

ESG

거버넌스 임팩트 : 따라 사면 늦는다



▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

한·미·일 행동주의 캠페인 5,199건의 공시 후 추종매수 성과를 비교한 결과, 한국은 중위 수익률 -6.1%로 일본 +10.8%, 미국 +6.3%와 달리 유일하게 마이너스였음. 플러스 수익 비율도 한국 40.8%로 일본 66.1%, 미국 57.3%를 하회했음. 행동주의 공시는 한국에서 무조건적 매수 신호가 아니었음.

한국의 부진은 추종 투자자에 국한되지 않았음. 행동주의 주체의 시장조정 중위 수익률도 한국 -19.2%p로 일본 -1.5%p, 미국 -4.7%p보다 낮았음. 행동주의 주체의 시장조정 성과도 한국에서 가장 낮아, 공시 뒤 진입한 투자자의 수익 여건도 한국에서 상대적으로 불리했음을 시사함.

성과는 요구 유형에 따라 갈렸음. 주주환원형 추종매수는 한국 중위 +5.0%였으나, 이사회 진입 -9.2%, 이사회 장악·경영진 교체 -9.4%, 주주환원·이사회 장악 병행 -16.9%로 부진했음.

결론은 공시 자체가 아니라 요구의 내용과 실행 조건을 봐야 한다는 점임. 공시 시점에는 표결·관철·이행 여부를 알 수 없으므로, 투자자는 행동주의 주체의 이름이나 공시일 주가 반응보다 배당·자사주 소각·자산 매각 등 요구의 재원, 규모, 기한과 이후 이행 여부를 확인해야 함.

I. 행동주의 공시를 보고 따라 산 투자자는 얼마를 벌었나

‘따라 사기’ 성과

②편은 행동주의 공시가 장기 수익을 보장하는 매수 신호가 아님을 확인했다. ③편은 안건이 관철된 뒤에도 주가 성과를 좌우하는 변수가 남는다는 점을 분석했다. ④편은 한국 행동주의 주주제안의 요구 유형과 표결·관철 구조를 정리했다.

⑤편은 행동주의 캠페인이 시장에 확인된 뒤 해당 종목을 매수한 투자자가 실제로 수익을 얻었는지를 분석했다. 분석 대상은 표결·가결·관철 결과가 아니라, 공시 후 진입한 제3자 투자자의 가정 보유수익률이다.

투자자는 공시 시점에 해당 요구가 표결·관철·이행으로 이어질지를 알 수 없다. ③편의 관철 여부별 수익률은 결과를 확인한 뒤 구분한 사후 조건부 성과다. ⑤편은 이 결과를 알 수 없는 공시 시점에서의 무조건부 성과를 관찰했다.

결론부터 말하면, 한국에서 행동주의 공시를 보고 따라 사는 전략은 무조건적 매수 규칙으로 유효하지 않았다. 한국의 추종매수 중위 수익률은 -6.1%로 일본 +10.8%, 미국 +6.3%와 달리 마이너스였다. 배당·자사주 등 주주환원형 요구는 상대적으로 양호했지만, 이사회 진입 및 경영권 장악형 요구는 부진했다. 전술별로는 위임장 대결형의 성과가 우호적 관여형보다 낮았다.

본 보고서는 행동주의 공시 후 진입한 투자자의 수익률을 검증했다.

데이터와 방법론 분석 대상은 Bloomberg 글로벌 행동주의 캠페인 데이터에 공개 확인 사례를 보완해 당사 리서치센터가 집계한 캠페인 이력이다. 분석 기간은 2014년 1월 1일~2026년 8월 3일 개시 캠페인으로 통일했다.

전체 캠페인 표본은 한국 178건, 일본 1,055건, 미국 4,009건으로 총 5,242건이다. 이중 추종매수 수익률 표본은 한국 174건, 일본 1,054건, 미국 3,971건으로 총 5,199건이다. 한국의 제외 사례 4건은 상장폐자·거래정지 등으로 제외했다.

국가별 평균 수익률 차이는 이분산을 허용하는 Welch t-검정으로 검증했다. 다만 수익률 분포에 극단값이 존재할 수 있어 투자 성과의 해석은 평균보다 중위값을 우선했다. 미국의 평균 행동주의 추종자의 평균 수익률은 +26.1%였지만 중위값은 +6.3%였다. 일부 높은 수익률 사례가 평균을 끌어올린 결과다.

[표1] 한·미·일 행동주의 공시 후 추종매수 수익률 비교

데이터	한국	일본	미국
추종매수 수익률 산정 가능 표본	174	1,054	3,971
평균 수익률(%)	+1.7	+22.4	+26.1
중위 수익률(%)	-6.1	+10.8	+6.3
플러스 비율(%)	40.8	66.1	57.3

주: 행동주의 팔로워 표본. 행동주의 추종매수자의 수익률은 행동주의 캠페인이 시장에 확인된 뒤 제3자가 해당 종목을 매수했다고 가정한 보유수익률임

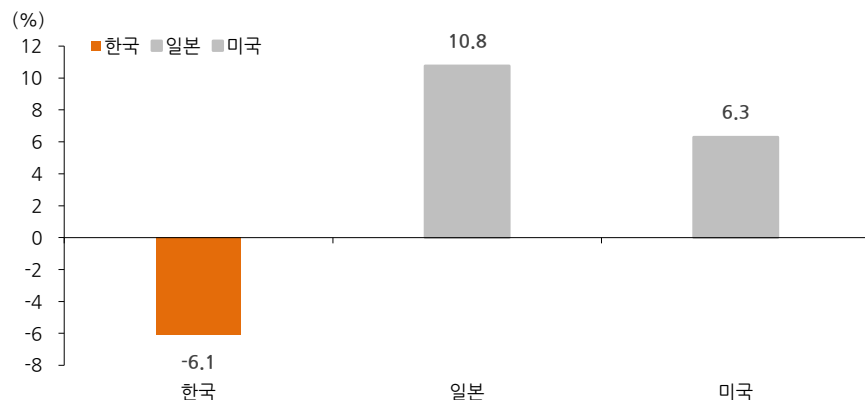
한국은 ②편과 동일 표본 178건 중 결측 4건을 제외한 174건

주2: 국가별 평균 수익률 차이는 Welch t-검정으로 검증했다. 한국과 일본의 차이는 $t=-4.57, p<0.001$, 한국과 미국의 차이는 $t=-3.57, p=0.0004$ 였음

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

한국의 추종매수 중위 수익률은 -6.1%로 일본 +10.8%, 미국 +6.3%와 달리 세 국가 중 유일하게 마이너스였다.

[그림1] 한국만 마이너스인 행동주의 공시 후 추종매수 중위 수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

II. 행동주의 주체도 시장을 이기지 못했다

>> 시장조정 수익률 기준 한국이 최하위

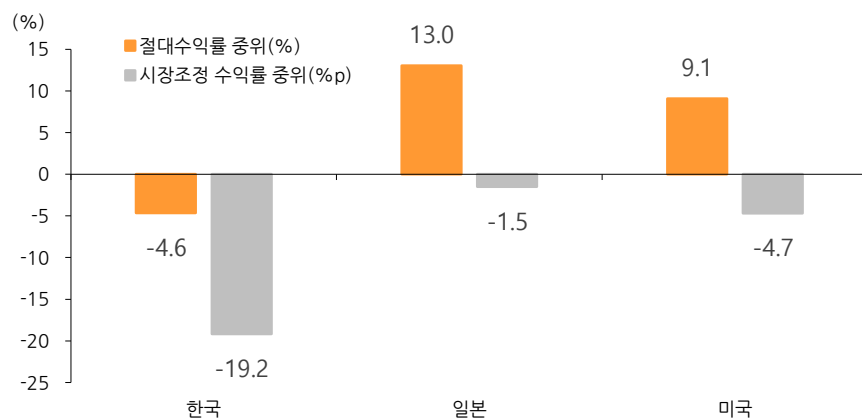
행동주의 주체의 시장조정 수익률도 한국이 가장 낮았다. 행동주의 주체의 보유수익률에서 같은 기간 현지 대표지수 수익률을 차감한 시장조정 중위 수익률은 한국 -19.2%p, 일본 -1.5%p, 미국 -4.7%p였다. 세 국가 모두 중위값 기준 시장을 밀돌았지만, 한국의 부진 폭이 가장 컸다.

절대수익률만 보면 일본과 미국의 행동주의 주체는 각각 중위 +13.0%, +9.1%의 수익을 기록했다. 같은 기간 TOPIX는 중위 +16.2%, S&P500은 +15.0% 상승했다. 일본과 미국의 절대수익률 플러스는 시장 상승의 영향을 함께 받았다.

한국은 절대수익률 중위값도 -4.6%로 세 국가 중 유일하게 마이너스였다. 같은 기간 KOSPI200 중위 수익률은 +10.9%였고, 시장조정 중위 수익률은 -19.2%p였다. 시장을 이긴 캠페인 비율도 한국 26.7%로 일본 47.7%, 미국 44.9%를 하회했다.

평균과 중위값의 괴리도 국가별로 달랐다. 미국의 시장조정 평균 수익률은 +7.4%p였지만 중위값은 -4.7%p였다. 일본도 평균은 +2.5%p였지만 중위값은 -1.5%p였다. 반면 한국은 평균 -33.8%p, 중위 -19.2%p로 모두 마이너스였다. 한국은 평균이 중위값보다 더 낮아, 일부 큰 손실 사례가 평균 성과를 추가로 낮춘 것으로 보인다.

[그림2] 한·미·일 행동주의 주체의 절대 및 시장조정 중위 수익률



주: 절대수익률은 %, 시장조정 수익률은 행동주의 주체의 보유수익률에서 동기간 현지 대표지수 수익률을 차감한 %p임.

KOSPI200, TOPIX, S&P500 지수를 사용

주2: 시장조정 수익률 중위값은 캠페인별 시장조정 수익률의 중위값으로, 절대수익률 중위값에서 시장수익률 중위값을 단순 차감한 값과 다를 수 있음

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

III. 무엇을 따라 사면 안 되는가

>> 주주환원형은 3 국 공통 플러스, 한국 이사회 관련 요구는 부진

한국의 공시 후 추종매수 성과는 요구 유형에 따라 크게 달랐다. 배당·자사주 등 주주환원형 요구는 상대적으로 양호했지만, 이사회 진입 및 경영권 장악형 요구는 부진했다.

주주환원 요구의 추종매수 중위 수익률은 한국 +5.0%, 일본 +17.9%, 미국 +10.4%였다. 세 국가 모두 플러스였다. 한국의 평균 수익률은 +9.6%, 플러스 수익 비율은 57.1%였다.

(③편에서 주주환원 관철 사례의 수익률이 상대적으로 양호했던 결과와 방향이 같다. 다만 ③편은 관철 여부를 확인한 뒤의 조건부 분석이고, 본 장은 공시 시점에 진입한 투자자의 무조건부 수익률이라는 점에서 분석 단위가 다르다.)

한국에서 이사회 진입 단독형의 추종매수 중위 수익률은 -9.2%, 이사회 장악·경영진 교체형은 -9.4%였다. 주주환원과 이사회 장악을 병행한 캠페인은 -16.9%로 가장 낮았다. 이사회 관련 요구는 가치 개선 기대와 함께 표결, 경영권 분쟁, 소송, 이행 지연 가능성을 동반할 수 있다. 다만 이 결과만으로 이사회 관련 요구가 추종매수 수익률을 낮췄다고 단정할 수는 없다. 기업의 사전 실적, 지배구조 갈등, 업종 환경 등이 함께 영향을 미쳤을 수 있다.

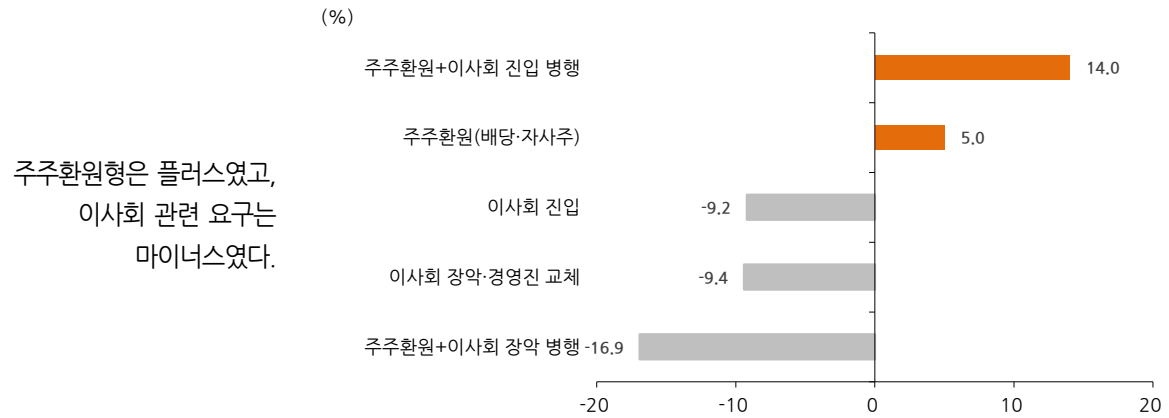
[표2] 한국: 요구 유형별 공시 후 추종매수 성과

요구 유형	표본	평균(%)	중위(%)	플러스 비율(%)
주주환원(배당·자사주)	28	+9.6	+5.0	57.1
주주환원+이사회 진입 병행	8	+11.7	+14.0	75.0
이사회 진입(이사 선임)	22	-13.1	-9.2	31.8
이사회 장악·경영진 교체	45	-12.3	-9.4	33.3
주주환원+이사회 장악 병행	10	-18.2	-16.9	10.0

주: 복수 요구가 포함된 캠페인은 병행 유형으로 분류

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한국: 요구 유형별 공시 후 추종매수 중위 수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

IV. 행동주의 주체와 추종 투자자의 수익률 격차

한국은 행동주의 주체와 추종 투자자의 평균 수익률 격차가 작음

행동주의 주체와 공시 후 진입한 투자자 간 평균 수익률 격차도 한국에서 가장 작았다. 행동주의 주체 수익률은 캠페인 개시 시점부터 지분을 보유했다고 가정한 수익률이고, 추종매수 수익률은 캠페인 사실과 요구 내용이 시장에 알려진 뒤 제3자가 매수했다고 가정한 수익률이다. 두 지표는 진입 시점과 보유기간이 달라 직접 비교에 한계가 있다.

한국에서 행동주의 주체의 평균 보유수익률은 +2.5%, 추종 투자자의 평균 수익률은 +1.7%였다. 평균 격차는 +0.8%p였다. 일본은 각각 +25.7%, +22.4%로 +3.3%p, 미국은 +29.8%, +26.1%로 +3.7%p 차이였다.

한국의 추종매수 중위 수익률은 -6.1%였고, 행동주의 주체의 시장조정 중위 수익률도 -19.2%p였다. 반면 일본과 미국의 추종매수 중위 수익률은 각각 +10.8%, +6.3%였다. 한국에서는 행동주의 주체와 추종 투자자의 평균 수익률 격차가 작았고, 추종 투자자의 중위 수익률도 마이너스였다. 공시 후 추종매수가 안정적인 수익 기회를 제공하지 못했음을 시사한다.

다만 행동주의 주체의 매도나 엑시트가 추종 투자자의 손실을 직접 초래했다고 단정할 수는 없다. 두 지표는 매수 시점, 보유기간, 산식이 다르고 기업 실적, 시장·업종 수익률, 요구 유형, 이행 여부, 유동성도 수익률에 영향을 미칠 수 있다.

V. 결론 및 시사점

공시를 따라 사지 말고,
요구를 분해해야 한다

한국의 행동주의 공시 후 추종매수는 중위 수익률 기준 -6.1%였고, 무조건적 매수 전략으로 유효하지 않았다. 일본과 미국의 추종매수 중위 수익률이 각각 +10.8%, +6.3%였던 것과 달리, 한국은 세 국가 중 유일하게 마이너스를 기록했다.

공시 후 성과는 요구 유형에 따라 달랐다. 배당·자사주 등 주주환원형 요구의 추종매수 중위 수익률은 한국에서 +5.0%였지만, 이사회 장악·경영진 교체형은 -9.4%였다. 공시 자체를 매수 신호로 일괄 해석하기보다, 요구 유형과 실행 조건을 분리해 봐야 하는 이유다.

개인투자자는 공시 직후 주가나 행동주의 주체의 이름보다 요구 유형과 실행 조건을 먼저 점검해야 한다.

기관·운용사의 추종 전략도 공시일 매수보다 요구 유형별 사전 필터와 이행 공시 모니터링을 결합하는 방식이 적절하다. 다만 이행이 확인된 뒤의 진입도 수익을 보장하지는 않는다. 이행 확인은 공시 직후 추격매수보다 불확실성을 줄이는 정보일 뿐이며, 기업가치와 시장 환경을 함께 점검해야 한다.

[표3] 추종매수 전 투자자 체크리스트

점검 항목	확인 질문	판단 기준 및 확인 사항
요구 유형	배당·자사주 등 주주환원형인가, 이사회 장악형인가	주주환원형 중위 +5.0%, 이사회 장악형 -9.4%
요구 구체성	환원 재원, 금액·비율, 자사주 소각 기한이 제시됐는가	숫자기한이 없으면 이행 여부 판단이 어려움
갈등 강도	이사회 장악, 경영진 교체, 위임장 대결, 소송 가능성이 있는가	경영권 갈등이 길어질수록 이행 시점과 결과의 불확실성이 커질 수 있음. 표결·소송·이행 진행 상황을 별도로 점검
행동주의 주체	최초 지분율, 거래 유동성, 향후 지분 변동 가능성은 어떠한가	지분 변동 공시와 거래대금 확인 필요
시장 반응	공시일 상승이 과도했는가	공시일 반응만으로 장기 성과 판단 불가

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 9월 4일)

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 제3자에게 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.
