

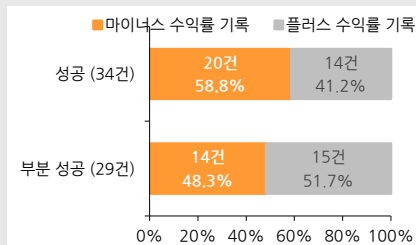


ESG

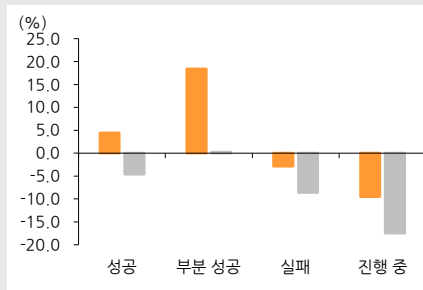
거버넌스 임팩트 : ② 행동주의, 표결·이행·엑시트를 분리해 추적해야 한다

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

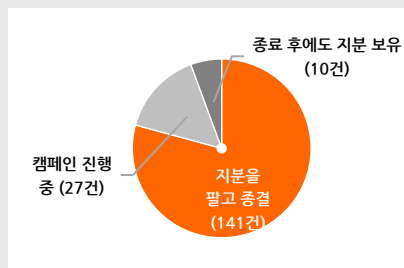
[성공 판정도 보유수익률을 보장하지 않았음]



[주주행동주의 결과별 평균 수익률]



[국내 행동주의 다수는 지분 매도로 종결]



국내 주주행동주의 캠페인 178 건을 분석한 결과, 개시일 주가 반응과 성공 판정만으로는 이후 투자성과를 설명하기 어려웠습니다. 발표일에 주가가 상승한 96 건 가운데 59 건(61.5%)은 1년 뒤 마이너스 수익률을 기록했고, 성공으로 판정된 34 건 가운데 20 건(58.8%)도 캠페인 기간 보유수익률이 마이너스였습니다.

투자자는 캠페인 개시일 주가 반응, 지분 구조, 표결 결과, 실제 이행 공시, 행동주의 주체의 지분 변동을 분리해 추적해야 합니다.

① 행동주의 공시는 매수 신호가 아님

행동주의 관련 공시 직후의 주가 상승은 이후 1년 수익률을 예측하지 못함. 개시일 주가 반응은 투자 판단의 결론이 아니라, 요구의 실현 가능성과 지분 구조를 분석하는 출발점

② 장기화와 수익률의 양(+)의 관계는 극단값에 민감

캠페인 지속기간과 수익률 사이에는 전체 표본에서 양(+)의 상관관계가 관찰. 수익률 +100% 초과 8건을 제외하면 상관관계수는 +0.094로 낮아지고 통계적 유의성도 사라짐. 캠페인이 장기화될수록 수익률을 일관되게 높인다는 증거는 확인되지 않음

③ 국내 행동주의의 기본형은 조기 엑시트

전체 178건 가운데 141건(79.2%)은 지분 매도로 종결. 캠페인 종료 후에도 지분을 유지한 사례는 10건(5.6%)에 그침. 행동주의 분석은 개시일 반응이나 표결 결과에 그치지 않고, 요구의 실제 이행과 행동주의 주체의 지분 변동까지 함께 추적할 필요가 있음

주주행동주의 분석 개요

캠페인 지속기간은
보유수익률과 어떤 관계를
보이는가

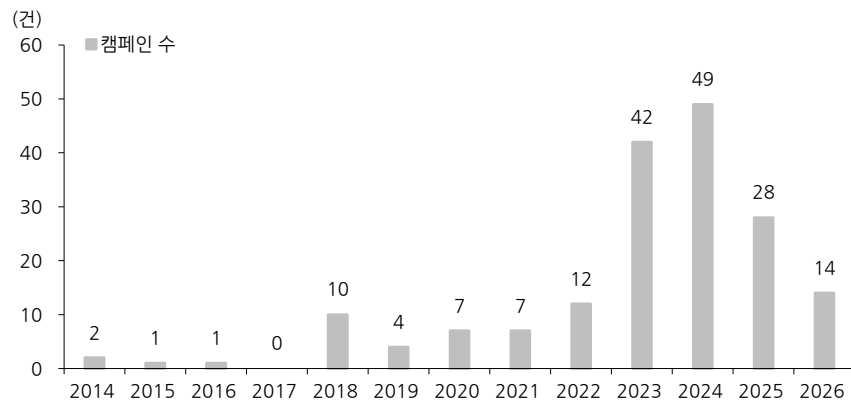
본 보고서는 2014년 1월부터 2026년 8월 3일까지 개시된 국내 상장사 주주행동주의 캠페인 178건을 Bloomberg 데이터와 공개 보도를 바탕으로 집계·분석했다.

캠페인별 개시·종료 시점, 요구사항 398건, 전술, 결과 판정, 캠페인 기간 보유수익률, 발표 후 1일 및 1년 수익률, 엑시트 형태를 기록했다. 수익률은 캠페인 기간 보유수익률을 기준으로 산정했으며, 진행 중인 캠페인은 데이터 기준일 현재의 미실현 수익률로 구분했다.

부분 성공과 성공 집단의 평균 보유수익률 차이는 표본 수와 분산이 다를 가능성을 고려해 Welch t-검정으로 점검했다. 지속기간과 보유수익률의 관계는 Pearson 상관계수로 직선형 관계를, Spearman 순위상관계수로 지속기간이 길수록 수익률도 대체로 높아지는지 여부를 각각 점검했다.

수익률 분포의 비대칭성과 일부 극단 수익 사례를 고려해 평균과 중위값, 전체 표본과 이상치 제외 표본의 결과를 함께 제시했다. 평균 차이와 상관관계는 인과관계를 의미하지 않는다. 또한 원자료의 ‘종료’는 지분 전량 매도 또는 핵심 요구의 이행 완료와 일치하지 않을 수 있다.

[그림1] 국내 연도별 행동주의 캠페인 건수



주: 2014년 2건에서 2023년 42건·2024년 49건으로 증가, 2026년은 8월 3일(데이터 기준일)까지 14건.

자료: 한화투자증권 리서치센터

행동주의 요구의 변화

>> 주주환원에서 이사회·자본배치로

국내 행동주의 캠페인 수는 2023년 42건, 2024년 49건으로 증가했다. 전체 기간인 2014~2026년 기준으로는 주주환원 요구가 가장 많았다.

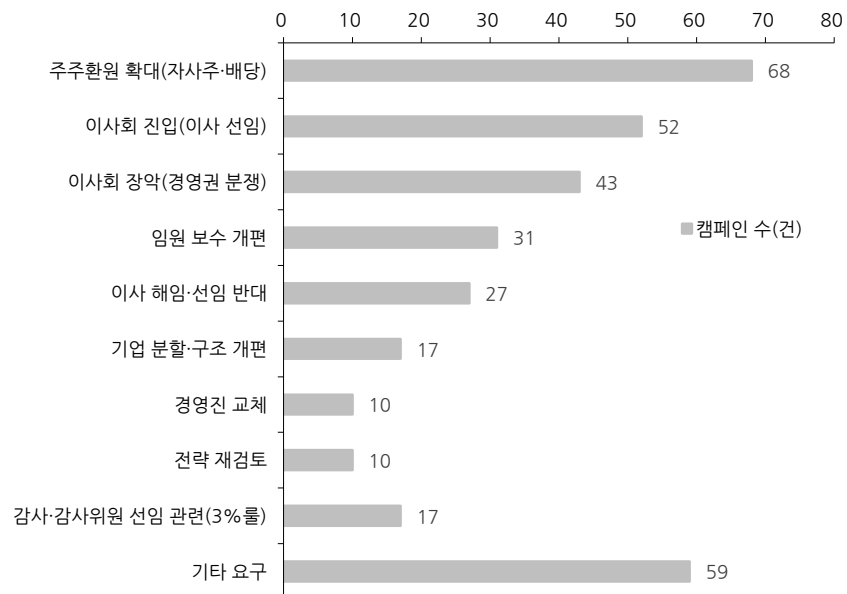
2025~2026년 개시 캠페인에서는 이사회 진입 요구 비중이 24.7%로 가장 높았다. 이는 2025년 이전보다 13.8%포인트 상승한 수준이다. 같은 기간 주주환원 요구 비중은 7.9%포인트 하락했다.

이 변화는 행동주의 요구가 배당·자사주 등 단기 자본환원에서 이사회 구성, 자본배치, 전략 변화 등 장기 이행이 필요한 의제로 넓어지고 있음을 시사한다. 배당·자사주 요구는 공시를 통해 이행 여부를 비교적 빠르게 확인할 수 있다. 반면 이사회 진입 요구는 이사 선임 이후 실제 이사회 구성과 자본배치 변화까지 추가로 확인해야 한다.

다만 상법 개정과 요구 구성 변화가 같은 시기에 관찰됐다는 사실만으로 제도 변화가 캠페인 장기화나 엑시트 지연을 유발했다고 단정할 수는 없다. 저PBR 재평가, 행동주의 주체의 전략 변화, 개별 경영권 분쟁이 함께 작용했을 가능성이 있다.

[표1] 요구 유형별 건수(2014~2026년)

구분	이사회 진입	주주환원
2025~26년 요구 비중 변화 (2025년 이전 대비)	+13.8%p (24.7%, 1위)	-7.9%p



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 제도 변화는 이사회 구성의 중요성을 높일 수 있다

개정 상법에 따라 자산총액 2조 원 이상 상장회사는 2026년 9월 10일까지 분리선출 감사위원을 2명 이상 두어야 한다. 감사위원 선임에서는 최대주주와 특수관계인의 의결권을 합산해 제한하는 합산 3% 룰도 적용된다. 이는 감사위원 선임과 이사회 구성에서 외부 주주의 표 가치가 커질 수 있는 제도 변화다. 다만 개별 기업에서의 실제 영향은 최대주주 지분율, 외국인·기관 보유 비중, 집중투표 적용 여부, 주주제안 구조에 따라 달라진다.

[표2] 요구 유형별 관철 현황 (요구 단위 398 건)

요구 유형	요구 건수	관철	판정 종결	관철률(%)
주주환원(배당·자사주)	77	35	70	50.0
경영진 교체	11	4	10	40.0
이사회 장악	44	14	37	37.8
이사회 진입	54	15	42	35.7
이사 해임·선임 반대	27	4	26	15.4
보수 개편	32	0	27	0.0
기업 분할	17	0	15	0.0
전략 재검토	10	0	9	0.0
전체(기타 포함)	398	87	353	24.6

주 1: 관철률은 관철로 판정된 요구 건수를 판정 종결 요구 건수로 나눈 값임. 이는 법적·절차적 수용 또는 표결 결과를 기준으로 한 판정이며, 장기 과제의 실제 이행 완료를 뜻하지 않을 수 있음

주 2: 요구 단위 398건 가운데 판정 종결 요구는 353건임. 보수 개편, 기업 분할, 전략 재검토는 관철 사례가 기록되지 않았으나, 판정 종결 표본이 각각 27건, 15건, 9건으로 작고 이행 시차가 있을 수 있음. 이를 실현 불가능으로 해석할 수는 없음.

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

성과는 결과 리벨로 설명되지 않는다

>> 부분 성공과 장기화는 높은 보유수익률을 보장하지 않는다

부분 성공 캠페인 29건의 평균 보유수익률은 +18.4%로 성공 캠페인 34건의 +4.4%를 상회했다.

집단별 표본 수와 분산 차이를 허용하는 Welch t-검정에서 평균 차이 +14.0%포인트는 통계적 유의성을 확보하지 못했다($p=0.427$). 중위 수익률도 부분 성공 +0.2%, 성공 -4.6%로 평균 기준 격차보다 작았다.

중위 수익률도 부분 성공 +0.2%, 성공 -4.6%로 평균 기준 격차보다 작았다. 일부 고수익 사례가 부분 성공 집단의 평균 수익률을 높였을 가능성이 있어, 관찰된 평균 차이를 부분 성공의 일반적 수익률 우위로 해석하기 어렵다.

부분 성공 집단의 지속기간은 중위 451일, 평균 552일로 성공 집단보다 길었다.

전체 종결 표본에서 지속기간과 보유수익률의 Pearson 상관계수는 $r=+0.262$ ($p=0.002$)였다. 그러나 수익률이 +100%를 초과한 8건을 제외하면 상관계수는 $r=+0.094$ ($p=0.275$)로 낮아졌고, Spearman 순위상관계수도 $\rho=+0.163$ ($p=0.050$)에 그쳤다. 장기화와 보유수익률의 양(+) 관계는 일부 극단 수익 사례에 민감하며, 장기 보유 전략의 일반적 근거로 보기 어렵다.

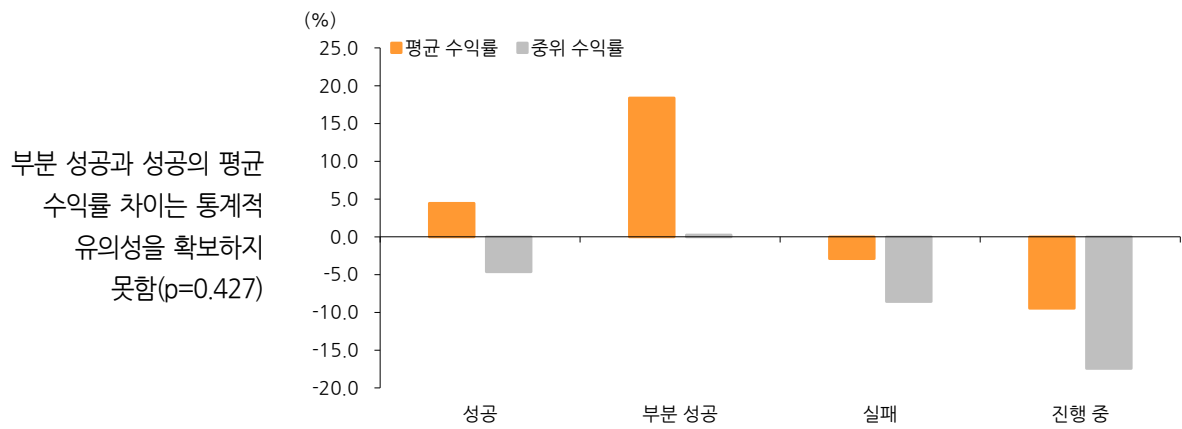
>> 진행 중 장기 캠페인은 사례로만 봐야 한다

진행 중인 27건 가운데 2024년 이전에 개시돼 2년 이상 지속된 캠페인은 3건이다.

이들의 데이터 기준일 현재 미실현 수익률은 평균 +20.7%, 중위 +1.2%다. 2025년 개시 캠페인 13건의 평균 수익률은 -13.5%, 중위 수익률은 -20.1%였다. 2026년 개시 캠페인 11건의 평균 수익률은 -12.9%, 중위 수익률은 -11.9%였다.

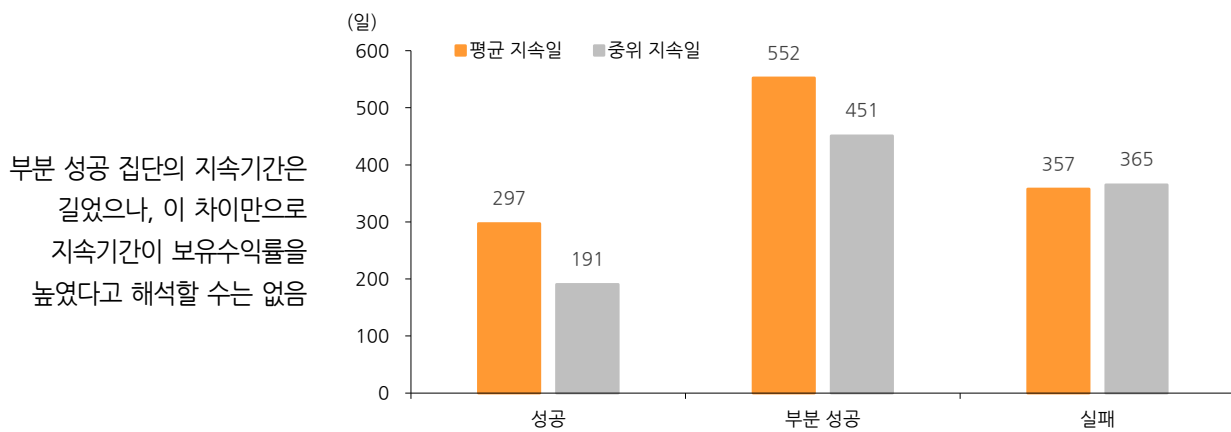
다만 2년 이상 지속된 사례는 3건에 불과하다. 진행 중인 캠페인의 수익률은 기준일 현재 미실현 수익률이며, 종결 캠페인과 직접 비교하기 어렵다. 생존 편향과 기준일 평가 효과도 있으므로, 이를 투자 규칙으로 일반화할 수 없다. 초기 하락만으로 캠페인 실패를 판정할 수는 없지만, 장기 보유가 우월하다는 근거도 확보되지 않았다.

[그림2] 결과별 평균·중위 보유수익률



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 종결 캠페인의 결과별 지속기간



자료: 한화투자증권 리서치센터

행동주의는 언제 끝나는가

» 지분 보유는 관여의 신호일 수 있지만, 보유 목적은 확인하기 어렵다

허시먼의 세 갈래 길 —
이탈(Exit)·항의(Voice)·충성(Loyalty)

허시먼은 조직 구성원의 대응을 이탈(Exit), 항의(Voice), 충성(Loyalty)으로 구분했다. 이를 주주행동주의에 적용하면, 이탈은 지분 매도를 통한 투자금 회수이고 항의는 주주서한, 주주제안, 표결 등을 통한 관여다.

행동주의 주체가 지분을 계속 보유한다는 사실만으로 장기 관여 의지가 있다고 단정하기는 어렵다. 후속 요구를 제기하거나 이행 과정을 점검하기 위한 전략적 보유일 수 있다. 반면 대량 매도에 따른 주가 충격, 낮은 유동성, 펀드의 회수 일정 등으로 즉시 매도하기 어려운 상황일 가능성도 있다. 공개된 자료만으로는 지분 잔류가 전략적 선택인지, 매도 제약의 결과인지를 구분하기 어렵다.

따라서 캠페인의 종료 여부를 데이터베이스상 상태값만으로 판단해서는 안 된다. 요구가 철회됐는지 또는 표결이 끝났는지, 행동주의 주체가 지분을 실질적으로 매도했는지, 핵심 요구가 실제로 이행됐는지, 후속 요구소송재표결이 이어지고 있는지를 각각 확인할 필요가 있다.

» 국내 행동주의의 관찰된 기본형은 조기 엑시트다

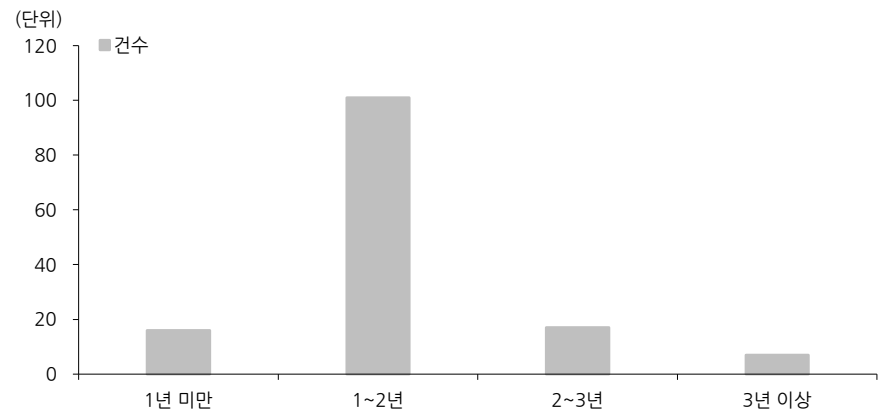
국내 행동주의 캠페인 178건 가운데 141건, 79.2%는 행동주의 주체의 지분 매도로 종결됐다. 지분 매도로 종결된 사례의 보유기간은 중위 387일, 평균 501일이었고, 약 83%는 캠페인 개시 후 2년 이내에 매도가 완료됐다.

반면 캠페인이 종료된 뒤에도 행동주의 주체가 기준일 현재 지분을 보유한 사례는 10건(5.6%)이었다. 이 가운데 고려아연의 영풍-MBK 사례는 일반적인 지배구조 개선형 관여와 성격이 다른 경영권 인수형 분쟁이다. 이를 제외하면 지배구조 개선형 캠페인에서 종료 후에도 지분을 유지한 사례는 9건, 5.1%로 줄어든다.

이 표본에서 관찰되는 국내 행동주의의 기본형은 장기 잔류형보다 약 1년 안팎 보유한 뒤 지분을 매도하는 엑시트형에 가깝다. 다만 지분 매도만으로 행동주의의 성공·실패나 장기 관여 의지를 판단할 수는 없다. 종료 후 지분을 보유한 10건은 기준일 현재 매도가 완료되지 않은 사례이고, 3년 이상 보유 후 매도한 7건은 이미 매도가 끝난 사례여서 두 집단을 같은 보유기간 분포로 직접 비교하기 어렵다.

시장참여자에게 중요한 것은 캠페인이 종료했다는 신호가 아니라, 행동주의 주체의 잔여 지분과 이행의 동시 점검이다. 지분율이 감소하는지, 대량보유상황보고서나 블록딜을 통한 매도 가능성이 있는지, 거래량·거래대금이 평소 수준을 벗어나는지, 그리고 핵심 요구가 실제로 이행됐는지를 함께 확인해야 한다. 행동주의 주체의 매도는 수익 실현이나 펀드 회수 등 정상적인 투자 활동일 수 있다. 다만 보유 지분이 크고 종목 유동성이 낮은 경우에는 매도 방식과 시점이 단기 수급 변동성을 높일 수 있다.

[그림4] 지분 매도로 종결된 캠페인의 보유기간 분포 (141 건)



주: 종위 보유기간은 387일, 평균은 501일이며 약 83%가 개시 후 2년 이내에 지분을 매도함. 매도 종결 141건만을 기준으로 하며, 진행 중 27건과 데이터베이스상 종료 후 지분 보유 10건은 포함하지 않

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

≫ 종료 뒤에도 새로운 요구는 제기될 수 있다

얼라인파트너스는 2026년 7월 14일 JB금융지주와 BNK금융지주 이사회에 양사 합병의 전략적·재무적 타당성 검토를 공개 제안했다. 양사는 7월 28일 각각 현 시점에서 합병 타당성 검토에 착수하지 않기로 결정했다고 공시했다.

이 사례는 기존 캠페인이 종료된 뒤에도 새로운 자본배치 또는 전략 의제가 제기될 수 있음을 보여준다. 다만 공개 자료만으로는 지분 잔류가 후속 관여를 위한 전략인지, 대량지분 매도 제약의 결과인지 판단하기 어렵다. 따라서 이 사례를 장기 관여의 성공 또는 실패로 단정할 수 없다.

≫ 매도만으로 판단할 수 없다

지분 매도 자체가 주주 관여의 실패나 도덕적 문제를 뜻하지는 않는다. 행동주의 주체는 수익 실현, 위험 관리, 투자전략 변경, 펀드의 자금 회수 일정 등 여러 이유로 지분을 매도할 수 있다.

행동주의의 평가는 보유기간이나 매도 여부만으로 이루어져서는 안 된다. 요구가 실제로 이행됐는지, 매도 과정의 정보 공개가 충분했는지, 매도 이후 일반주주에게 어떤 성과가 남았는지를 함께 확인해야 한다.

행동주의 공시는 매수 신호가 아니라 추적의 시작

>> 개시일 주가 반응은 1년 성과를 예측하지 못했다

발표일 주가와 발표 후 1년 수익률을 모두 산정할 수 있는 캠페인은 174건이다. 이 가운데 발표일 수익률이 양(+)이었던 96건 중 59건(61.5%)은 이후 1년 절대수익률이 음(-)이었다.

‘발표일 상승 후 1년 하락’ 경로는 59건으로 전체의 33.9%를 차지해 네 가지 주가 경로 가운데 가장 많았다. 발표일 수익률과 1년 수익률의 Pearson 상관계수는 +0.002로 사실상 0이었다.

행동주의 관련 공시 또는 공개 제안 직후의 가격 반응은 이후 1년 성과를 설명하지 못했다. 행동주의 공시는 매수 신호가 아니라, 요구의 실현 가능성, 지분 구조, 이행 경로를 분석하기 위한 출발점이다.

>> 성공 판정도 투자 성과를 보장하지 않았다

성공 캠페인 34건 가운데 20건(58.8%)은 캠페인 기간 보유수익률이 마이너스였다. 부분 성공 캠페인도 29건 가운데 14건(48.3%)이 마이너스 수익률을 기록했다.

성공·부분 성공이라는 결과 분류는 요구의 판정상 관철 정도를 보여줄 뿐, 투자 성과를 보장하지는 않는다. KCGI-DB하이텍은 성공으로 분류됐으나 캠페인 기간 보유수익률 -34.1%로 종결된 사례다.

표결 가결 또는 요구 수용은 실제 이행과 투자 성과를 자동으로 보장하지 않는다.

표결 이후의 이행을 추적해야 한다

>> 관철과 이행은 다르다

행동주의 요구 398건 가운데 판정이 종결된 353건의 관철률은 24.6%였다. 주주환원 요구의 관철률은 50.0%였으나, 보수 개편·기업 분할 전략 재검토에서는 관철 사례가 기록되지 않았다.

다만 이들 유형의 판정 종결 표본은 각각 27건, 15건, 9건으로 작고, 이행까지 장기간이 걸릴 수 있다. 관철 사례가 없다는 사실만으로 실현 불가능하다고 결론 내릴 수는 없다.

이 보고서의 목적은 행동주의 주체의 동기를 도덕적으로 평가하는 데 있지 않다. 표결 또는 판정 종결 이후에도 요구가 실제로 이행됐는지, 행동주의 주체의 지분이 어떻게 변했는지, 일반주주에게 어떤 성과가 남았는지를 추적하는 데 있다.

따라서 분석 단위는 단순한 ‘캠페인 종료 여부’가 아니라 ‘개시-표결-이행-엑시트’의 연속된 과정이어야 한다.

언제 캠페인은 끝났다고 볼 수 있는가

>> 행동주의 명목상 종료와 경제적 종료는 다를 수 있다

종료 후에도 지분을 유지하는 장기 잔류형 행동주의는 아직 국내 시장의 일반적 패턴이 아니다.

국내 행동주의 캠페인 178건 중 데이터베이스상 종료로 분류된 뒤에도 행동주의 주체가 기준일 현재 지분을 보유한 사례는 10건(5.6%)에 그쳤다.

이 가운데 고려아연의 영풍·MBK 사례는 배당·자사주·이사회 개선 등을 요구하는 일반적인 지배구조 개선형 캠페인과 달리, 경영권 인수를 둘러싼 분쟁이다. 따라서 이를 제외하면 종료 후에도 지분을 유지한 지배구조 개선형 사례는 9건(5.1%)이다.

반면 141건(79.2%)은 행동주의 주체가 지분을 매도한 뒤 종결됐다. 이들 매도 종결 사례의 보유기간은 중위 387일, 약 13개월이었다. 지분을 3년 이상 보유한 뒤 매도한 사례는 7건으로, 매도 종결 표본의 5.0%에 불과했다.

일부 사례에서는 표결 또는 캠페인 종료 뒤에도 지분 보유와 후속 요구가 이어진다. 그러나 국내 행동주의의 기본형은 장기 잔류가 아니라, 약 1년 안팎의 보유 후 지분을 매도하는 엑시트형이다.

조기 엑시트가 다수라는 사실만으로 행동주의의 장기 관여 여부나 경제적 기여를 일률적으로 판단할 수는 없다. 지분 매도 전 요구의 이행, 매도 정보의 공개, 매도 이후 일반 주주에게 남은 성과를 함께 확인해야 한다.

다만 종료 후에도 지분을 보유한 10건은 기준일 현재 매도가 완료되지 않은 사례이고, 3년 이상 보유 후 매도한 7건은 이미 매도가 완료된 사례다. 두 집단은 기준 시점과 표본 구성이 달라 하나의 보유기간 분포에서 직접 비교할 수 없다.

보유의 동기 — 선택인가 제약인가

지분 잔류는 후속 관여를 위한 전략일 수 있으나, 대량지분 매도에 따른 유동성·가격 충격이나 펀드 구조의 제약이 반영된 결과일 수도 있다. 얼라인파트너스의 JB금융지주 지분(14.83%, 2대 주주)처럼 규모가 큰 지분은 매도 자체가 시장충격을 수반한다. 공개 자료만으로 잔류의 동기를 구분하기는 어렵다.

구조적 제약은 여전히

국내 행동주의 펀드 다수는 사모펀드 구조상 회수 기한의 제약에서 자유롭지 않다(개별 펀드의 만기 구조는 공개 자료로 일반화하기 어렵다). 지배구조 개선이 끝나기 전에 회수 시점이 도래하면 조기 엑시트가 강제될 수 있다.

➤ 종료 시점의 불확실성은 투자자 정보 비대칭을 키운다

정보 비대칭이 투자자 성과에 실제로 미친 효과는 아직 실증되지 않았다.

첫째, 펀드 매도 공시와 개인 순매수의 시차다.

둘째, 표결 이후 이행 추적이다. 앞서 본 JB금융·BNK금융 합병 검토 사례처럼, 회사의 공시만으로는 이사회 내부의 논의 경과와 표결 기록까지 확인하기 어렵다.

셋째, 캠페인 종료 판정 자체의 안정성이다. 고려아연은 2026년 3월 정기주총에서 분리 선출 감사위원 안건이 부결된 뒤 9월 9일 임시주총에서 정관 변경과 독립이사 4명 선임, 감사위원이 되는 독립이사 선임 안건을 다시 다룬다. 개정 상법상 대형 상장사의 분리선출 감사위원 2인 선임 기한이 9월 10일이라는 점에서, 한 차례 부결이 캠페인의 종료를 뜻하지 않는다. 종료 시점을 어디로 잡느냐에 따라 보유 기간과 수익률 통계가 달라질 수 있으며, 이는 본 분석의 구조적 한계다. 이런 점에서 본 보고서의 표에서는 고려아연을 경영권 인수형 참고 사례로 구분해 표시했다.

향후 캠페인 종료는 단일 날짜가 아니라 네 가지 상태로 구분할 필요가 있다.

- ① 요구 철회 또는 표결 종결
- ② 행동주의 주체의 지분 전량 또는 실질적 매도
- ③ 핵심 요구의 실제 이행 완료
- ④ 후속 요구소송재표결의 지속

이 기준을 적용하면 캠페인 단순 종료일과 경제적 종료의 차이를 줄일 수 있다.

시사점

행동주의 공시는 매수 신호가 아니라 추적의 시작

첫째, 행동주의 관련 공시 직후의 주가 상승은 이후 1년 성과를 예측하지 못했다. 발표 일 수익률과 1년 수익률의 상관관계는 +0.002였고, 발표일에 상승한 96건 가운데 59건 (61.5%)은 1년 뒤 마이너스 수익률을 기록했다. 공시 직후의 가격 반응은 투자 판단의 결론이 아니라 요구의 실현 가능성을 점검하는 출발점이다.

둘째, 성공과 부분 성공이라는 결과 판정은 투자 성과와 구분해야 한다. 성공으로 판정된 34건 가운데 20건(58.8%)은 캠페인 기간 보유수익률이 마이너스였다. 부분 성공의 평균 보유수익률은 더 높았으나, 성공 집단과의 평균 차이는 통계적 유의성을 확보하지 못했다.

셋째, 장기화와 높은 보유수익률의 관계는 일반화하기 어렵다. 전체 표본의 양(+)의 상관관계는 극단 수익 사례를 제외하면 유의성을 잃었다. 진행 중인 장기 캠페인 3건의 미실현 수익률도 사례적 관찰에 그친다.

넷째, 향후 행동주의 분석은 개사·표결·이행·엑시트의 단계를 분리해야 한다. 표결 결과 뿐 아니라 이사 선임 이후의 이사회 구성 변화, 배당·자사주 정책, 구조개편 공시, 행동주의 주체의 지분 변동을 연속적으로 확인해야 한다.

[표3] 행동주의 종목 분석을 위한 주요 체크리스트

점검 항목	확인 질문	해석 기준
요구의 유형	요구가 배당·자사주 매입·소각 등 자본환원에 관한 것인가, 이사회 구성·사업전략·M&A 등 구조적 변화에 관한 것인가?	단기 자본환원 요구와 중장기 경영·지배구조 개선 요구 구분
지분 및 거래 특성	행동주의 주체의 지분율, 취득 방식, 평균 거래대금 대비 보유 지분 규모는 어떠한가?	지분 유동성, 추가 매입 여력, 매도 제약 가능성을 점검
의결권 영향력	행동주의 주체와 우호 주주의 의결권이 전체 의결권 구조에서 어느 정도의 영향력을 가지는가?	단순 지분율이 아니라 우호 지분, 최대주주 측 지분 및 외부주주 구성까지 함께 판단
표결 결과	주주제안 또는 이사 선임 안건이 가결됐는가. 찬성률은 어떠한가?	표결 결과는 요구안에 대한 주주 지지를 보여주지만, 그 자체가 가치 실현을 의미하지는 않음
이행 가능성	이사회 구성, 자사주 매입·소각, 배당정책, CAPEX 또는 M&A 관련 공시와 실제 조치가 변경됐는가?	표결 이후 실제 실행 여부가 재평가의 실질적 근거가 됨

자료: 한화투자증권 리서치센터

부록. 전술별 관찰 성과와 표본 구성

본 보고서의 전체 분석 모집단은 2014년 1월부터 2026년 8월 3일까지 개시된 국내 행동주의 캠페인 178건이다. 성공 34건, 부분 성공 29건 등 일부 결과군의 표본이 작고 수익률 분포가 비대칭적이므로 평균과 중위값을 함께 제시했다.

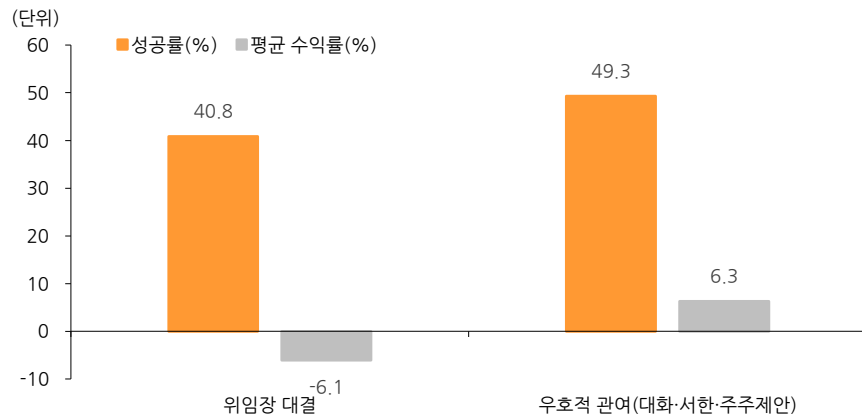
표·그림별 유효 표본은 수익률, 결과 판정, 개시연도, 전술 기록 여부에 따라 다르다.

국내 표본에서 우호적 관여의 성공·부분 성공 비율은 49.3%, 평균 보유수익률은 +6.3%였다. 위임장 대결은 각각 40.8%, -6.1%였다. 그러나 평균 수익률 차이 +12.4%포인트는 통계적 유의성을 확보하지 못했다($p=0.114$).

전술은 무작위로 선택되지 않는다. 분쟁 강도, 최대주주 지분율, 요구 유형, 기업 규모 등이 전술 선택과 수익률에 함께 영향을 줄 수 있다. 따라서 단순 평균 비교만으로 우호적 관여가 위임장 대결보다 우월하다고 결론 내릴 수 없다.

[표4] 전술별 관찰 성과: 우호적 관여와 위임장 대결

전술	캠페인 수	판정 종결	성공+부분 성공	성공률(%)	평균 수익률(%)
우호적 관여(대화·서한·주주제안)	89	73	36	49.3	+6.3
위임장 대결	89	71	29	40.8	-6.1



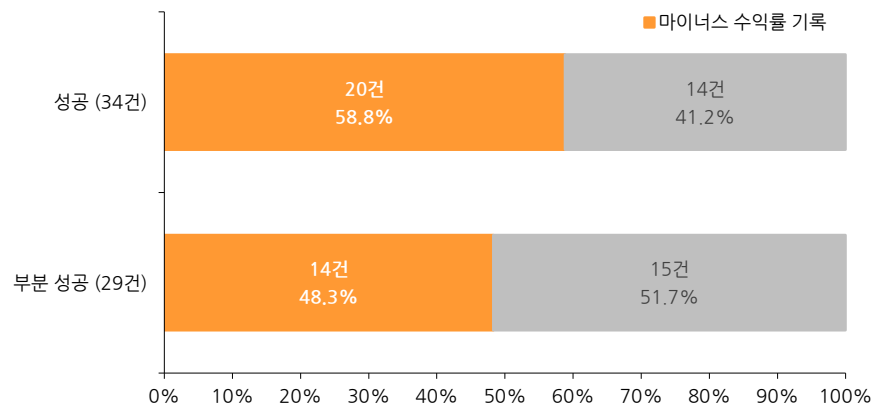
주: 전술별로 89건 vs 89건. 전술은 무작위 배정이 아니어서 분쟁 강도·최대주주 지분율·요구 유형이 전술 선택과 수익률에 함께 영향을 줄 수 있으며, 단순 평균차는 전술의 인과 효과를 의미하지 않음

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] 성공·부분 성공 캠페인의 수익률 방향별 비중 — 성공 판정도 수익률을 보장하지 않음

지표	값
성공 판정 캠페인(수익률 기록)	34 건
그중 캠페인 수익률 마이너스	20 건
성공 판정 중 마이너스 비율	58.8%
(참고) 부분 성공의 마이너스 비율	48.3%

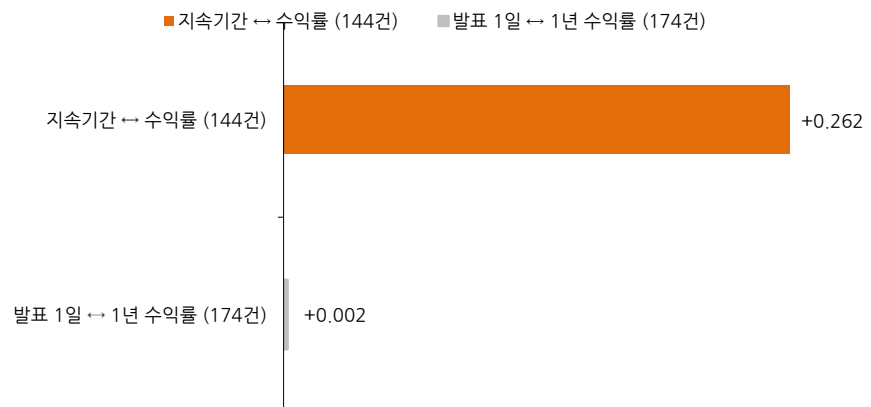
성공 또는 부분 성공 판정은
요구의 판정상 관철 정도를
나타낼 뿐, 캠페인 기간
보유수익률을 보장하지 않음



주: 수익률은 캠페인 기간 보유수익률 기준. 캠페인 원데이터 자체 집계

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 성공 판정 캠페인의 수익률



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 통계 검정 결과와 해석상 한계

검정 명제	표본	p-값 / r	판정	평균차
한국: 부분 성공 vs 성공 수익률	29 vs 34	p=0.427	통계적 유의성 미확보	+14.0%p
일본: 부분 성공 vs 성공 수익률	74 vs 73	p=0.064	10% 수준에서 유의	+18.2%p
미국: 부분 성공 vs 성공 수익률	98 vs 181	p=0.206	통계적 유의성 미확보	+8.7%p
한국: 우호적 관여 vs 위임장 대결	88 vs 86	p=0.114	통계적 유의성 미확보	+12.4%p
한국: 지속기간 ↔ 수익률 상관	144 건	r=+0.262 (p=0.002)	양(+)의 상관, 이상치 민감	—
한국: 발표 1일 ↔ 1년 수익률 상관	174 건	r=+0.002	선형 상관 미관찰	—

주: 이분산 Welch t-검정(양측), 이상치 미제거. 우호적 관여 vs 위임장 대결의 표본(88 vs 86)은 수익률 기록이 있는 캠페인 기준으로, 표4의 캠페인 수(89 vs 89)와 다름. 표본이 작고 분포가 오른쪽 꼬리를 가져 평균 기반 검정은 보수적이며, 유의성 미확보가 '차이 없음'을 의미하지는 않음. 지속기간↔수익률 상관은 수익률 +100% 초과 8건 제외 시 r=+0.094(p=0.275)로 유의성이 소멸하고 Spearman 순위상관도 $\rho=+0.163$ (p=0.050)으로 경계선 수준이어서, 소수 극단 성공 사례가 견인하는 상관임. 평균차 검정은 캠페인 간 독립성분포의 비정규성·사건 중첩을 완전히 해소하지 못하며, 상관은 인과관계를 의미하지 않음.

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표7] 국내 캠페인 판정별 보유수익률 — 종결·진행 중 표본 구분 (2014~2026.8.3)

결과	건수	평균 수익률(%)	중위 수익률(%)	승률(%)	평균 지속기간(일)
성공	34	4.4	-4.6	41.2	297
부분 성공	29	18.4	0.2	51.7	552
실패	77	-2.9	-8.6	41.6	357
진행 중	27	-9.5	-17.4	37.0	—
· 2024년 이전 개시	3	20.7	1.2	—	—
· 2025년 개시	13	-13.5	-20.1	—	—
· 2026년 개시	11	-12.9	-11.9	—	—

주: 판정이 종결된 140건(성공·부분 성공·실패)의 가중평균 보유수익률은 +3.3%다. '해당 없음' 판정 7건을 포함한 수익률 기록 174건의 전체 평균은 +0.2%다. 진행 중 캠페인의 수익률은 미실현 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 캠페인 종료 후 지분 보유 사례

대상 기업	주체	개시시점	종료시점	결과	수익률(%)
JB 금융지주	얼라인파트너스	2023.01	2024.03	부분 성공	+257.9
가비아	얼라인파트너스	2025.03	2026.03	성공	+135.6
고려아연	영풍-MBK(경영권 인수형)	2024.02	2026.03	성공	+113.4
HL 홀딩스	VIP 자산운용	2023.05	2025.03	성공	+24.9
솔루엠	얼라인파트너스	2026.02	2026.03	성공	-24.6
그 외 5건	—	2025~26	—	혼재	-77.2~+1.8

주1: '종료'는 캠페인 데이터베이스상 종료 판정일을 뜻하며, 경제적 종료 또는 지분 전량 매도를 의미하지 않을 수 있음.

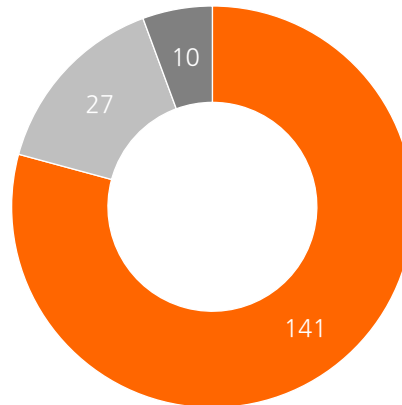
주2: 고려아연의 영풍-MBK 사례는 경영권 인수형 분쟁으로 일반적인 지배구조 개선형 관여와 성격이 달라 참고 사례로 별도 표시

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 178건의 데이터 기준일 현재 상태

구분	건수	비중(%)
지분 매도 후 종결	141	79.2
진행 중(미종결)	27	15.2
종료 판정 후 지분 보유	10	5.6
합계	178	100.0

- 지분을 팔고 종결 (141건)
- 캠페인 진행 중 (27건)
- 종료 후에도 지분 보유 (10건)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표10] 주요 행동주의 캠페인의 매도 종결 사례

대상 기업	주체	기간	결과	수익률(%)
DB 하이텍	KCGI	2023.03~2025.03	성공	-34.1
한진칼	KCGI·조현아 연합	2018.11~2022.03	성공	+124.6
고려아연	KCGI	2024.02~2025.03	실패	+68.4
현대엘리베이터	KCGI	2023.08~2024.08	부분 성공	+4.1
오스템임플란트	KCGI	2022.12~2023.02	실패	+41.8
아시아나항공	KCGI	2019.07~2020.07	성공	-30.7
삼성전자	엘리엇	2016.10~2020.12	부분 성공	+160.4
현대차	엘리엇	2018.04~2020.01	부분 성공	-19.3
삼성물산	엘리엇	2015.06~2015.08	실패	-16.0
현대모비스/기아	엘리엇	2018.04~2020.01	실패	-9.7 / +28.1

주: 본 표는 주요 사례를 제시한 것으로, 특정 행동주의 주체의 투자전략 우열이나 국내 행동주의 전체의 성과를 의미하지 않음. 한진칼의 KCGI·조현아 연합은 공동행동 주체로 별도 표시. 고려아연의 KCGI 단독 캠페인과 영풍·MBK 연합 캠페인은 별개의 사례임

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

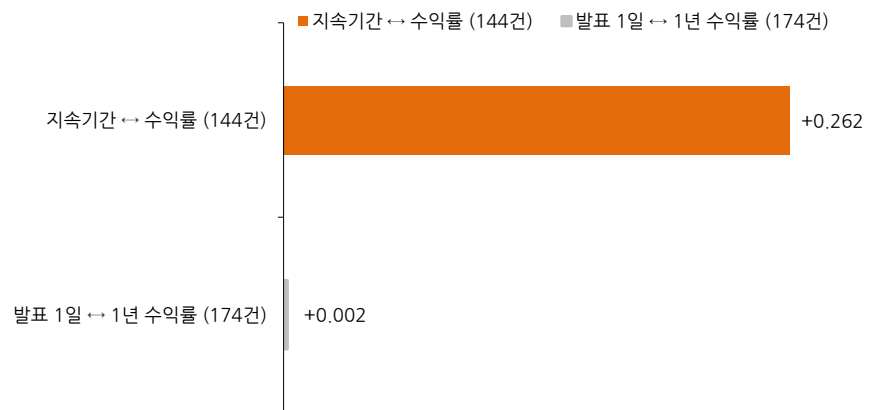
[표11] 발표일 반응과 1년 후 수익률 경로(174건)

경로 유형	건수	비중(%)
발표일 상승 후 1년 하락	59	33.9
발표일 상승 후 1년 상승	37	21.3
발표일 하락 후 1년 하락	48	27.6
발표일 하락 후 1년 상승	30	17.2

주: 발표일에 주가가 상승한 96건 가운데 59건(61.5%)은 1년 뒤 절대수익률이 마이너스였음

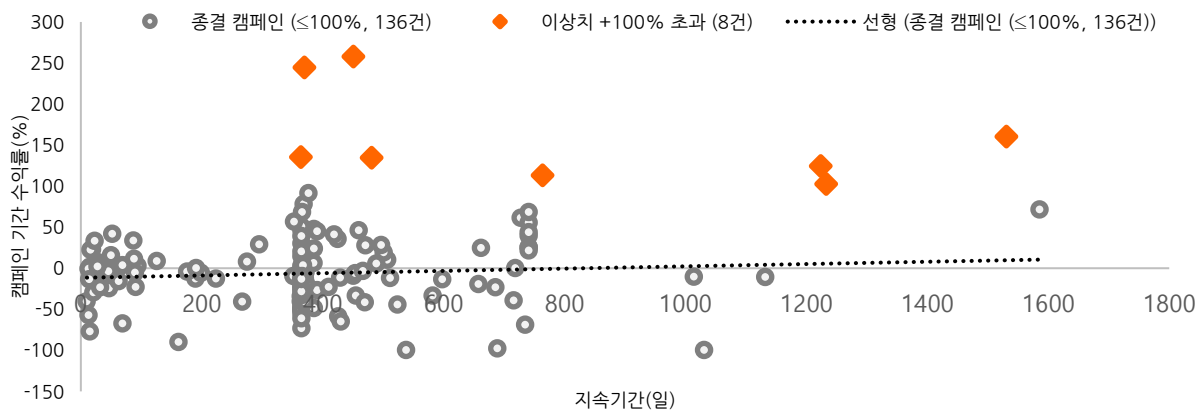
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 지속기간-수익률 상관은 극단 수익 사례에 민감



자료: 한화투자증권 리서치센터

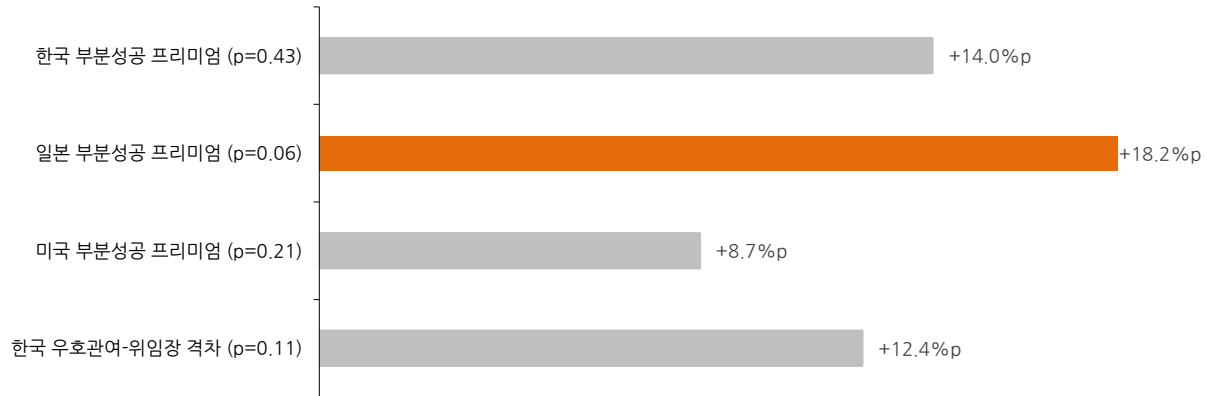
[그림7] 지속기간과 보유수익률 산점도 : 이상치 제외 시 상관 소멸



주: 종결판정 144건 기준 산점도. 회색 원은 수익률 +100% 이하 136건, 주황 다이아몬드 표식은 +100% 초과 이상치 8건, 추세선은 이상치 제외 선형 관계($r=+0.094$, $p=0.275$).

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 탐색적 국가 비교: 부분 성공과 성공의 평균 보유수익률 격차



자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 8월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 당사는 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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.
