 합니다. 모회사 주주에게 예상되는 불이익이 있다면 이를 줄이기 위해 어떤 보호조치를 언제 시행할지도 제시해야 합니다.

■ 가상사례 : 상장회사에 인수된 기술기업

상장회사 A가 기술기업 B를 인수했고, B는 자체 연구인력·제품·외부 고객을 바탕으로 생산설비 확충을 위한 IPO를 추진한다고 가정하겠습니다. B가 물적분할로 설립되지 않았더라도 A의 종속회사라면 중복상장 심사대상이 될 수 있습니다. B는 자체 사업기반을 제시하여 독립성을 설명하고, 설비투자에 필요한 자금 규모와 용도로 별도 상장의 필요성을 뒷받침해야 합니다. A도 이사회 심의와 주주보호 절차를 이행해야 하며, 주주동의를 생략할 수 있는지는 B의 매출·영업이익·자산 비중과 예상 기업가치를 확인하여 판단해야 합니다.

상장회사와 투자·인수 조건을 협의하는 회사라면 거래 후 이사회 구성과 주요 경영사항의 결정권, 기술·인력·고객을 관리할 주체, 향후 IPO에 필요한 모회사의 협조 범위를 계약 협상에서 다룰 필요가 있습니다. 이미 상장을 준비 중이라면 이사회 의사록과 내부거래 내역 등으로 실제 독립성을 설명할 수 있는지 주관사·모회사와 확인해야 합니다. 기존 투자계약에 IPO 의무가 있다면 투자자의 동의권·상환권 등도 살펴, 심사 일정이나 상장 방식이 바뀔 때 어떤 동의 또는 계약 변경이 필요한지 검토해야 합니다.

상장회사의 자회사가 된 이후 독자 IPO를 추진하려면, 투자·인수 당시 정한 권한과 거래조건이 독립성 심사에 어떤 영향을 주는지부터 확인해야 합니다. 상장 준비 단계에서는 이를 실제 운영 자료로 뒷받침하고, 모회사의 이사회 심의와 주주보호 절차가 상장 일정에 맞추어 진행될 수 있도록 협의할 필요가 있습니다.

본 뉴스레터에 대해 더 자세히 알고 싶으시거나 기타 문의사항이 있으신 경우,
언제든지 린 벤처·스타트업팀(Tel. 02-3477-8695)으로 연락하여 주시기 바랍니다.