

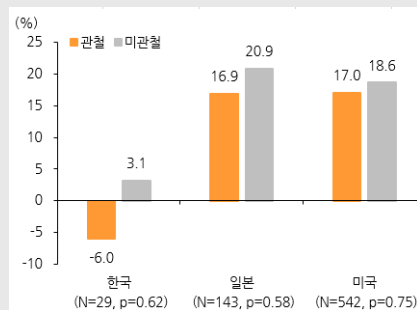


ESG

거버넌스 임팩트 : ③ 행동주의 관철 뒤에도 남는 주가 변수

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

[한·미·일 관철·미관철 안건 개시 후 1년
수익률(2025.2~)]



이번 ③편에서는 행동주의 안건의 관철 여부가 실제로 이후 수익률 차이로 이어졌는지를 한·미·일 안건 2,400 건으로 분석했습니다.

한국 주주행동주의 장기 표본에서는 관철 안건의 수익률이 높게 관측됐으나, 공통 기간 검증에서는 이 격차가 재현되지 않았습니다. 관철은 투자 판단의 결론이 아니며, 시장참여자는 표결 결과보다 요구의 이행 구조와 경영권 비용을 먼저 봐야 합니다.

행동주의 안건의 관철은 수익률을 보장하지 않았다

한국 장기 표본에서 관철 안건의 개시 후 1년 절대수익률은 미관철 안건보다 평균 +10.8%p 높게 나타남 2025년 2월 이후로 표본 기간을 맞추면 한국·일본·미국 모두 관철·미관철 안건 간 수익률 격차는 통계적으로 유의하지 않음 → 관철은 투자 판단의 결론이 아니며, 실제 이행과 엑시트를 확인해야 함

주주환원과 이사회 장악은 다른 안건이다

주주환원 관철 사례는 한국 +10.3%, 일본 +23.8%, 미국 +5.6%로 세 나라에서 모두 플러스 수익률을 기록 → 자산운용사의 스튜어드십 활동도 선언적 거버넌스 요구보다 배당·자사주 매입·소각의 규모·재원·시점을 특정한 주주제안과 이행 감시에 무게를 둘 필요가 있음

이사회 지배력 확보 관철 사례는 한국 -13.8%, 일본 -15.3%, 미국 -18.9%로 세 나라에서 모두 마이너스 수익률을 기록. 소수 이사 선임은 견제 가능 강화에 가깝지만, 과반 확보는 경영권 이전·소송·사업 재편 가능성을 수반하는 경영권 이벤트

표결보다 이행을 확인해야 한다

관철·미관철 간 수익률 차이는 현금 여력, 저평가 수준, 업황, 지배구조와 행동주의 주체의 전략이 함께 반영된 관찰 결과임. 시장참여자는 가결·합의 여부보다 배당·자사주 매입·소각의 실제 집행, 이사회 구성 변화, 거래 종결 조건, 잔여 지분과 엑시트를 함께 점검해야 함

I. 데이터와 방법론

안전 단위로 분류하고,
수익률은 캠페인 단위로
측정

이번 분석은 한·미·일 행동주의 캠페인 1,059건에서 추출한 안전 2,400건을 대상으로 한다. 글로벌 행동주의 데이터베이스와 공개 공시·언론보도를 바탕으로 대상 기업, 행동주의 주체, 요구 유형, 안전별 판정, 관철일, 캠페인 개시일, 개시 후 1년 추가수익률을 정리했다.

분석 단위는 개별 안전이다. 하나의 캠페인에서 배당 확대와 이사 선임처럼 복수의 요구가 제기되면, 각 요구를 별도 안전으로 집계했다. 한국 400건, 일본 1,000건, 미국 1,000건으로 전체 표본은 2,400건이다.

본 보고서는 안전별 관철 여부와 캠페인 개시 후 1년 절대수익률의 관계를 분석했다. 앞선 ②편은 국내 행동주의 캠페인 178건을 대상으로 캠페인 기간 보유수익률과 표결·이행·엑시트의 관계를 추적했다.

이번 편은 개별 안전의 관철 여부가 이후 수익률 차이와 어떤 관계를 보이는지에 초점을 맞춘다.

① 관철 판정

관철은 해당 안전의 관철일이 데이터베이스 또는 공개자료에서 확인된 경우로 정의했다. 미관철은 안전 판정이 종결됐으나 관철일이 확인되지 않은 경우다. 데이터 기준일 현재 진행 중인 안전은 관철·미관철 비교에서 제외했다.

관철은 캠페인 전체의 성공 판정과 다르다. 하나의 캠페인 안에서도 배당 확대는 관철되고 이사 선임은 미관철로 남을 수 있다. 이에 본 분석은 캠페인 단위의 성공·부분 성공·실패가 아니라, 개별 요구의 관철 여부를 기준으로 한다.

② 수익률 산식

캠페인 개시일을 기준으로 계산한 수정주가 기준 1년 절대수익률이다. 캠페인 개시일은 행동주의 주체의 최초 공개 요구, 지분 공시 또는 공개 캠페인이 확인된 시점이다. 국가별 공시 제도와 데이터베이스 입력 기준이 달라 세부 날짜에는 차이가 있을 수 있다.

개별 안전의 제기일은 캠페인 개시일과 일치하지 않을 수 있다. 국내 표본 400건 중 141건은 안전 제기일과 캠페인 개시일이 달랐다. 그러나 국가별 분석 기준을 통일하기 위해 모든 안전의 수익률은 캠페인 개시일 기준으로 산정했다.

개시 후 1년이 지나지 않은 사례는 데이터 기준일인 2026년 8월 19일까지의 누적수익률을 사용했다. 따라서 최근 개시된 안전에는 완결된 1년 수익률이 아니라 기준일 현재의 부분 수익률이 포함된다.

③ 통계 처리와 표본 제한

요구 유형과 관철 여부별로 평균과 중앙값을 함께 제시했다. 관철·미관철 간 평균 수익률 차이는 이분산 Welch t-검정으로 점검했다.

미국 표본은 미관철 안전의 극단 수익률이 평균을 크게 왜곡할 수 있어 '1년수익률 ≤ 300%'인 절단 표본을 별도로 분석했다. 절단 전 미관철 안전의 평균 수익률은 +80.5%였으나, '1년수익률 > 300%'인 6건을 제외하면 +18.6%로 낮아졌다. 제외된 6건은 모두

미관철 안건이었다. 관철·미관철 간 평균 차이의 p값도 0.27에서 0.75로 달라졌다. 별도 표시가 없는 미국 수익률 비교는 이 절단 표본을 기준으로 한다.

- ④ 유효 표본 전체 2,400건 가운데 진행 중 안건 751건을 제외한 관철·미관철 비교 표본은 1,649건이다. 한국 348건, 일본 744건, 미국 557건이다. 미국 수익률 비교에서는 극단값 6건을 추가로 제외해 542건을 사용했다.

[표1] 국가별 표본 구성 — 한·미·일 안건 2,400 건

구분	한국	일본	미국	합계
표본 기간	2014.7~2026.8	2020.4~2026.8	2025.2~2026.8	—
대상 기업 수	131 개	349 개	364 개	844 개(단순 합계)
캠페인 수	167 건	441 건	451 건	1,059 건
안건 수	400 건	1,000 건	1,000 건	2,400 건
관철·미관철·진행 중 안건 수	87/261/52	192/552/256	206/351/443	485/1,164/751
판정 종결 안건 기준 관철률	25.0%	25.8%	37.0%	29.4%
비교 유효표본(진행 중 제외)	348 건	744 건	557 건	1,649 건
진행 중 안건 비중	13.0%	25.6%	44.3%	31.3%

주: 관철은 안건별 관철일이 데이터베이스 또는 공개자료에서 확인된 사례이며, 미관철은 판정 종결 안건 가운데 관철일이 확인되지 않은 사례

주2: 비교 유효표본은 진행 중 안건을 제외한 관철·미관철 안건 기준임. 미국의 수익률 분석은 1년수익률>300%인 미관철 안건 6건을 추가로 제외한 542건을 사용

주3: 국가별 표본 기간, 시장 환경, 업종 구성, 1년 수익률 완결성이 다르므로 국가 간 절대수익률 수준이나 관철·미관철 간 평균 격차의 크기를 직접 비교하지 않음. 본 분석은 각국 내부에서 관철된 수익률 차이를 병렬로 제시

자료: Bloomberg, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

한계와 유의사항

>> 수익률 격차는 관찰 결과이며, 인과효과가 아니다

① 안건별 수익률은 서로 독립적이지 않다

분석 단위는 개별 안건이지만 수익률은 캠페인 개시일을 기준으로 측정했다. 하나의 캠페인에 복수 안건이 포함되면 동일한 수익률이 여러 안건에 반복 배정된다. 따라서 관찰·미관찰 안건 간 평균 차이와 Welch t-검정 결과는 캠페인 단위의 상관관계를 반영하지 않은 단순 비교다.

수익률은 시장·업종 수익률을 차감하지 않은 1년 절대수익률이다. 표본 기간도 한국 2014년 7월~2026년 8월, 일본 2020년 4월~2026년 8월, 미국 2025년 2월~2026년 8월로 다르다. 특히 일본의 높은 절대수익률에는 표본 기간 중 시장 상승 효과가 포함될 수 있다. 따라서 국가 간 수익률 수준이나 관찰·미관찰 격차의 크기를 직접 비교할 수 없다. 본 분석은 각국 내부에서 관찰된 수익률 차이를 병렬로 제시한다.

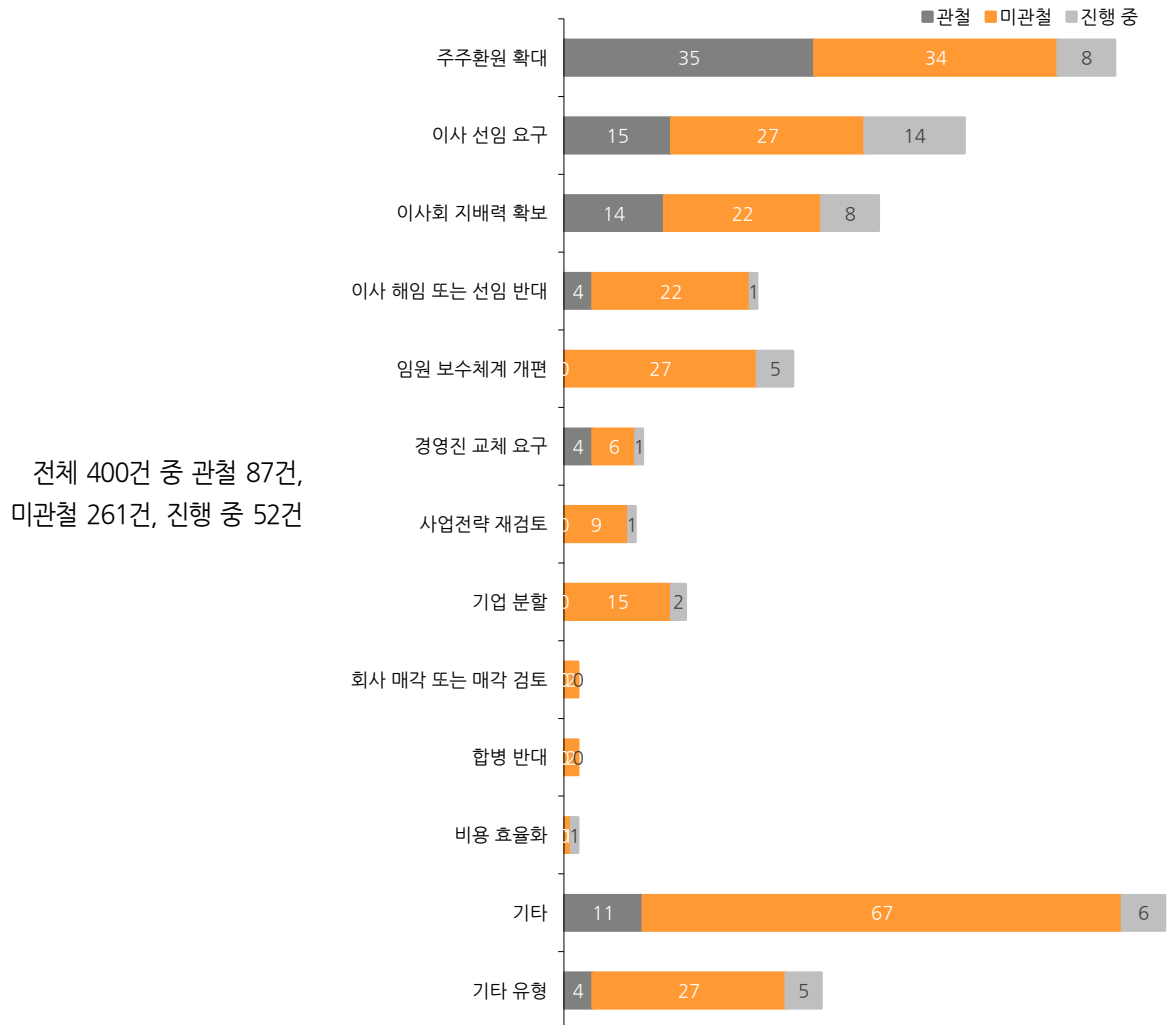
관찰 안건과 미관찰 안건은 출발 조건이 같지 않을 수 있다.

현금 여력, 저평가 수준, 업황, 최대주주 지분율, 요구의 실행 가능성, 행동주의 주체의 협상력은 안건 관찰 가능성과 이후 수익률에 함께 영향을 줄 수 있다. 또한 개시 후 1년이 지나지 않은 안건은 데이터 기준일인 2026년 8월 19일까지의 누적수익률을 사용했고, 진행 중 안건은 비교에서 제외했다. 최근 개시 사례와 장기 이행이 필요한 전략 재검토·기업 분할·이사회 개편 요구는 충분히 반영되지 않았을 수 있다. 따라서 관찰·미관찰 간 수익률 차이는 관찰 자체의 효과가 아니라, 기업의 출발 조건과 표본 구성, 행동주의 주체의 선별이 함께 반영된 사후 관찰 결과로 해석해야 한다.

관찰 또는 미관찰 중 한쪽 표본이 5건 미만인 유형은 평균수익률을 일반화하지 않았다. 예를 들어 한국의 이사 해임·선임 반대 안건은 관찰 사례가 4건이고 평균수익률은 -47.8%다. 유형별 결과는 유효 표본 수와 중앙값을 함께 확인해야 한다.

[그림1] 국내 행동주의 안건의 요구 유형별 판정 현황(관철·미관철·진행 중, 건수)

(건수)



주1: 관철은 안건별 관철일이 DB 또는 공개자료에서 확인된 사례, 미관철은 판정 종결 안건 중 관철일이 확인되지 않은 사례

주2: ② 보고서(국내 캠페인 178건·요구사항 398건)는 국내 공개 행동주의 사례를 대상으로 집계했고, 본 보고서는 국가별 비교를 위해 Bloomberg 글로벌 DB에서 별도 추출한 한국 안건 400건(캠페인 167건)을 사용했다. 표본 추출 기준과 데이터 기준일이 달라 두 표본의 건수는 직접 비교할 수 없다.

주3: 국내 행동주의는 캠페인 수 기준 2014년 1건에서 2023년 39건, 2024년 49건으로 증가했다(본 보고서의 Bloomberg 글로벌 DB 기준).

①·②편의 국내 공개 사례 DB(캠페인 178건)로는 2014년 2건, 2023년 42건으로 집계돼, 표본원에 따라 연도별 건수에 차이가 있다. 2026년은 데이터 기준일(8월 19일)까지 캠페인 14건(안건 기준 26건)이 개시됐다.

자료: Bloomberg, 공개 기사·언론보도, 한화투자증권 리서치센터

II. 국가별 결과

한국, 관철 안건의 개시 후
1년 절대수익률이 더 높게
나타남

한국 표본에서 관철 안건의 개시 후 1년 절대수익률은 평균 +6.2%(중앙값 +2.6%), 미관철 안건은 평균 -4.5%(중앙값 -9.3%)로 나타났으며, 평균 격차는 +10.8%p였다. Welch t-검정의 p값은 0.072로 10% 유의수준에서만 차이가 확인된다.

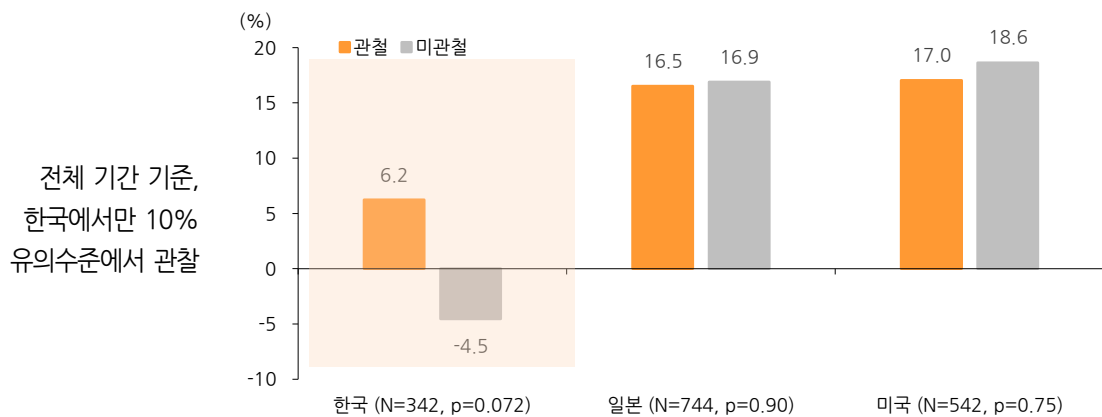
다만 이 결과는 2014년 이후 전체 기간 기준이다. 동일한 캠페인 수익률이 복수 안전에 반복 배정됐고, 시장·업종 수익률을 조정하지 않았다. 세 나라의 개시 시점을 2025년 2월 이후로 맞춘 비교에서는 한국 표본이 29건에 그쳤고, 같은 격차는 확인되지 않았다.

요구 유형별로는 주주환원 요구 69건에서 관철·미관철 간 평균 격차가 +22.4%p로 가장 컸다. 소수 이사 선임 요구(관철 +8.4% vs 미관철 +1.2%)에서도 관철 사례의 평균 수익률이 더 높게 나타났다.

반면 이사회 과반 확보 요구는 관철 사례에서도 평균 -13.8%를 기록했다. 다만 유형별 표본 수와 중앙값을 함께 확인해야 하며, 특히 경영권 분쟁형 요구의 낮은 수익률을 관철 자체의 효과로 해석할 수는 없다.

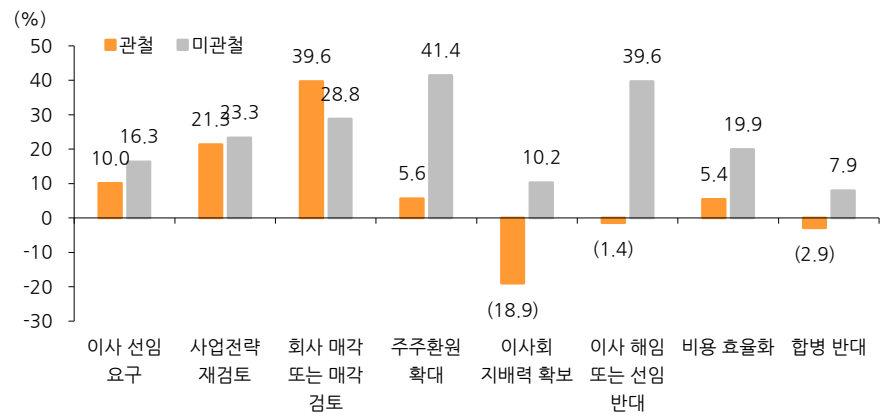
아울러 '그 외 유형'으로 통합한 소수 안전군은 경제적 내용이 이질적이고 일부 셀의 표본 수가 작아, 본문 해석에서는 사전 정의한 주요 요구 유형만 비교했다.

[그림2] 국가별 관철·미관철 안건의 개시 후 1년 평균 절대수익률



자료: 한화투자증권 리서치센터

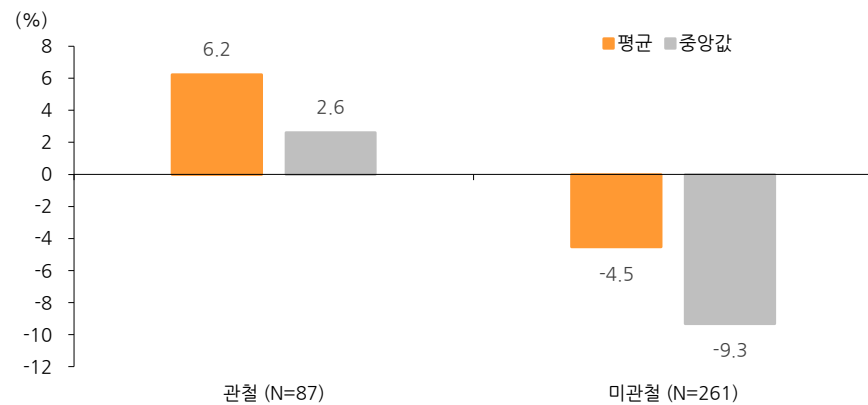
[그림3] 한국: 관철·미관철 안건의 개시 후 1년 수익률



주: 진행 중 안건 제외. N은 안건 수 기준 관철 87건·미관철 261건(이 중 수익률 보유 표본 84건·258건)

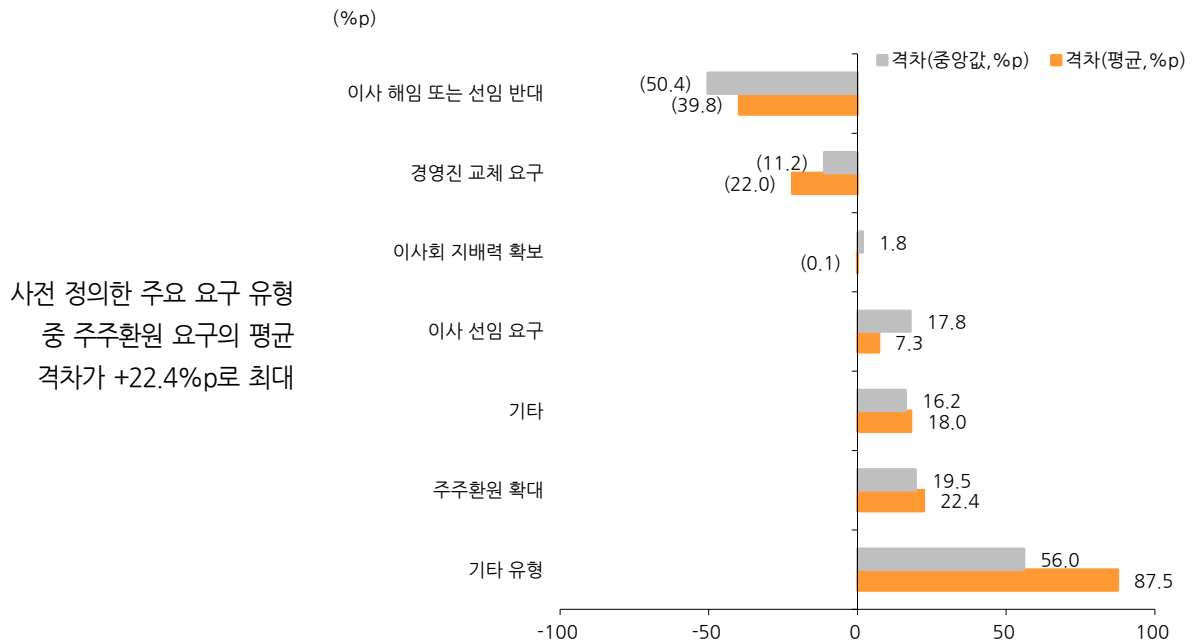
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한국: 요구 유형별 관철·미관철 안건의 개시 후 1년 수익률



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한국: 주요 요구 유형별 관철·미관철 간 개시 후 1년 절대수익률 격차(평균·중앙값, %p)



주: 진행 중 안건 제외. 막대는 '관철 평균수익률-미관철 평균수익률' 및 중앙값의 차이. 관철 또는 미관철 표본이 5건 미만인 유형은 *로 표시하고 해석에서 제외. 이질적 소수 표본인 '그 외 유형'은 차트와 해석에서 제외

자료: 한화투자증권 리서치센터

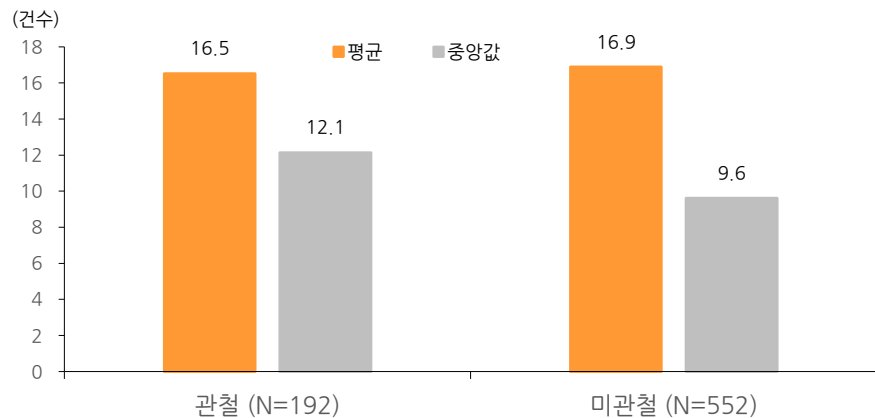
>> 일본, 관철 여부만으로 수익률 차이를 설명하기 어려웠다

일본 표본의 캠페인 개시 후 1년 절대수익률은 관철 안건 평균 +16.5%, 미관철 안건 평균 +16.9%로 차이가 작았다. Welch t-검정의 p값은 0.90으로, 관철 여부에 따른 평균 수익률 차이는 통계적으로 확인되지 않았다.

미관철 안건에서도 높은 절대수익률이 나타난 배경에는 일본 증시의 상승, 자본효율 개선 압력, 행동주의 타깃 기업의 공통 특성이 함께 반영됐을 수 있다. 다만 본 분석은 시장·업종 조정수익률과 안건별 실제 이행 여부를 반영하지 않았다. 미관철 안건의 높은 수익률을 사후 자발적 이행이나 행동주의 효과로 일반화할 수는 없다.

일본의 주주환원 요구는 관철 사례에서 평균 +23.8%의 수익률을 기록했다. 반면 이사 선임 요구의 관철 사례는 -7.1%로 한국(+8.4%)·미국(+10.0%)과 다른 방향을 보였다.

[그림6] 일본: 관철·미관철 안건의 개시 후 1년 수익률(%)



자료: 한화투자증권 리서치센터

➤ 요구 유형별 관찰수익률: 공통 패턴과 국가별 차이

요구 유형별 관찰수익률에는 일부 공통 패턴이 나타났다.

주주환원 확대 요구의 관찰 사례는 한국 +10.3%, 일본 +23.8%, 미국 +5.6%로 세 나라 모두 플러스 수익률을 기록했다. 반면 이사회 지배력 확보 요구의 관찰 사례는 한국 -13.8%, 일본 -15.3%, 미국 -18.9%로 세 나라 모두 마이너스 수익률을 보였다.

이 차이는 관찰의 인과효과가 아니다. 주주환원 요구는 현금 여력과 저평가가 뒷받침된 기업에 집중됐을 수 있고, 이사회 지배력 확보 요구는 경영권 분쟁이나 사업·재무 위협이 누적된 기업에서 제기됐을 수 있다.

특히 이사회 과반 확보형 요구는 소수 이사 선임과 달리 장기 위임장 대결, 소송, 경영진 교체, 사업 재편을 수반할 수 있는 경영권 이벤트다.

이사 해임·선임 반대 요구의 관찰 사례는 일본 +38.8%, 한국 -47.8%였고, 경영진 교체 요구는 미국 +82.3%, 한국 -14.6%로 나타났다.

물론 이들 결과는 유형별 표본 수가 작고, 국가별 표본 기간·시장 환경·수익률 완결성이 다르다는 점을 고려해야 한다.

우리나라의 이사 해임·선임 반대와 경영진 교체 요구는 각각 관찰 사례가 4건에 불과하다. 미국의 경영진 교체 요구 역시 소수 사례와 극단 수익률이 평균에 영향을 미쳤을 가능성이 있다. 따라서 이 수치를 국가별 행동주의의 우열이나 특정 안건의 일반적 성과로 해석해서는 안 된다.

>> 미국, 관철은 수익률의 충분조건이 아니었다

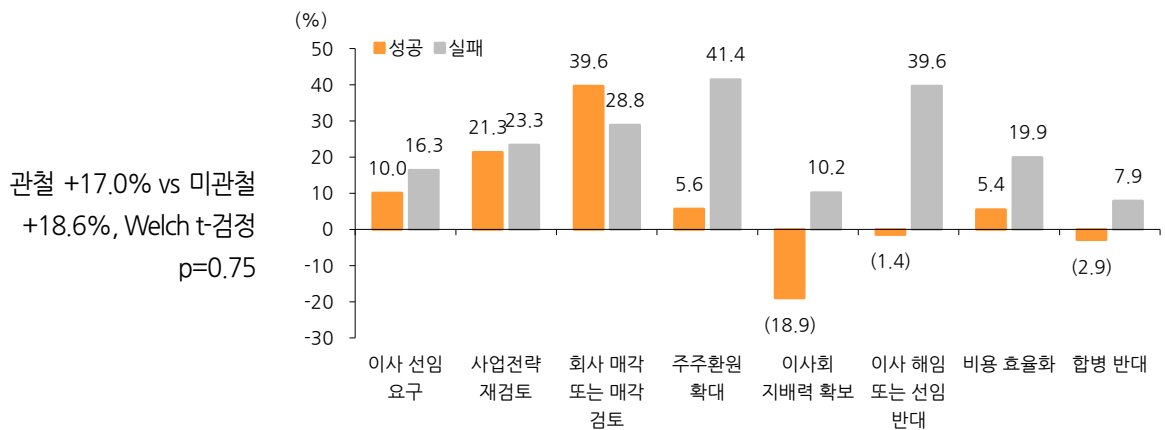
미국, 관철·미관철 간 사후
수익률 차이가 확인되지
않았다

미국 표본에서 관철 안건의 캠페인 개시 후 1년 절대수익률은 평균 +17.0%, 미관철 안건은 평균 +18.6%였다. 평균 격차는 -1.6%p였고, Welch t-검정의 p값은 0.75로 통계적 유의성을 확보하지 못했다. 미국 표본에서는 관철 여부만으로 개시 후 수익률 차이를 설명하기 어려웠다.

미국 표본은 2025년 2월 이후 개시된 안건으로 구성됐고, 전체 안건의 44.3%가 진행 중이다. 1년 미경과 안건의 부분 수익률도 포함돼 있어 장기 성과로 일반화하기에는 한계가 있다. 다만 관철 안건이 미관철 안건보다 높은 수익률을 보인다는 증거도 확인되지 않았다.

거래형 요구는 가결·합의 여부보다 거래 종결 조건, 자금조달, 이행 일정, 행동주의 주체의 잔여 지분과 엑시트 가능성을 함께 확인해야 한다.

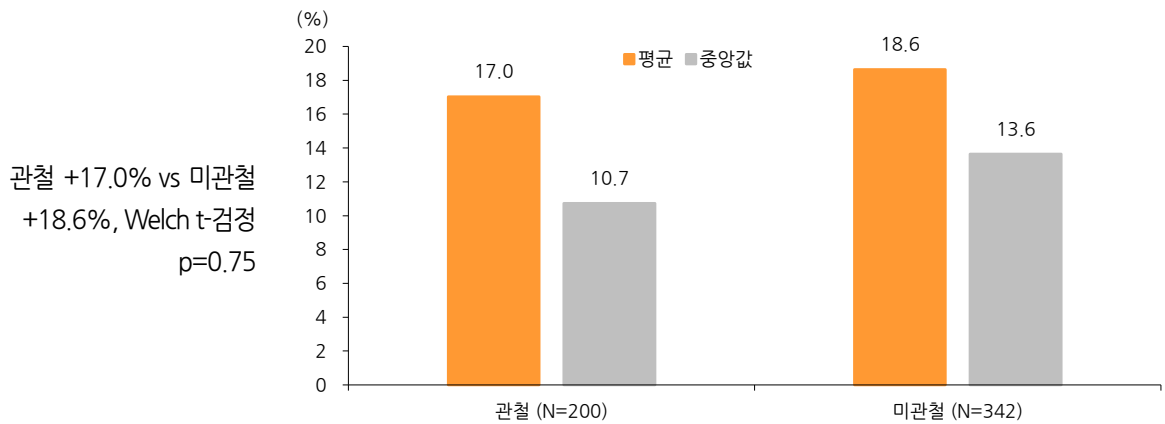
[그림기] 미국: 관철·미관철 안건의 개시 후 1년 절대수익률



주: 진행 중 안건과 11년수익률 > 300% 사례 6건을 제외한 절단 표본 기준

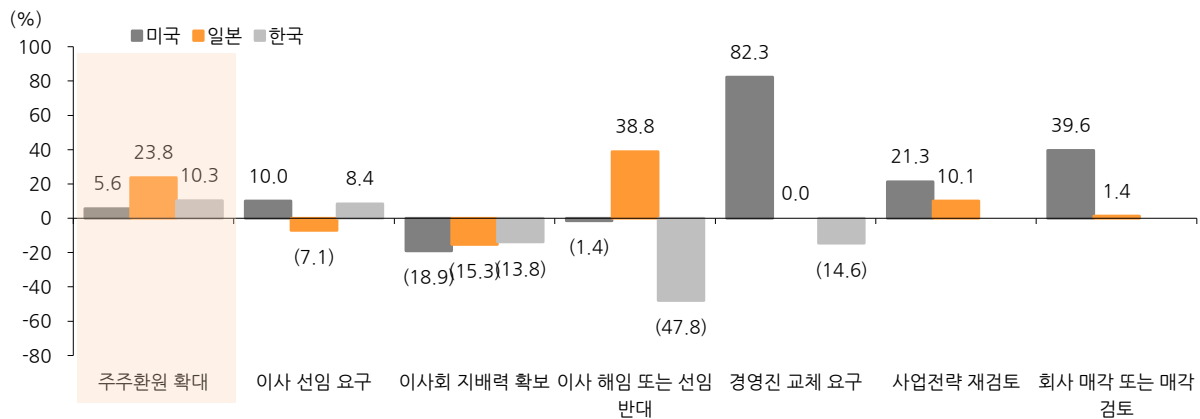
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 미국: 관철·미관철 안건의 개시 후 1년 수익률(%)



자료: 한화투자증권 리서치센터

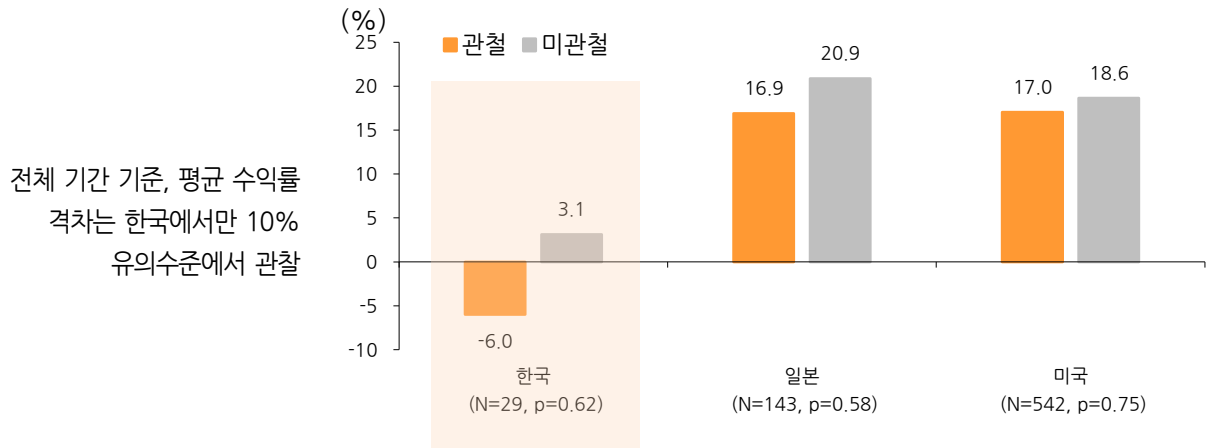
[그림9] 한·미·일: 관철·미관철 안건의 개시 후 1년 절대수익률 비교(국가별 평균, %)



주: N은 1년 수익률 보유 표본 기준(한국 342건, 일본 744건, 미국 542건). 미국은 $1Y \leq 300\%$ 절단 표본 평균을 사용. 수익률은 시장·업종 조정 전 절대수익률. 국가별 표본 기간과 시장 환경, 업종 구성, 수익률 완결성이 달라 국가 간 절대수익률 수준이나 관철·미관철 평균 격차의 크기를 직접 비교하기 어렵기 때문에, 각국 내부에서 관찰된 수익률 차이를 병렬로 제시

자료: 한화투자증권 리서치센터

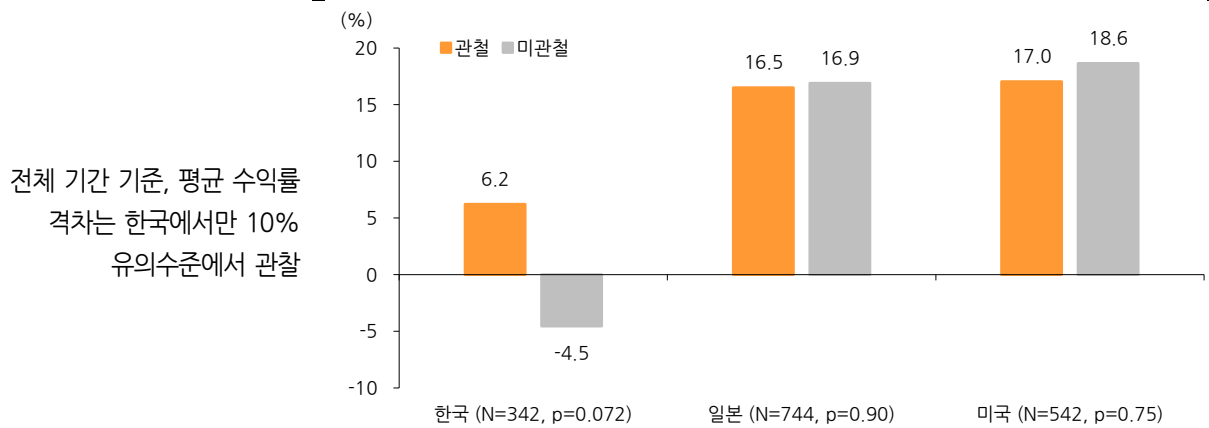
[그림10] 한·미·일 동일 기간(2025.2~) 관철·미관철 안건의 개시 후 1년 절대수익률



주: 3국 공통 2025년 2월 12일 이후 개시 안건, $|1Y| \leq 300\%$ 트림 기준. 한국 관철 -6.0% vs 미관철 +3.1%(N=29, p=0.62), 일본 +16.9% vs +20.9%(N=143, p=0.58), 미국 +17.0% vs +18.6%(N=542, p=0.75). 한국은 관철 11건·미관철 18건의 극소표본으로 참고용

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 한·미·일: 관철·미관철 안건의 개시 후 1년 수익률 비교(국가별 평균, %)



주: 한국·일본은 진행 중 안건 제외, 미국은 진행 중 제외 및 수익률 $\leq 300\%$ 표본 기준. 국가별 표본 기간(한국 2014.7~, 일본 2020.4~, 미국 2025.2~)과 1년 수익률 보유 표본(342/744/542건), 수익률 완결성이 달라 국가 간 절대수익률 수준의 직접 비교에는 한계

자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 요구 유형별 관찰수익률

➤ 관찰 여부보다 이행 구조와 경영권 비용을 함께 봐야 한다

요구의 이름보다 이행
구조를 봐야 함

요구 유형별 관찰수익률은 한 방향으로 움직이지 않았다. 주주환원 확대 요구의 관찰 사례는 한국 +10.3%, 일본 +23.8%, 미국 +5.6%로 세 나라 모두 플러스 수익률을 기록했다. 반면 이사회 지배력 확보 요구의 관찰 사례는 한국 -13.8%, 일본 -15.3%, 미국 -18.9%로 세 나라 모두 마이너스 수익률을 보였다.

한국에서는 전체 기간 기준 관찰 안건의 개시 후 1년 절대수익률이 미관찰 안건보다 +10.8%p 높게 관측됐다. 요구 유형별로는 주주환원 요구의 관찰·미관찰 간 평균 격차가 +22.4%p로 가장 컸다. 다만 이 격차는 2014년 이후 장기 표본에서 관찰된 결과이며, 2025년 2월 이후 동일 기간 표본에서는 재현되지 않았다.

이사회 지배력 확보 요구는 소수 이사 선임과 달리 경영권 이전 가능성, 소송, 임시주총, 경영진 교체, 사업 재편을 수반할 수 있다. 관찰 사례의 낮은 수익률은 이사회 장악 자체의 효과라기보다, 경영·재무·지배구조 위험이 이미 누적된 기업이 과반 확보형 요구의 대상이 됐을 가능성과 함께 해석해야 한다.

이 결과는 관찰의 인과효과가 아니다. 현금 여력, 저평가 수준, 업황, 지배주주 지분율, 행동주의 주체의 전략과 협상력이 안건 관찰 가능성과 이후 수익률에 함께 영향을 줄 수 있다. 따라서 요구의 이름보다 실제 이행 경로와 경영권 비용을 분리해 확인할 필요가 있다.

요구의 구성과 관찰수익률은 반드시 일치하지 않았다.

Bloomberg Intelligence의 별도 집계에 따르면 2023~2025년 국내 행동주의 캠페인에서 이사회 지배·참여 요구 비중은 43%, 주주환원 요구 비중은 30%였다. 다만 이는 본 보고서의 안건별 수익률 표본과 추출 기준이 다른 별도 자료다.

>> 주주환원: 공시보다 실제 집행이 중요하다

주주환원은 말보다 이행
규모가 중요하다

국내 주주환원 요구의 관철 사례는 개시 후 1년 평균 +10.3%, 미관철 사례는 -12.1%로 +22.4%p의 관찰 격차를 보였다. 국내 주요 요구 유형 가운데 가장 큰 평균 격차다.

주주환원은 가결 여부나 이사회 결의만으로 판단할 수 없다. 배당은 지급일과 주당배당금, 자사주 매입은 취득 규모와 재원, 소각은 실제 소각 완료와 유통주식 수 감소를 통해 이행 여부를 확인해야 한다.

특히 자사주 매입 후 재매각·교환·임직원 보상으로 활용할 수 있는지, 소각 일정이 확정됐는지를 구분해야 한다. +22.4%p는 기업·업종·시기 효과를 통제하지 않은 절대수익률 기준의 관찰 격차이며, 주주환원 관철의 인과효과로 해석할 수 없다.

다만 +22.4%p는 기업·업종·시기 효과를 통제하지 않은 절대수익률 기준의 관찰 격차다. 현금 여력과 저평가 상태가 주주환원 관철과 수익률에 함께 작용했을 수 있으므로, 이를 주주환원 관철의 인과효과로 해석해서는 안 된다.

>> 이사회: 소수 이사 선임과 과반 확보는 다른 사건이다

소수 이사 선임은 견제 기능,
과반 확보는 경영권 이벤트

소수 이사 선임 요구의 관철 사례는 한국 +8.4%(15건), 미국 +10.0%(46건)의 평균 수익률을 보였다. 반면 이사회 과반 확보 요구의 관철 사례는 한국 -13.8%(13건), 미국 -18.9%(6건)로 나타났다. 두 요구를 단순히 '이사 선임'으로 묶어서는 안 된다.

소수 이사 선임은 기존 이사회에 견제 기능을 더하는 방식이다.

반면 과반 확보는 실질적 경영권 이전 가능성, 장기 위임장 체결, 소송, 임시주총, 경영진 교체와 사업 재편으로 이어질 수 있다. 표결 또는 선임이 이뤄져도 이사회 운영권과 전략 실행권을 확보하는 데 시간이 걸릴 수 있으며, 비용과 불확실성은 성과보다 먼저 주가에 반영될 수 있다.

이사회 장악형 요구의 낮은 관찰수익률은 행동주의 개입의 결과라고 단정할 수 없다. 이미 경영·재무 지배구조 위험이 누적된 기업이 과반 확보형 요구의 대상이 됐을 가능성을 함께 봐야 한다. 미국 과반 확보형 관철 사례는 극단값 절단 후 6건에 불과하다. 평균수익률만으로 이사회 장악이 기업가치를 훼손한다고 일반화할 수 없다.

이사회 관련 행동주의를 평가할 때는 후보자 수보다 선임 후 이사회 지배력 변화, 위원회 배치, 최대주주 측 우호지분, 임시주총·소송 가능성, 경영진 교체와 사업 재편의 실행 가능성을 먼저 확인해야 한다.

➤ 국가별 병렬 분석: 관철 프리미엄은 공통 기간에서 재현되지 않았다

국내 행동주의 장기 표본에서는 관철·미관철 간 평균 수익률 격차가 +10.8%p로 관측됐다. 일본은 관철 +16.5%, 미관철 +16.9%로 차이가 없었고($p=0.90$), 미국도 관철 +17.0%, 미관철 +18.6%로 통계적 유의성을 확보하지 못했다($p=0.75$).

이 차이를 한국·일본·미국 행동주의의 우열로 해석할 수는 없다. 수익률은 시장·업종을 조정하지 않은 절대수익률이고, 표본 기간도 한국은 2014년 7월부터, 일본은 2020년 4월부터, 미국은 2025년 2월부터로 다르다. 특히 미국은 전체 안전의 44.3%가 진행 중 이어서 수익률의 완결성이 낮다.

같은 시장 환경에서 결과가 유지되는지도 확인했다. 세 나라의 개시 시점을 2025년 2월 이후로 맞추면 관철·미관철 간 수익률 격차는 모두 통계적으로 유의하지 않았다. 한국도 관철 -6.0%, 미관철 +3.1%로 격차 방향이 바뀌었다. 다만 한국 표본은 29건으로 작아, 관철이 수익률을 낮췄다고 해석할 수는 없다.

핵심은 한국 장기 표본의 +10.8%p를 ‘관철 프리미엄’으로 투자에 적용할 수 없다는 점이다. 관철 여부만으로는 세 나라 어디에서도 반복 가능한 수익률 규칙을 확인하지 못했다. 행동주의 공시나 주주제안 가결은 매수 신호가 아니라, 이후의 이행 가능성을 따져보는 것이 합리적이다.

투자자는 국가별 평균수익률보다 관철 이후 이행 경로를 확인해야 한다. 한국은 주주환원의 재원과 집행, 일본은 자본배치 변화, 미국은 거래 종결 조건과 후속 공시를 우선 점검할 필요가 있다.

IV. 결론 및 시사점

>> 관철은 결과가 아니라 이행 검증의 시작이다

행동주의의 투자성과는 단순한 성공 판정보다 요구의 유형과 실제 이행 여부를 함께 봐야 설명할 수 있음

한·미·일 행동주의 안전 2,400건을 분석한 결과, 한국 장기 표본에서는 관철 안전의 수익률이 높게 관측됐다. 그러나 2025년 2월 이후 공통 기간에서는 이 격차가 재현되지 않았고, 일본과 미국에서도 관철·미관철 간 평균 수익률 차이는 통계적으로 확인되지 않았다. 관철 여부만으로 행동주의의 투자성과를 일반화할 수 없다는 뜻이다.

요구 유형별로는 주주환원 관철 사례에서 플러스 수익률, 이사회 지배력 확보 관철 사례에서 마이너스 수익률이 관측됐다. 다만 이는 관철의 인과효과가 아니다. 현금 여력, 자평가 수준, 업황, 지배구조 위험, 행동주의 주체의 전략이 안전 관철 가능성과 이후 수익률에 함께 반영됐을 수 있다.

자산운용사의 스튜어드십 활동은 선언적 요구보다 배당·자사주 매입·소각의 재원·규모·시점을 특정하고, 주총 이후 실제 집행까지 추적하는 방식으로 고도화될 필요가 있음

주주환원은 한·미·일 관철 표본에서 모두 플러스 절대수익률이 나타난 유일한 공통 요구였다. 이를 관철의 인과효과로 해석할 수는 없지만, 국내 자산운용사의 스튜어드십 활동은 선언적 거버넌스 요구보다 실행 재원과 집행 일정이 특정된 주주환원 요구에 무게를 둘 필요가 있다.

배당 확대를 요구한다면 목표 배당성향과 적용 시점을, 자사주 매입을 요구한다면 취득 규모와 재원을, 자사주 소각을 요구한다면 소각 기한과 예외적 보유·처분 사유를 함께 제시해야 한다. 주주제안의 실효성은 가결 여부보다 주주총회 이후 실제 집행을 확인하는 사후 관여에서 판별된다.

이사회 관련 요구도 구분해야 한다. 독립이사 1인 선임은 이사회 내 견제 기능을 강화하는 사안일 수 있다.

반면 이사회 과반 확보나 경영진 교체는 경영권 분쟁, 소송, 임시주총, 사업 재편으로 이어질 수 있는 별도 사건이다. 운용사는 이사회 요구를 하나의 ‘거버넌스 개선’ 범주로 묶기보다, 선임 후 이사회 지배력 변화와 위원회 배치, 최대주주 측 우호지분, 경영권 분쟁 가능성을 나눠 판단해야 한다.

투자자는 표결 결과나 관철 판정보다 실제 이행 경로를 봐야 한다. 주주환원은 배당·자사주 매입·소각의 규모와 재원, 이사회 안전은 선임 후 지배력과 위원회 변화, 거래형 요구는 거래 종결 조건과 행동주의 주체의 잔여 지분·엑시트를 함께 확인해야 한다.

다음 ④편에서는 관철 여부만으로 설명되지 않는 수익률 차이를 주주환원, 이사회 구성, 거래형 요구의 실제 이행 경로로 분해한다.

[표2] 행동주의 안건별 투자자 확인 항목

투자자 유형	확인 항목	기준
연기금·스튜어드십	배당·자사주 매입·소각의 규모, 재원, 시점, 취소 가능성	가결 여부보다 실제 주주환원 이행을 기준으로 의결권 행사와 사후 관여를 점검
	소수 이사 선임인지, 이사회 과반 확보·경영진 교체 요구인지	소수 이사 선임은 견제 기능 강화, 과반 확보는 경영권 분쟁·장기화 위험으로 분리 판단
액티브 운용	행동주의 요구의 법적·재무적 실행 가능성, 최대주주·우호지분, 외부주주 구성, 행동주의 주체의 잔여 지분	관철 판정만으로 진입하지 말고, 실제 이행 가능성과 엑시트 부담을 함께 반영
	거래형 요구의 인수 조건, 자금조달, 종결 시점, 철회 가능성	매각·분할·전략 재검토는 공시 자체보다 거래 종결 조건과 인수 프리미엄을 우선 확인
패시브·인덱스	자사주 소각·배당의 실제 집행, 독립이사·감사위원 구성 변화, 지수 내 주주환원율	개별 안건의 단기 수익률보다 시장 전체의 이행률과 거버넌스 개선 지속성을 평가

자료: Bloomberg, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 8월 24일)

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.
