

지배구조 이슈

다시 지배구조가 부각되는 시기

Industry Note | 2017. 3. 15

소액주주권 강화, 인적 분할 시 자사주 활용 금지 등 상법개정안, 3월 임시국회 또는 이후 입법화 예상. 이는 대주주 경영권 견제 확대 통한 디스카운트 요인 해소 및 시행일 이전 지주회사 전환 러시로 이어져 당해 기업들의 가치 상승 기대. 삼성전자도 인적 분할 통한 지주회사 전환 예상

발의된 경제민주화 법안들의 입법화 가능성 높음

소액주주권 강화 등 상법개정안 국회통과 시도는 3월 임시국회 이후에도 지속될 전망. 발의된 주요 경제민주화 법안들 입법화 될 가능성 높음

우선적으로 논의 중인 법안은 상법개정안들로 시행될 경우, 소액주주권 강화에 따른 대주주 경영권 견제 확대, 인적 분할 시 자사주 활용 금지에 따른 지주회사 전환 인센티브 축소 등이 예상됨. 이는 경영 및 지배구조 투명화와 주주가치 제고에 따른 밸류에이션 디스카운트 해소, 그리고 개정안 시행일 이전 지주회사 전환 러시로 이어질 전망. 특히, 지주회사 전환은 중견 기업들을 중심으로 이미 진행 중

소액주주권 강화와 지주회사 전환에 따른 기업가치 상승 기대

다중대표소송제 도입, 감사위원 분리선출 및 사외이사 독립성 강화, 집중투표제 및 전자투표제 의무화 등이 현실화될 경우, 소액주주권 강화되어 지배주주의 지분이 높더라도 경영권 견제 가능. 결국, 배당 확대 등 주주가치 제고, 기업지배구조 디스카운트 해소에 따른 기업가치 상승 기대

인적 분할 시 자사주 활용 금지 시행 가능성에 따라, 현대중공업 등 이미 지주회사전환 결의한 기업들, 삼성전자 등 전환 예상되는 기업들에 대한 시장관심 지속 중. 기본적으로 지주회사 전환은 (1)자사주를 활용한 지배력 강화, (2)인적 분할에 따른 합계 시가총액 상승, (3)순환출자 해소 위한 자산매각(현금유입) 등으로 인해 기업과 투자자의 윈윈게임

삼성그룹 지배구조 이슈 재개 가능성

지주회사 전환 검토 중인 삼성전자가 인적 분할 시 자사주(12.7%, 약 36조 원) 활용하고자 한다면 상법개정안 등의 국회 통과 여부 및 시행 시점에 따른 변수 있으나, 가장 빠른 시행 가능 시점이 7월이라는 점에서, 보수적으로 4월까지 이사회 분할 결의 필요. 삼성전자 인적 분할 시, 이에 따른 삼성생명 지주회사체제 전환, 삼성물산 지주회사체제 전환 등 연쇄반응 및 지배구조 개편 마무리 예상



Analyst 김동양
02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com

RA 김수연
02)768-7617, sooyeonkim@nhqv.com

I. 경제민주화에 따른 기업가치 상승 가능성

1. 소액주주권 강화에 따른 가치부각 기대

주주가치 제고 및 지배구조 디스카운트 해소 전망

2월 임시국회에서 소액주주권 강화, 인적 분할 시 자사주 활용 금지 등 상법개정안 통과가 무산되었으나, 국회통과 시도는 3월 임시국회 이후에도 지속될 것으로 전망된다. 결국, 20대 국회에서 발의된 주요 경제민주화 법안들이 입법화될 가능성은 높은 것으로 판단된다.

우선적으로 논의 중인 소액주주권 강화는 다중대표소송제 도입, 감사위원 분리선출 및 사외이사 독립성 강화, 집중투표제 및 전자투표제 의무화 등을 내용으로 하고 있다. 이것이 현실화될 경우, 소액주주의 이사회에 대한 영향력 확대(독립적인 이사 또는 감사 선임 가능), 소액주주 의결권의 사표화 방지, 자회사에 대한 경영 감시 강화 등이 가능해져, 지배주주의 지분이 높더라도 소액주주들의 경영권 견제가 용이해질 것으로 예상된다. 이는 배당 확대 등 주주가치 제고, 경영 및 지배구조 투명화를 통한 밸류에이션 디스카운트 해소 등을 통해 전반적인 기업가치 상승으로 이어질 것으로 기대된다.

표 1. 소액주주권 강화 장치: 도입 또는 의무화될 경우 대주주 경영권 견제 가능

제도	내용 및 의의
다중대표소송제	- 모회사 주주가 불법행위를 한 자회사 혹은 손자회사 임원들을 상대로 손해배상소송을 낼 수 있는 제도. 여러 자회사들을 지배하고 있는 지주회사에 대한 소액주주권 강화
감사위원 분리선출	- 주주총회에서 감사위원이 되는 이사를 대주주가 뽑은 이사 중에서 선출하지 않고 대주주로부터 독립적인 지위를 갖도록 별도로 선임하는 것. 감사위원 선임 단계부터 대주주 의결권을 3%로 제한. 이사회 독립성 강화
집중투표제	- 이사회에서 2명 이상의 이사 선임시, 1주당 선임하는 이사수와 동일한 수의 의결권 부여. 투표결과 최다수를 얻은자부터 순차적으로 이사에 선임되므로, 소액주주들이 자신을 대표하는 사람을 이사로 선임하거나, 대주주가 내세운 후보 중 문제 있는 사람이 이사에 선임되는 것 저지할 수 있음. 이사회 독립성 강화
전자투표제	- 주주가 주주총회에 출석하지 않고도 인터넷에 접속해 의결권 행사. 소액주주 의결권 행사 강화

자료: NH투자증권 리서치본부

표 2. 2월 국회에서 처리가 불발된 야 4 당의 상법개정안들: 다양한 소액주주권 강화를 내용으로 함

정당		더불어민주당	국민의당	정의당	바른정당
대표발의자		김종인	채이배	노회찬	오신환
발의일		2016-07-04	2016-08-18	2016-09-02	2017-02-14
주요내용	다중대표소송제 도입	○	○	○	○
	집중투표제 의무화	○	○	○	n/a
	사외이사 독립성 강화	○	n/a	○	n/a
	감사위원 분리선출	○	○	○	○
	전자투표제 의무화	○	○	○	△
시행일		공포 후 1년 경과한날부터	공포 후 1년 경과한날부터	공포 후 6개월 경과한날부터	공포 후 1년 경과한날부터

주: '인적 분할 시 자사주 활용 금지'는 별도로 발의된 상법개정안 및 공정거래법개정안으로 논의 중

자료: NH투자증권 리서치본부

2. 지주회사 전환에 따른 기업가치 상승 가능성

입법 시, 개정안 시행일 이전 지주회사 전환 러시 가능성

일반적으로 인적 분할 통해 지주회사로 전환 할 경우, 지주회사는 기존의 자사주를 그대로 보유하면서, 그 자사주에 신주를 배정받아 지배력을 강화한다. 상법 개정안은 자사주에 대한 신주배정을 금지함으로써, 공정거래법 개정안은 인적 분할 이전에 자사주 소각을 강제함으로써 지주회사 전환 인센티브를 축소하는 것을 주요 내용으로 하고 있다.

자사주를 일정 수준 이상 보유하고 있고, 지배주주 지분이 높지 않으면서, 지주회사 전환을 고려하는 기업이라면, 개정안들이 국회에서 통과될 경우, 시행일 이전에 지주회사 전환의 첫 단계인 인적 분할을 마무리해야 자사주를 활용할 수 있다. 따라서, 개정안 시행일 이전까지 지주회사 전환 러시가 예상된다. 특히, 지주회사 전환은 2017년 7월 지주회사 자산총액 요건 상향(1,000억원→5,000억원)과 맞물려 중견기업들을 중심으로 이미 진행 중이다.

표 3. 인적 분할 시 자사주 활용금지 관련 경제민주화 법안들: 내용은 대동소이, 차이점은 국회 의결 시 시행일까지의 유예기간

정당	더불어민주당	더불어민주당	더불어민주당	바른정당
대표발의자	박용진	제윤경	박용진	오신환
발의일	2016-07-12	2016-11-24	2016-12-29	2017-02-14
개정 대상 법률	상법	공정거래법	공정거래법	상법
주요 내용	신설회사는 분할 또는 분할 합병 때 분할회사 보유 자사주에 대하여 신주 배정할 수 없도록 함	지주회사로 전환하기 위해 인적분할 하려는 경우 미리 자사주를 소각하도록 함	회사가 분할하는 경우, 존속 회사가 보유하는 자사주에 대해 신설회사가 배정한 신주의 의결권 행사 금지함	신설회사는 분할 또는 분할 합병 때 분할회사 보유 자사주에 대하여 신주 배정할 수 없도록 함
시행일	공포 후 3개월 경과한날부터	공포한 날부터	공포 후 6개월 경과한날부터	공포 후 1년 경과한날부터

자료: NH 투자증권 리서치본부

표 4. 2016년 이후 지주회사 전환 발표한 자산 5,000억원 이하 기업

(단위: 십억원, %)

기업	지주사명	지주사전환발표일	총자산	자사주
샘표식품	샘표	2016년 02월 23일	257.3	30.4
홈센타	홈센타홀딩스	2016년 07월 14일	145.3	2.7
제일약품	제일약품	2016년 09월 08일	445.2	14.2
유비쿼스	유비쿼스홀딩스	2016년 10월 07일	260.0	10.3
AP 시스템	APS 홀딩스	2016년 10월 14일	299.0	9.8
이녹스첨단소재	이녹스	2017년 1월 6일	303.6	9.0

자료: NH 투자증권 리서치본부

지주회사 전환은 기업과 투자자의 원원게임

인적 분할 시 자사주 활용 금지의 시행 가능성에 따라, 현대중공업 등 이미 지주회사 전환을 결의한 기업들, 삼성전자 등 전환 예상되는 기업들에 대한 시장의 관심 지속되고 있다. 기본적으로 인적 분할을 통한 지주회사 전환은 (1)자사주를 활용한 지배력 강화, (2)인적 분할에 따른 합계 시가총액 상승, (3)순환출자 해소 및 금산분리를 위한 자산매각(현금유입) 등으로 인해 기업과 투자자의 원원게임으로 평가된다. 과거 SK, CJ 등 대기업 사례부터 2016년 인적 분할 기업들까지 지주회사 전환 과정에서 시가총액 상승한 것이 일반적이다. 아울러, 현대미포조선처럼 지배구조 최말단 기업의 자산매각(순환출자 해소 위한 지주회사 지분 매각)과 금산분리를 위한 금융계열사 지분매각은 현금유입 측면에서 기업가치에 긍정적이다.

야당이 자사주 활용 금지를 강하게 주장하는 상황에서 지주회사 전환이 부담스러울 수 있으나, 최근 바른정당의 ‘국회 통과 시 시행까지 1년 유예’ 절충안 발의를 볼 때, 법률안이 통과되더라도 이에 따라 ‘공식적으로 마지막 지주회사 전환 기회’를 갖게 될 가능성을 배제할 수 없다.

표 5. 인적 분할 통한 지주회사 전환은 시가총액 상승으로 귀결: 대형 지주회사와 2016 년의 사례

	분할결정공시일	분할결정공시일 이후 누적 수익률(%)					
		절대수익률			상대수익률		
		분할기일	신규상장일	상장후1개월	분할기일	신규상장일	상장후1개월
SK	2007-04-11	44.6	93.3	51.7	29.4	60.9	33.4
CJ	2007-06-12	4.6	9.2	44.2	-3.7	-3.3	26.9
샘표	2016-02-23	48.6	81.6	80.0	44.8	74.8	73.6
일동홀딩스	2016-03-09	10.5	12.1	-2.4	6.5	7.9	-7.0
유비쿼스	2016-10-07	11.7	N/A	N/A	9.9	N/A	N/A
크라운제과	2016-10-21	12.0	N/A	N/A	9.1	N/A	N/A
AP 시스템	2016-10-14	9.4	N/A	N/A	6.0	N/A	N/A

주: 시가총액 기준, 신규상장일 및 상장 후 1개월은 분할된 기업들의 합계 시가총액으로 계산

자료: NH투자증권 리서치본부

표 6. 20 대 국회에서 발의된 경제민주화 법안들(1)

법인세법 개정안 (지주회사 전환 인센티브 축소1)	발의자/발의연월일	- 박영선 외 더불어민주당 의원 10인 / 2016년 6월 7일
	주요내용	- 지주회사 전환 중(인적분할의 경우) 자기주식에 대해 분할신주를 배정하는 것에 양도손익이 있는 것으로 보아 과세 적용
	영향	- 통과시, 시행일 이전 지주회사 전환 러시 가능성
독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안 (공익법인 의결권 제한)	발의자/발의연월일	- 박용진 외 더불어민주당 의원 11인 / 2016년 6월 8일
	주요내용	- 상호출자제한기업집단에 속하는 회사를 지배하는 동일인의 특수관계인에 해당하는 공익법인은 이미 100%의 지분을 보유하고 있는 경우를 제외하고는, 취득 또는 소유하고 있는 주식 중 동일인이 지배하는 회사의 국내 계열회사 주식에 의결권을 행사할 수 없도록 함
	영향	- 계열 공익법인 지분율 높은 주요기업들의 의결권 대체 확보 위한 구조변화 가능성
보험업법 개정안 (보유 유가증권의 시기평가)	발의자/발의연월일	- 이종걸 의원 외 더불어민주당 의원 11인 / 2016년 6월 22일
	주요내용	- 자산운용비용 산정시 채권 및 주식 소유의 합계액은 취득원가 아닌 시가(재무제표상의 가액)를 기준으로 함. 자산운용비용 3% 초과 계열사 지분 보유분은 7년 이내에 해소해야 함(매년 20% 이상)
	영향	- 삼성생명 보유 삼성전자 지분 상당부분 처분 이슈
상법개정안 (소액주주권 강화)	발의자/발의연월일	- 김종인 외 국회의원 122인 / 2016년 7월 4일
	주요내용	- (1)다중대표소송을 도입하여 모회사 지분율 1% 이상의 주주가 자회사 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 수 있도록 함 (2)대표소송 제기 후 합병 등으로 주주 자격을 상실한 경우에도 대표 소송 효력 인정 (3)일정 규모 이상의 상장사에서 2인 이상의 이사 선임시 소수주주권으로 집중투표 청구를 배제할 수 없도록 하여 집중투표제 의무화 (4)최대주주 및 특수관계인은 사외이사 후보추천위원회 위원이 될 수 없도록 하고 상장사 및 계열사 과거 임직원까지 결격 요건 확대하며 우리사주조합 및 소액주주가 각 1인 이상의 후보자를 추천할 수 있게 하여 각 1인 이상 반드시 사외이사로 선임 (5)의무적 감사위원회 설치 상장사는 감사위원회 이사를 다른 이사들과 분리하여 선임 (6)일정 주주 수 이상의 상장사의 경우 전자투표제 단계적 의무화
	영향	- 소액주주권 강화로 대주주 경영권 견제 용이
상법 개정안 (지주회사 전환 인센티브 축소2)	발의자/발의연월일	- 박용진 의원 외 더불어민주당 의원 10인 / 2016년 7월 12일
	주요내용	- 회사가 분할·분할합병할 경우 신설회사는 분할회사가 보유하는 자사주에 대하여 신주 배정을 금지하고 분할승계회사에 대하여는 신주발행 및 자사주 교부 금지
	영향	- 통과시, 시행일 이전 지주회사 전환 러시 가능성
독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안 (일감몰아주기 규제 강화)	발의자/발의연월일	- 채이배 외 국민의당 의원 11인 / 2016년 8월 5일
	주요내용	- 일감몰아주기 규제대상 계열회사에 대한 개인대주주 지분요건을 20% 로 통일함 (기존법률은 상장회사 30%, 비상장회사 20%)
	영향	- 지배주주 일가 지분율 높은 주요 기업들의 M&A 활성화(일감몰아주기 비율 축소) 또는 지배주주일가 지분 축소 가능성
독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안 (기존 순환출자 금지)	발의자/발의연월일	- 최윤열 의원 외 더불어민주당 의원 24인 / 2016년 9월 2일
	주요내용	- 2014년 동법의 개정으로 신규 순환출자 금지하고, 기존순환출자에 공시의무를 부과함으로써 자발적 해소를 유도하고자 했으나 여전히 94개의 순환출자 고리 존재하여 기존순환출자 3년 이내 해소 의무화
	영향	- 지주회사 체제 아닌 기업집단들의 기존순환출자 해소 이슈. 기존순환출자 해소 이후 또는 동시에 금산분리 해소 통한 지주회사 전환 가능성 상승

자료: 국회의안정보시스템, NH 투자증권 리서치본부

표 7. 20 대 국회에서 발의된 경제민주화 법안들(2)

법인세법 일부개정 법률안(법인세율 인상)	발의자/발의연월일	- 박영선 의원 외 더불어민주당 의원 10인 / 2016년 9월 26일
	주요내용	- 법인세 최고세율을 22%(과세표준 200억원 초과 구간)에서 25%(과세표준 500억원 초과 구간)로 상향(2017년 23%, 2018년 24%, 2019년 25%로 단계적 적용)
	영향	- 법인세율 2008년 이전으로 환원. 기업의 법인세 부담 증가에 따른 투자, 배당 위축 우려
독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안 (지주비율 및 지주회사 행위제한 강화)	발의자/발의연월일	- 채이배 의원 외 국회의원 20인 / 2016년 10월 21일
	주요내용	- (1)지주회사 요건 중 주주가액 합계를 자회사 주식에서 보유 계열회사 주식 전체로 확대 (2)지주회사의 두 개의 자회사가 하나의 손자회사 동시보유 금지 (3)지주회사의 행위제한 강화
	영향	- 지주비율 계산 엄격화로 일부 비지주회사 강제 지주회사 전환 가능성. 기존지주회사는 행위 제한 강화로 추가비용 부담 발생
독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안 (지주회사 전환 인센티브 축소3)	발의자/발의연월일	- 제윤경 의원 외 국회의원 10인 / 2016년 11월 24일
	주요내용	- 상호출자제한기업집단 소속 회사가 지주회사로 전환하기 위하여 인적분할을 하려는 경우 미리 자사주를 소각하도록 함
	영향	- 시행일 이전 지주회사 전환 러시 가능성
독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안 (공정위 전속고발권 폐지)	발의자/발의연월일	- 이연주 의원 외 국회의원 10인 / 2016년 11월 30일
	주요내용	- 공정위의 전속고발권 폐지 - 상장사의 계열회사 지분요건을 비상장회사와 동일하게 20%로 강화 - 대기기업집단의 자산 기준을 5조원으로 명시
	영향	- 기업의 불공정행위에 대한 고발 강화
독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안 (금융회사 의결권 제한)	발의자/발의연월일	- 제윤경 의원 외 더불어민주당 의원 12인 / 2017년 1월 18일
	주요내용	- 현행 의결권 행사 한도는 그대로 유지하되 금융□보험회사의 의결권 한도는 3%를 넘지 못하도록 하고 계열사 간의 합병 등에 대한 의결권 행사 제한
	영향	- 삼성생명 보유지분 의결권 제한으로 삼성전자 지배력 약화
특정재산범죄수익 등의 환수 및 피해구제에 관한 법률안 (범죄수익 국가환수)	발의자/발의연월일	- 박영선 의원 외 국회의원 64인 / 2017년 2월 28일
	주요내용	- 횡령과 배임으로 취득하거나 제 3자로 하여금 취득하게 한 재물이 50억원 이상일 경우 법원에 환수대상재산의 국고 귀속을 청구하도록 하되, 특정재산범죄가 범인 외의 자를 위하여 행하여지고 환수대상재산을 취득한 경우 이도 환수 청구할 수 있도록 함.
	영향	- 삼성그룹, 롯데그룹 등 지배주주일가 재산 일부 몰수 가능성

자료: 국회의안정보시스템, NH 투자증권 리서치본부

II. 삼성그룹 지배구조 이슈 재개 가능성

1. 상법개정안 시행 시점과 맞물린 삼성전자의 인적 분할

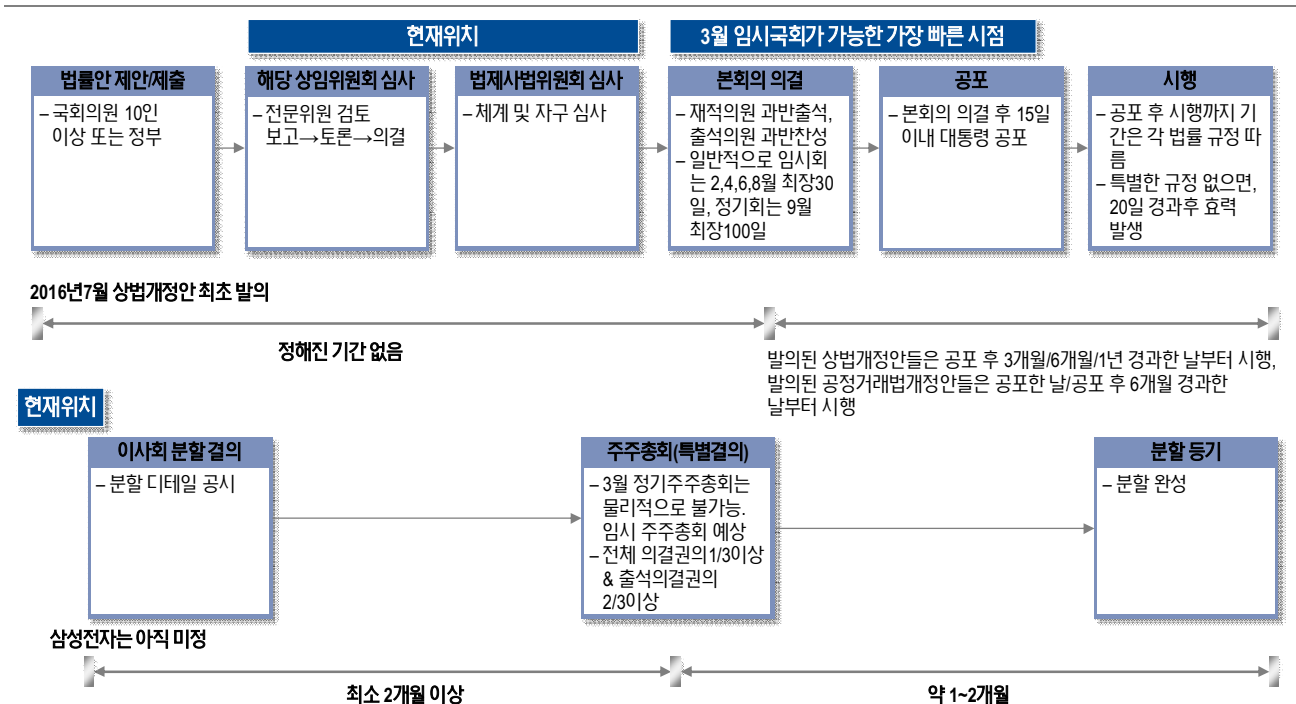
**삼성전자 자사주 활용
위해, 보수적으로
4월까지 이사회 분할
결의 필요**

지주회사 전환을 검토 중인 삼성전자가 자사주(12.7%, 약 36조원)를 활용할 수 없다면, ‘인적 분할-주식교환’을 통한 지주회사 전환(지배주주의 지배력 강화)은 무의미하다. 따라서, 자사주를 활용하고자 한다면 상법개정안 등 관련 경제민주화법안 시행일 이전에 분할 등기를 마무리해야 한다.

인적 분할 시 자사주 활용을 금지하는 상법개정안은 2월 임시국회에서 처리가 무산되었으나, 3월 임시국회 이후에도 국회 통과 노력이 지속될 전망이다. 더불어민주당의 상법개정안은 본회의 의결 이후 3개월 경과일에 시행되도록 규정하고 있으므로 가장 빠른 시행 가능 시점은, 3월 임시국회 처리를 가정할 경우 7월이다. 기업의 ‘이사회 분할결의-주주총회 특별결의-분할 등기’ 과정에 최소 3개월 이상 소요되는 점을 감안하면, 삼성전자 입장에서 보수적으로 4월까지의 이사회 분할 결의가 필요하다.

법률안 시행 이전까지는 ‘합법적인’ 자사주 활용 추진과 관련하여, 최근 바른정당의 ‘국회 통과 시 시행까지 1년 유예’ 절충안 발의, 향후 지배구조 규제 강화 가능성(기존순환출자 해소, 금산분리 등) 등을 감안하면, 삼성전자가 36조원에 달하는 자사주 활용 및 향후 그룹 지배구조 개편의 초석이 될 지주회사 전환을 포기할 가능성은 커 보이지 않는다.

그림 1. 법률안 처리과정과 인적 분할 절차의 타임라인: 자사주 활용 위해서는 시행일 이전 분할 등기 필요



자료: NH 투자증권 리서치본부

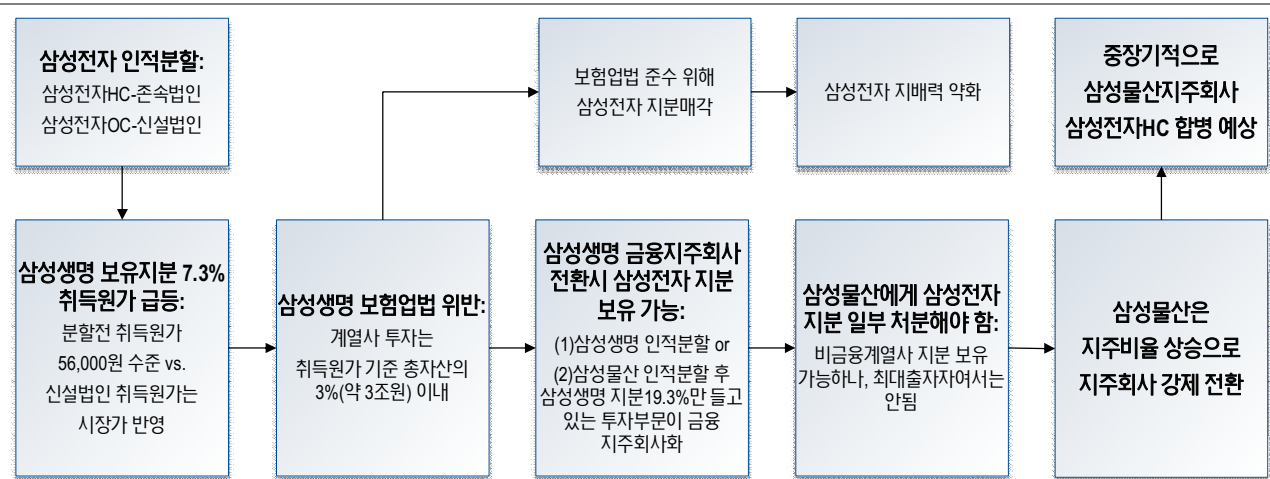
2. 삼성전자 인적 분할에 따른 연쇄반응

삼성생명, 삼성물산도 지주회사체제 전환 필요

삼성전자의 인적 분할은 삼성생명의 지주회사체제 전환으로, 이는 또다시 삼성물산의 지주회사체제 전환으로 이어지는 연쇄반응을 피할 수 없다. 삼성전자에 대한 최대출자가 금융회사인 삼성생명(7.3%)이어서 다양한 규제를 받고 있기 때문이다.

보험업법상 삼성생명은 취득원가로 계산한 계열사 지분들을 자산운용비율 3%이내에서 보유할 수 있는데, 삼성전자 인적 분할 시, 신설법인에 대한 취득원가(기존 약 56,000원)가 시장가를 반영하여 급등하게 되어 보험업법을 위반하게 된다. 해결 방안으로 삼성생명은 보유 삼성전자 지분 대부분을 매각하기보다는, 금융지주회사체제로 전환하여 최대출자 지위에서만 내려오면서, 보유지분을 상당부분 유지할 것으로 예상된다. 특히, 차순위 출자자인 삼성물산(4.2%)과의 거래를 통해 삼성전자 지분 거래 규모를 최소화할 수 있다. 이 경우, 삼성물산은 삼성전자의 최대출자가 되면서 지주비율(=투자자산가액/총자산)이 50%를 상회하게 되어 공정거래법상 지주회사 전환이 불가피할 전망이다.

그림 2. 삼성전자 인적 분할에 따른 연쇄반응



자료: NH 투자증권 리서치본부

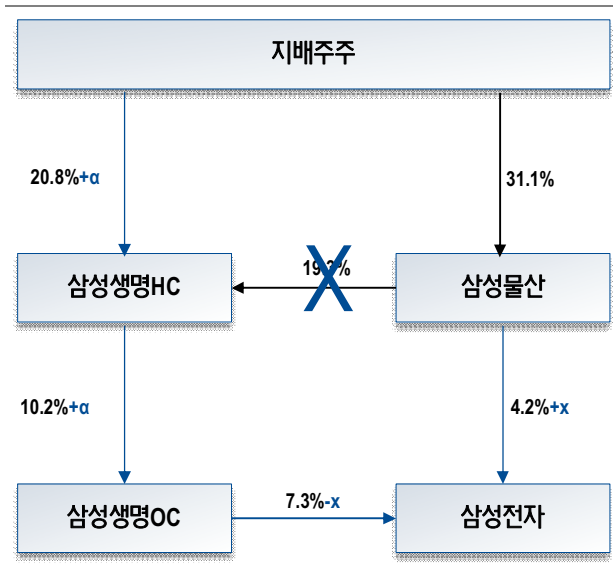
최대주주일가가 금융지주회사와 비금융지주회사를 각각 지배하는 구조 예상

삼성생명이 금융지주회사체제로 전환하는 데에는 (1)삼성생명이 ‘인적 분할-주식교환’ 통해 직접 금융지주회사체제로 전환하거나, (2)삼성생명을 19.3% 보유하고 있는 삼성물산이 인적 분할(금융 투자자산-비금융 투자자산 및 영업)하여, 각각 금융지주회사와 비금융지주회사로 전환하는 방식이 있다.

어느 방식이든 최대주주일가가 금융지주회사와 비금융지주회사를 각각 지배하는 지배구조를 완성할 수 있으나, 지주회사의 자회사 최소지분 확보, 삼성전자 지분거래 등을 위한 자금 확보를 위해 유예기간을 최대한 활용할 것으로 전망된다.

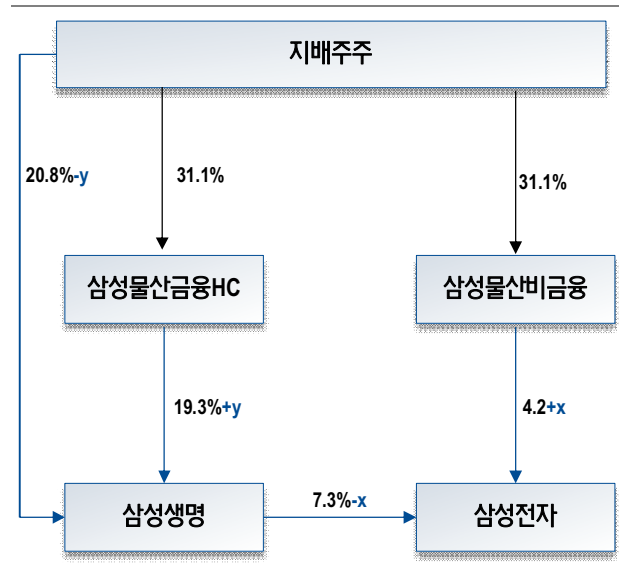
한편, 비금융부문의 경우 ‘삼성물산(지주회사)→삼성전자 지주회사→삼성전자 영업회사→삼성디스플레이’로 이어지는 구조가 예상되는데, 지주회사(삼성물산)의 손자회사인 삼성전자 영업회사의 자회사(지주회사의 증손회사) 확장 한계(공정거래법상 100% 자회사만 가능)를 고려할 때, 중장기적으로 삼성물산(지주회사)과 삼성전자 지주회사간의 합병이 필요할 것으로 보인다.

그림 3. (시나리오 1)삼성생명 인적 분할



자료: NH 투자증권 리서치본부

그림 4. (시나리오 2)삼성물산 인적 분할



자료: NH 투자증권 리서치본부

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 3월 10일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
76.4%	23.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 "삼성전자"를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.