

## 증권사 리서치 보고서 발간 감소 현상 및 시사점

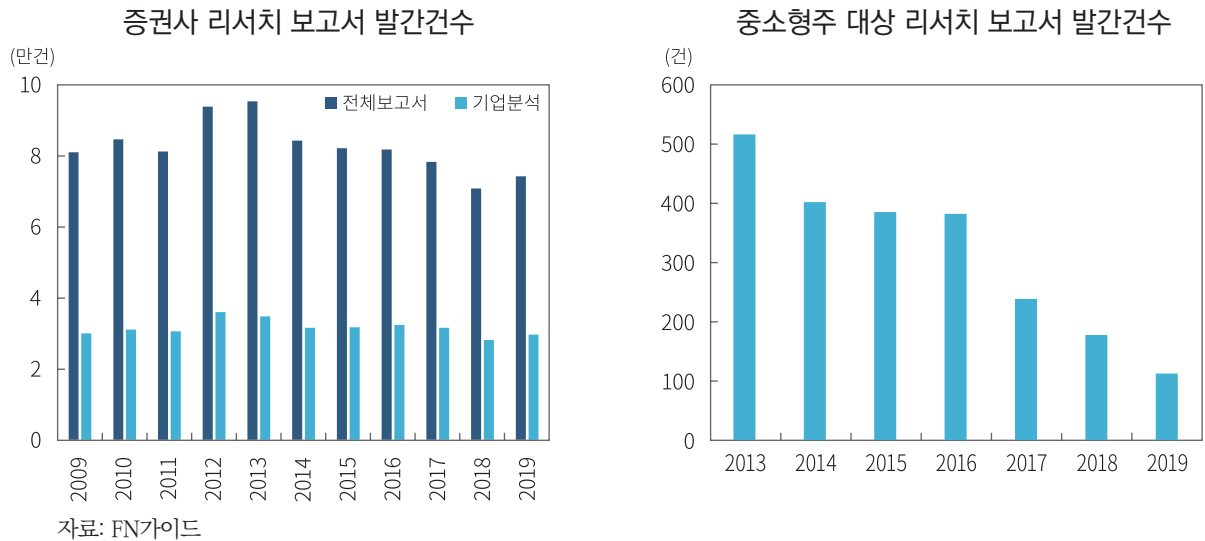
- 증권사 리서치 보고서 발간건수가 최근 몇 년간 추세적으로 감소하고 있으며 특히 중소형주에 대한 분석보고서 발간건수는 큰 폭의 감소세를 나타냄
- 반면 상장기업수는 코스닥시장을 중심으로 최근 빠르게 증가함에 따라 투자정보 확충을 위해 2018년 중반부터 코스닥 기업에 대한 분석보고서 발간사업이 시행되어 2019년까지 약 1,500건 내외의 보고서가 발간됨
- 증권사 리서치 보고서의 커버리지 감소는 리서치 보고서를 작성하는 증권사 애널리스트 수의 꾸준한 감소, 증권사 영업활동의 다각화에 따른 애널리스트 리서치 보고서에 대한 수요 감소 등에 기인한 것으로 보임
- 한편 유럽에서는 2018년 1월부터 시행된 MiFID II의 영향으로 실질적으로 리서치 보고서가 유료화된 가운데 최근 국내에서도 국내 리서치 부문의 수익 사업화 논의가 진행되고 있음

- 증권사 리서치 보고서 발간건수가 추세적으로 감소하고 있으며 특히 중소형주에 대한 분석보고서 발간건수는 큰 폭의 감소세를 나타냄
  - FN가이드에 따르면 증권사 리서치 보고서 발간건수<sup>1)</sup>는 2013년 95,215건을 전고점으로 계속 감소하여 2018년 70,694건을 기록한 후 2019년 74,148건으로 다소 증가한 모습
    - 자기자본 상위 5개 증권사<sup>2)</sup>의 리서치 보고서 발간건수 합계는 2017년 26,725건, 2018년 22,922건, 2019년 22,839건으로 나타나 전체 발간건수 대비 비중은 2017년 34.2%에서 2019년 30.8%로 감소
  - 증권사 리서치 보고서 가운데 기업 분석보고서는 2012년 35,896건 이후 서서히 감소하여 2018년 28,059건을 기록한 후 2019년 29,532건으로 소폭 증가
  - 전반적인 리서치 보고서 발간건수가 감소하고 있는 가운데 특히 시가총액 20% 이하 중소형주에 대한 분석보고서 발간건수는 2013년 515건에서 2019년 112건으로 큰 폭의 감소세를 나타냄

1) 기업, 산업, 경제, 주식, 채권, 파생, 외환, 중국, 펀드를 대상으로 한 리서치 보고서를 모두 포함한 전체 보고서 발간건수

2) 2019년 3/4분기 자기자본 기준, 미래에셋대우증권, 삼성증권, NH투자증권, 한국투자증권, KB증권

국내 증권사 리서치 보고서 발간 현황



□ 반면 상장기업수는 코스닥시장을 중심으로 최근 빠르게 증가함에 따라 2018년 중반부터 코스닥 기업에 대한 분석보고서 발간사업이 시행되어 2019년까지 약 1,500건 내외의 보고서가 발간됨

- 증권사의 기업 분석보고서의 분석대상이 되는 상장기업수는 코스닥시장을 중심으로 최근 빠르게 증가하는 모습
  - 유가증권시장 상장기업수는 2019년말 기준 799개로 전년대비 11개사가 증가하며 이전과 비슷한 수준을 유지
  - 반면 코스닥시장 상장기업수는 2019년말 기준 1,405개로 전년대비 94개 증가하며 큰 폭의 증가세를 나타냄
- 이에 따라 전체 상장기업수 대비 증권사 기업 분석보고서 발간건수는 2012년 20.1건에서 2019년 13.4건으로 감소
- 비상장·코넥스·코스닥 기업의 경우 분석보고서 등 투자 정보가 부족하여 투자 활성화에 장애 요인으로 작용함에 따라 ‘코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안’<sup>3)</sup>에는 이들 기업에 대한 투자정보 확충을 위해 증권유관기관 공동<sup>4)</sup>으로 기업정보 활성화 사업을 실시하는 내용이 포함됨
  - 기술신용평가기관(Tech Credit Bureau: TCB)<sup>5)</sup>에게 기술기업 등 상장기업을 대상으로 증권사 분석보고서와 차별화된 투자자 친화적 ‘기술 분석보고서’를 생산·제공하도록 함
  - TCB 기술 분석보고서 제외 업종 등에 대해서는 증기특화 증권사<sup>6)</sup> 등이 ‘기업 분석보고서’ 발간·제공

3) 금융위원회, 2018. 1. 11, 코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안, 보도자료.

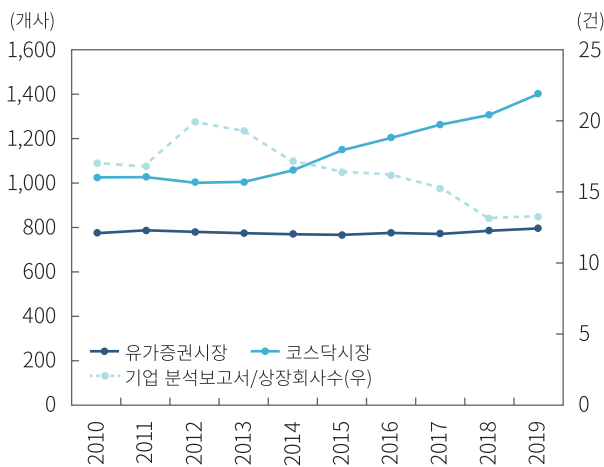
4) 한국거래소와 한국예탁결제원이 공동으로 보고서 작성비용을 후원하고, 한국IR협회가 발간사업을 주관

5) 1차년도에는 2개사(한국기업데이터(주), NICE평가정보(주))가 참여하였고, 2차년도에는 (주)나이스디앤비까지 3개사 참여

6) 증기특화 증권사 6개사(IBK투자증권, SK증권, 키움증권, 유안타증권, 유진투자증권, 코리아에셋증권) 중 발간사업 1차년도에는 IBK투자증권, SK증권, 키움증권이 참여하였으나, 2차년도에는 키움증권이 빠진 상황

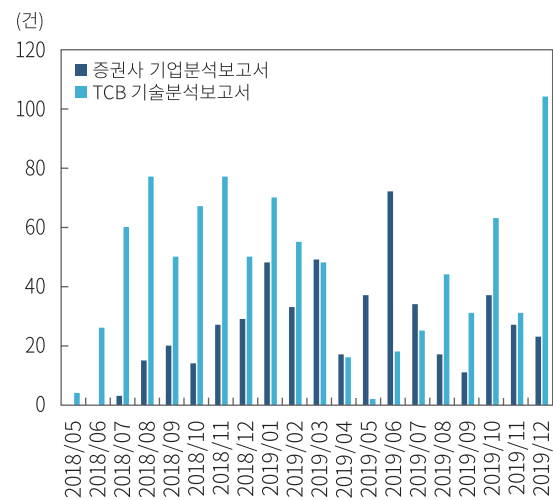
- TCB 기술 분석보고서 발간사업은 2018년 5월말부터 시행되어 2019년말까지 659개 코스닥 기업에 대해 918건의 보고서<sup>7)</sup>가 발간되었고, 증권사의 코스닥 기업 분석보고서 발간사업은 2018년 7월부터 2019년말까지 596개 기업에 대해 513건의<sup>8)</sup> 보고서가 발간된 것으로 조사됨
- 코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안의 일환으로 시행된 코스닥 분석보고서 발간사업을 통해 코스닥 기업에 대한 분석보고서가 양적으로는 보완된 것으로 판단되는 가운데, 증권사 커버리지 종목인 시가총액 상위기업에 보고서가 집중되거나, 단순한 기업소개 수준으로 구성된 경우가 많다는 지적도 나오고 있음<sup>9)</sup>

주식시장 상장기업수 추이



자료: FN가이드, 한국거래소

증권유관기관 지원 코스닥 분석 보고서



자료: 한국거래소, 금융투자협회

□ 증권사 리서치 보고서가 전반적으로 감소하는 원인 중 하나는 리서치 보고서를 작성하는 증권사 애널리스트 수가 감소한 데에 기인한 것으로 보임

- 2020년 1월 10일 현재 금융투자협회에 등록된 증권사 금융투자분석사<sup>10)</sup> 수는 총 1,052명<sup>11)</sup>으로 국내 증권사 소속 977명과 외국 증권사 국내지점 애널리스트 75명으로 구성됨
  - 2018년말 1,013명 대비 39명 증가하였으나 1,500명이 넘었던 2010년과 비교하면 30% 가까이 감소한 수준이며, 소폭 증가세를 나타냈던 2016년을 제외하면 2010년 이후 증권사 애널리스트 수는 감소 추세
- 반면 국내 증권사 전체 임직원 수는 2019년 3/4분기 기준 35,234명으로 2013년말과 비슷한 수준을 유지하고 있음
  - 2013년말 기준 35,801명에서 2015년 32,915명까지 감소하였다가 다시 서서히 증가

7) 산업 테마보고서 제외, 기업 분석보고서만 포함

8) 보고서 1건에 다수의 기업에 대한 분석이 포함된 경우가 존재하여 분석대상 기업수가 보고서 건수보다 많음

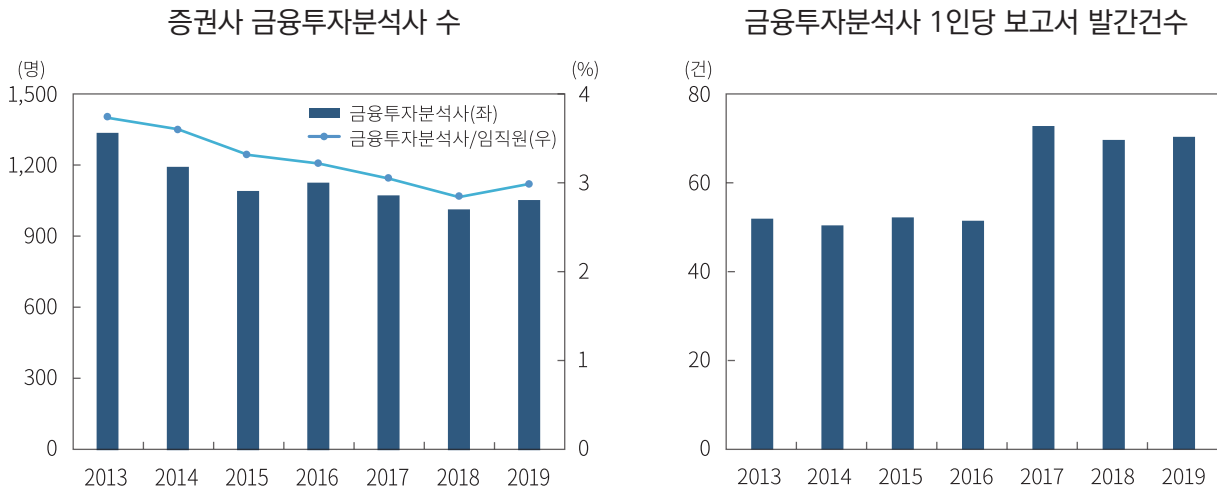
9) 이투데이, 2019. 10. 29, “스몰캡은 서럽다”... ‘기술분석 보고서’ 무용론.

10) 정확한 애널리스트 수에 대한 통계가 따로 나와 있지 않아 금융투자협회에 등록된 ‘금융투자분석사’ 수치 사용, 실제 증권회사(리서치센터)에서 조사분석업무를 담당하는 애널리스트 수와는 차이가 있을 수 있음

11) 46개 국내 증권사 및 11개 외국 증권사의 국내지점을 포함하고 있음

- 이에 따라 증권사 임직원 중 금융투자분석사 비중은 2013년 3.7%에서 2018년 2.8%까지 점차 감소한 후 2010년 1월 10일 현재 3.0%로 소폭 상승한 상황
- 한편 금융투자분석사 감소율이 리포트 발간건수 감소율을 상회하면서 1인당 연평균 발간건수는 2013년 52건에서 2019년 70.5건으로 증가

국내 증권사 금융투자분석사 현황



주 : 2019년 증권사 금융투자분석사 수치는 2020년 1월 10일, 임직원 수치는 3/4분기 기준

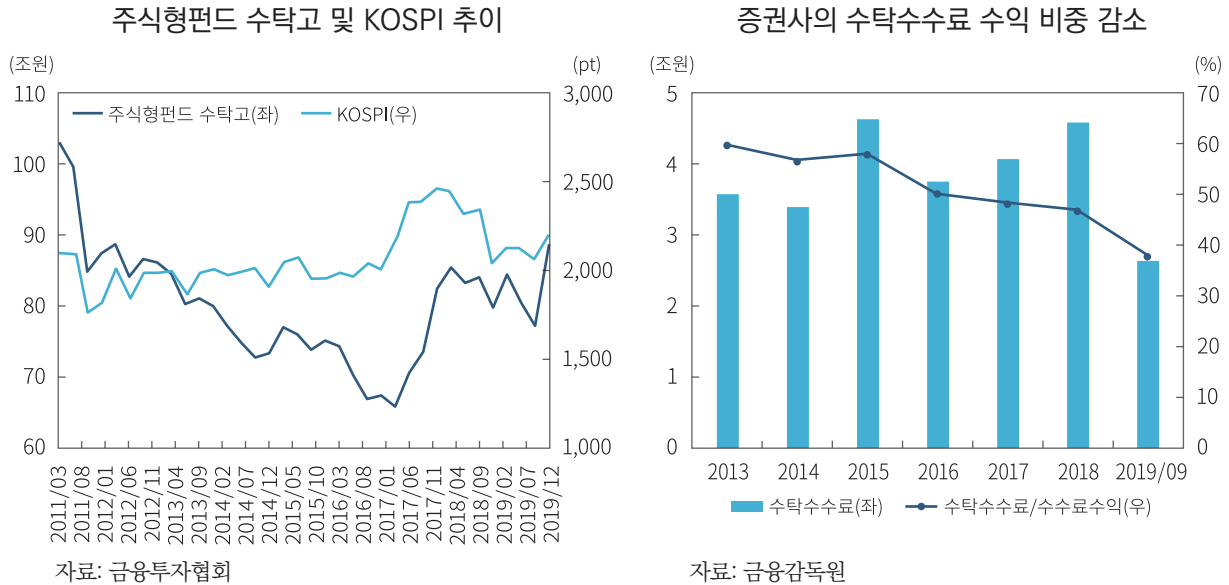
자료: 금융투자협회 전자공시서비스, 금융보험산업 인적자원개발위원회(2019), FN가이드

□ 또한 최근 몇 년간 증시 및 공모펀드시장 침체가 이어지면서 증권사 영업활동의 다각화가 진행됨에 따라 브로커리지 영업에 주로 활용되어 온 애널리스트 리서치 보고서의 수요가 감소

- 과거에는 증권사의 영업활동 중 위탁매매 비중이 매우 높았으나 최근 몇 년간 주식시장 침체 및 공모펀드시장 위축으로 증권사 영업활동의 다각화가 빠르게 진행되면서 수탁수수료 비중은 지속적으로 하락
- 증권사 수탁수수료가 수수료수익에서 차지하는 비중은 2013년 59.4%에서 2019년 3/4분기 37.6%까지 감소하여 수수료수익 증가분의 대부분이 위탁매매 외의 부문(IB, 자산관리 등)에서의 수익 증가에 기인하고 있음을 알 수 있음
- 국내 애널리스트 리서치 보고서들이 펀드를 운용하는 자산운용사, 연기금, 보험사 등 기관투자자들을 상대로 증권사가 주식 위탁매매 영업을 하는 데에 많이 활용되어 왔으나 증시 및 펀드시장의 침체로 수탁수수료가 감소함에 따라 애널리스트의 역할과 규모가 축소되는 상황
- 또한 개인투자자들의 정보접근성이 개선되고 홈트레이딩시스템(HTS), 모바일트레이딩시스템(MTS) 등의 발달로 직접투자도 증가하면서 애널리스트 보고서에 대한 의존도가 많이 낮아지고 있음
- 다만 2019년중 금융투자분석사 수가 소폭 증가한 것은 최근 해외투자에 대한 관심이 증가함에 따라 일부 대형 증권사 중심으로 글로벌 리서치 부문을 강화한 영향에 따른 것으로 보임<sup>12)</sup>

12) 연합인포맥스, 2019. 11. 20, [증권사 리서치①]올해 애널리스트 증가... '추세적 흐름은 아냐'.

증권사 영업환경 변화



□ 한편 유럽에서는 2018년 1월부터 시행된 MiFID II의 영향으로 실질적으로 리서치 보고서가 유료화된 가운데 최근 국내에서도 국내 리서치 부문의 수익 사업화 논의가 진행되고 있음

- MiFID(Markets in Financial Instruments Directive) II는 투자자보호 강화, 시장교란 및 체계적 위험 완화, 금융시장의 효율성 확대 등을 주요 목적으로 하고 있으며, 핵심 방안의 하나로 자산운용사에게 관행적으로 무상 제공되던 리서치 서비스에 대한 보수를 분리(research unbundling)하여 증권사에 지급함으로써 이해상충을 방지하도록 요구하고 있음<sup>13)</sup>
  - 증권사는 거래 서비스와 별도로 리서치 서비스에 대한 비용을 청구해야 하며, 자산운용사는 리서치 관련 예산을 책정하고 해당 비용을 사전계약을 통해 고객에 전가하거나 손익계정에서 비용으로 인식해야 함<sup>14)</sup>
  - 미국 등의 비유럽국가는 물론이고 국내 증권사도 유럽 자산운용사에 리서치 보고서를 제공하게 되면 리서치 보수를 따로 수취해야 하는 상황
- 최근 국내에서도 대형 증권사를 중심으로 리서치 부문의 수익 사업화 움직임이 나타나고 있음
  - 다수의 증권사들이 리서치 판매를 금감원에 부수업무로 등록하여 유료화 토대를 만들고 있으며, 일부 증권사의 경우 자사 고객들만 리서치 보고서를 열람할 수 있는 플랫폼을 만들거나, 외국계 자산운용사와 유료 리서치 서비스 계약을 맺은 경우도 있는 것으로 알려짐<sup>15)</sup>

선임연구원 심수연

13) 심수연, 2019, Mifid II 시행 1년: 리서치 업계에 미친 영향, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-09호.

14) 영국 FCA(Financial Conduct Authority)는 2019년 9월 19일, MiFID II 리서치 보수 분리 규정을 통해 비용에 대한 자산운용사의 책임을 강화하고 투자자들이 부담해야 하는 비용이 크게 절감됐음을 나타내는 조사 결과를 발표(FCA, 2019, Implementing MiFID II - multi-firm review of research unbundling reforms). FCA는 MiFID II 시행 이후 자산운용사가 외부에서 발간한 주식 리서치를 위해 책정하는 예산은 20~30% 감소하였으며, 예산 삭감에도 불구하고 대부분의 자산운용사는 필요한 만큼의 리서치를 구매하고 있고, 영국에 상장된 중소기업(SMEs)에 대한 리서치 커버리지는 크게 감소하지 않았으며, 리서치 가격은 제공업체에 따라 다양하게 나타나고 있다고 밝힘

15) 매경이코노미, 2019. 11. 4, NH·메리츠, 보고서 유료화 선언-증권사 리포트도 이제는 돈 내고 본다.