

## 發行價와 資產價値 및 收益價値와의 比較

金 建 佑\*

### 〈요 약〉

본 논문은 공개예정기업의 發行價(Initial Public Offers : IPO)가 유가증권관리위원회의 「유가증권인수업무에 관한 규정」과 증권업협회의 「유가증권 분석에 관한 기준」에 의해 산출된 資產價値와 收益價値 중 어느 가치에 더 밀접한 상관관계를 보이고 있으며, 그 크기는 어느 가치에 더 근접하고 있는가를 조사하는데 그 목적을 두고 진행되었다. 이와 같은 목적을 위해 본 논문은 지난 '89년부터 '91년까지 공개한 모든 상장기업 301개 (3개 기업만 제외된 것임) 회사를 연구대상으로 相關分析, 回歸分析, 그리고 발행가를 100으로 본 相對價値를 분석하였다. 실증분석에서 나타난 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 發行價는 일반적으로 資產價値보다 收益價値와 더 밀접한 상관관계를 가지고 있다.

둘째, 분석대상기업 전체로 볼 때, 發行價는 자산가치의 26%, 수익가치의 36%를 가중치로 하여 산정되는 것으로 나타났다.

셋째, 발행가를 100으로 보았을 때 분석대상기업 전체에서 발행가는 資產價値를 각 4% 割增한 금액으로 그 크기가 결정되는 것으로 나타났다.

### I. 問題의 提起

1992년 상반기에 침체된 주식시장을 더욱 위축시키는 것은 기업을 공개한 지 불과 몇 개월밖에 되지 않는 상장기업들의 도산이다. 상장기업의 도산 그 자체는 일반적인 기업도산과는 달리 다수의 소액투자자에게는 막대한 재산 손실을 안겨줄 뿐만 아니라 상장제도 그 자체의 공신력에 크게 손상을 입힌다. 더구나 신규 공개된 상장기업의 도산은 공개요건의 미비점 및 불완전성에 의문을 제기하고 公開企業의 發行價(IPO : Initial Public Offers)의 적정여부에 대해서도 재고해 보아야 하는 과제를 남긴다. 특히 주식시장의 침체에 있어서는 기업의 근본적인 가치가 가장 극명하게 나타날 수 있으므로 기업본래의 內在價値(intrinsic value)를 잘못 반영한 발행가는 시장의 객관적인 평가에 의하여 곧 판명되며 이로써 공모가 산정에 참여한 인수기관(주로

증권회사)은 그 비난을 면키 어렵다. 따라서 公開豫定企業의 發行價(IPO) 산정은 여기에 참여한 인수기관의 자의적 판단을 방지하기 위하여 유가증권관리위원회의 「유가증권인수업무에 관한 규정」(이하, 인수규정이라고 한다) 및 증권업협회의 「유가증권분석에 관한 기준」(이하, 분석기준이라고 한다)의 엄격한 제한을 받고 있다.<sup>1)</sup> 왜냐하면 이러한 규정과 기준이 없으면 인수기관의 일방적 판단 때문에 소액투자자나 기존주주들의 이익을 크게 침해할 우려가 있기 때문이다.

다시 말하면, 공개예정기업의 발행가는 위의 「인수규정과 분석기준」에 의하여 그 기업의 1주당 純資產價値, 收益價値 그리고 相對價値에 의해서 정하여진다.<sup>2)</sup> 1주당 순자산가치, 수익가치 그리고 상대가치는 발행가 산정에 참여한 인수기관이 공표는 하지만 그 산출과정은 외부투자자가 전혀 알 수 없는 블랙박스(black box)이기 때문에, 만약 최근 도산한 신정제지<sup>3)</sup>의 경우와 같이 너무 低價 또는 高價로 發行價를 평가한 때는 거기에 관여한 인수기관은 물론 공인회계사까지 형사상의 소추를 면하기 어렵다. 그렇기 때문에 일반적으로 인수기관들은 발행가 산정자료를 절대 공개하지 않는 것을 관행으로 삼고 있고 이로써 발행가를 둘러싼 의혹과 궁금증은 더욱 확대될 뿐이다.

과연 발행가가 그 기업의 자산가치를 더욱 반영하는지 아니면 수익가치를 더욱 반영하는지의 문제는 이론상의 문제이기도 하지만 실증적으로 규명해 볼만한 과제이기도 하다. 따라서 본 논문은 公開豫定企業의 發行價(IPO)가 실질적으로 그 기업의 1주당 純資產價値와 收益價値 중 어느 가치를 더 반영하였는지를 살펴보고 과연 그 이유가 무엇인지를 규명하고 나아가 이러한 현상이 기간별로 아니면 업종별로 차이가 있는지를 분석하는데 있다.

## II. 現實的 企業價値

이론적으로 현대기업은 繼續企業(going concern)임을 가정하고 그 기업의 목표는 주주의 부를 극대화시키는 것으로 이해되어 왔으며, 구체적으로 그 富는 株價로 측

1) 증권업협회의 「유가증권분석에 관한 기준」은 증권관리위원회의 「유가증권인수업무에 관한 규정」을 모규정으로 하여 공모주 주식가격결정에 있어서 발행기업과 주간사회사의 협의를 권장하고 있다.

2) 相對價値는 반드시 구하는 것이 아니고 생략할 수도 있다.

3) 1991. 5. 13. 도산함.

정되어 왔다. 주가는 이론적으로 예상되는 미래수익을 적정한 할인율로 할인한 금액의 합으로 정의된다. 구체적으로 주가는 다음과 같은 식으로 그 內在價値가 표현된다.

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k)^t} \tag{1}$$

아카데미한 세계에서는 기업의 내재가치를 위와 같이 정의한 식은 간단하지만 대단히 명료하게 어떤 기업의 본질적 가치를 표현하였으나, 현실세계에서는 위 식만큼 모호한 표현도 없다고 하겠다. 미래현금흐름이란 미래 기업이 창출하는 수익력을 나타내기는 하지만 그것을 실제로 추정하기란 여간 어려운 것이 아니고, 적정한 할인율 또한 그 기업의 재무적, 또는 영업위험을 반영한 위험요소를 어느 시점에서 파악하느냐에 따라 달라지기 때문이다. 그러나 위와 같은 內在價値 결정식은 기업의 價値 評價를 위한 이론적 틀을 제공하였을 뿐만 아니라 기업가치에 영향을 미치는 요인을 危險과 收益(力)要因으로 대별함으로써 구체적이고 실무적인 후속모형개발의 초석이 되고 있다.

그 대표적인 예로서 Gordon의 配當模型<sup>4)</sup>과 資本還元法<sup>5)</sup>을 볼 수 있는데 최근에는 option모형을 이용한 주식평가방법<sup>6)</sup>이 새롭게 거론되고 있다.

우리나라에서는 「인수규정과 분석기준」에서 그 기업의 資産價値, 收益價値 그리고 相對價値에 의하여 IPO를 산정하도록 하고 있다.<sup>7)</sup> 발행당시의 발행가는 근본적으로 그 기업의 자산가치나 수익가치를 고려하지 않을 수 없다. 따라서 여기서는 각각의 가치가 어떻게 계산되며 그 이론적 배경이 무엇인지를 검토해 본다.

### 1. 資産價値

「분석기준 제 10조」에 의하면 주식의 자산가치는 다음 산식에 따라 평가한다.

$$\text{자산가치} = \frac{\text{순자산} + \text{공모예정주금}}{\text{발행주식의 총수} + \text{공모예정주식수}} \tag{2}$$

4) Gordon의 배당모형  $P_0 = D_0(1+g)/(k-g)$ .

5) 자본환원법  $P_0 = \text{예상 EPS} \times \text{평균 PER}$ .

6) option을 이용한 주식평가방법은 Black & Scholes(1973)에 의해 처음 개발되었다.

7) 「보통주식의 인수가액은 주간사회사가 발행회사의 자산가치, 수익가치(산출되는 경우에 한함) 및 기타사항을 고려하여 발행회사와 협의하여 결정한다...」 「인수규정 12조」, 기타관련항목은 「분석기준 10조-16조」 참조.

이 중 순자산과 공모예정주금은 다음의 산식에 의하여 산정한다.(분석기준 제 16조 및 17조)

$$\begin{aligned} \text{순자산} &= \text{총자산} - \text{무형고정자산} \text{ 및 } \text{이연자산} - \text{부채총계} - \text{임원상여금} - \text{예상} \\ &\quad \text{배당금} \pm \text{자본잉여금} \pm \text{증감액} \pm \text{특별손익(전기손익수정 포함)} \text{ (제 16조)} \\ \text{공모예정주금} &= \text{1주당 발행가격} - \text{발행비용} \text{ (제 17조)} \end{aligned}$$

## 2. 收益價値

「유가증권분석기준 제 10조 제 2호」에 의하면 주식의 수익가치는 다음 산식에 따라 평가한다.

$$\text{수익가치} = \frac{\text{평균가능배당액}}{\text{자본환원율}}$$

평균가능배당액과 자본환원율은 다음의 산식에 의하여 산정한다.(분석기준 제 12조, 제 13조)

### (1) 平均可能配當額(분석기준 제 12조)

분석기준은 平均可能配當額 산정에 있어 기업의 영업활동이 일반적인 경우와 장기수의 전망이 특이한 경우로 구분하여 다음과 같은 방식에 의하도록 규정하고 있다.

#### i) 一般의인 경우

주당가능배당액 =

$$\frac{\text{각사업년도의 경상이익} - \text{법인세} - \text{이월결손금} - \text{임원상여금} - \text{이익조정액}}{\text{각 사업년도의 발행주식총수}}$$

향후 2개 사업년도의 주당가능배당액의 각년도의 크기가 어떤가에 따라 평균가능배당액 계산이 달라진다.

첫째, 1차년도 주당가능배당액 ≤ 2차년도 주당가능배당액인 경우,

$$\text{평균배당가능액} = \frac{(\text{1차년도 주당가능배당액} \times 3) + \text{2차년도 주당가능배당액}}{5}$$

둘째, 1차년도 주당가능배당액 > 2차년도 주당가능배당액인 경우,

$$\text{평균배당가능액} = \frac{\text{1차년도 주당가능배당액} + \text{2차년도 주당가능배당액}}{2}$$

ii) 長期收益展望이 특이한 경우,

이 경우는 거액의 시설투자나 기술개발 또는 기타의 사유로 인하여 단기수익전망이 양호하여 향후 1, 2 사업년도의 단기추정수익에 의존하는 것보다 장기적인 수익측정이 회사의 가치를 공정하게 판단한다고 볼 수 있는 경우이다.

$$\text{평균배당가능액} = \frac{\text{최종추정년도와 그 전년도의 주당가능배당액의 평균}^8)}{(1 \pm \text{자본환원율})^n}$$

여기서 n = 추정년도의 수-2

(2) 株當可能配當額(분석기준 제 12조)

주당가능배당액

$$= \frac{\text{각 사업년도의 경상이익} - \text{법인세} - \text{이월결손금} - \text{임원상여금} - \text{이익조정액}}{\text{발행주식총수}}$$

각 항목은 다음과 같은 기준으로 산정한다.

i) 경상이익과 법인세 공제전 순이익 중 적은 것으로 하되 사업년도 중에 유상증자가 있는 경우 다음 금액을 자금효율로 가산할 수 있다.

$$(\text{유상증자금액} - \text{발행비용}) \times (\text{1년만기 정기예금이자율}) \times (\text{주금납입일까지의 경과일수}) / 365$$

ii) 法人稅

방위세 및 주민세를 포함하여 산출세액의 110%로 한다. 한시적인 법인세 등 감면사항은 고려치 않는다.

iii) 利益調整額

$$\text{이익조정액} = (\text{순이익} - \text{법인세 등} - \text{이월결손금} - \text{임원상여금} - \text{정책적인 우대 조치의 특별상각액} - \text{법인세 감면액}) \times 25\%$$

이익조정액이 陰(-)인 경우에는 零(0)으로 한다.

8) 일반적인 경우처럼 가중치를 부여한다.

## (3) 資本還元率(분석기준 제 13조)

자본환원율은 한국은행이 정한 시중은행의 1년만기 정기예금이자율을 적용한다.

## III. 實證分析

## 1. 資料蒐集

1988년부터 1991년까지의 공개된 상장기업 301개 회사의 발행가와 자산가치 및 수익가치를 증권회사가 발행한 주보에서 구했다.<sup>9)</sup> 증권회사 주보에는 공개예정기업의 정보가 상세하게 나와 있는데 그중에서 發行價, 資産價値 및 收益價値를 뽑아내어 분석에 이용하였다. 그러나 자산가치와 수익가치를 산출하는 과정이나 내용을 알 수는 없었다. 연도별 공개기업수는 다음과 같다.

〈표 1〉 年度別 公開企業

연 도	공 개 기 업 수
1988	114개
1989	123개
1990	43개
1991	21개
계	301개

## 2. 資料分析

발행가와 가장 근접하는 가치가 무엇인지를 알기 위하여 發行價와 資産價値 및 收益價値와의 相關係數를 구하였다. 발행가를 종속변수로 자산가치와 수익가치를 독립변수로 하는 중회귀분석을 실시하여 회귀식을 도출함으로써 발행가에 미치는 설명력 정도를 분석하였다. 그리고 앞으로 발행가 산정시 자산가치와 수익가치의

9) 여기서 포항제철('88), 한국전력('89)은 국민주이므로 제외했고 케니상사('91)는 자료부족으로 제외했다.

절충가치를 참고하도록 하였다.

$$Y = a + bX_1 + cX_2$$

여기서, Y : 발행가      a : 상수  
 X<sub>1</sub> : 자산가치      X<sub>2</sub> : 수익가치

또한 發行價를 100으로 보았을 때 相對的인 資産價値 및 收益價値를 구하여 그 평균적 크기를 살펴보았다. 이와 같은 총체적 분석이 끝난 후 연도별로 그리고 업종별로 위의 분석방법을 적용하였다.

### 3. 結果解析

상관분석, 회귀분석 그리고 발행가 대비 상대가치분석의 순으로 결과를 서술하면 다음과 같다.

#### (1) 相關分析

발행가와 자산가치 그리고 수익가치와의 상관계수를 구한 결과를 <표 2>에서 보면 전체기업에서 發行價와 收益價値와의 相關係數는 .60으로서 資産價値와의 相關係數 .54보다 크게 나타났다. 일반적으로 발행가는 수익가치와 더 밀접한 관련을 갖는 것으로 생각된다. 그러나 연도별로 상관계수의 크기가 차이가 많이 나고 있는 이유에 대해서는 더 많은 연구가 계속되어야 할 것이다.

<표 2> 年度別 發行價와의 單純相關係數

연 도	회 사 수	자 산 가 치	수 익 가 치
1988	114	.67*	.87*
1989	123	.50*	.57*
1990	43	.46*	.48*
1991	21	.51*	-.29*
계	301	.54*	.60*

\* : 5% 유의수준에서 의미있음.

업종별로 발행가와 자산가치 그리고 수익가치와의 상관계수를 구한 결과는 <표

3)과 같다. 특이한 것은 비철·조립금속·기계, 전기·전자기기, 그리고 금융업 등 세 업종만이 發行價가 資産價値와 더 相關關係가 높은 것으로 나타났고 나머지 음식료업을 포함한 6개 업종은 수익가치와 더 높은 相關關係를 갖는 것으로 판명되었다. 특히 나무종이업은 수익가치의 상관계수가 자산가치의 그것보다 무려 두배 이상으로 큰 수치를 보이는데 아마 수익가치의 산정시 그 당시 선거의 영향을 고려하여 영업전망을 밝게 한 탓으로 비교적 정확하게 하였고, 따라서 發行價가 收益價値를 더 반영한 것이 아닌가 생각된다. 마찬가지로 건설업도 발행가가 자산가치보다는 수익가치를 훨씬 더 반영한 것으로 나타났는데 이것은 위에서 설명한 것과 같이 발행가가 미래의 호황적인 상황을 고려하여 산정한 수익가치에 더 비중을 둔 것으로 이해된다. 반대로 금융업은 대표적으로 발행가가 자산가치를 더 반영한 것으로 나타났는데 총자산 규모가 큰 업종의 특성을 발행가가 반영한 것으로 생각된다. 강력한 결론을 유도할 수 없으나 비철·조립금속·기계, 전기·전자기기업종에서 알 수 있듯이 裝置産業이나 營業規模에 비해 總資産規模가 큰 기업에서는 發行價가 資産價値를 더 반영한 것으로 생각된다.

〈표 3〉 業種別 發行價와의 單純相關係數

업종	회사수	자산가치	수익가치
음식료	10	.55	.63
섬유의복	34	.61	.70
나무종이	18	.37	.78
화학	42	.81	.85
비철·조립금속·기계	57	.44	.43
전기·전자기기	45	.60	.56
건설	13	.50	.88
도소매	38	.30	.38
금융	32	.84	.67
계	289 <sup>a)</sup>	.52	.60

a) 독립적인 업종으로 구분하기에는 해당기업수가 적은 기업 12개는 제외했음.

## (2) 回歸分析

분석대상기업 전체로 볼 때 발행가는 자산가치의 26%와 收益價値의 36%를 절충하여 산정되는 결과로 나타났다. 원래 이 분석은 발행회사의 동일업종의 상장법인의



주가와 자산가치, 수익가치간의 관계를 회귀식으로 도출한 후 그 회귀계수를 신주발행 예정기업의 자산가치와 수익가치에 적용하여 발행가를 도출하는 절충평가가치법에서 그 연구방법의 유래를 찾을 수 있다.<sup>10)</sup> 이 분석결과에서도 알 수 있듯이 發行價는 資產價値보다는 收益價値로부터 더 큰 영향을 받고 있다. 그러나 업종별로 발행가는 자산가치와 수익가치에 두는 비중이 매우 다양한 상태로 결정되고 있다. 앞에서 설명한 상관분석의 경우와 같이 자산가치에 더 큰 가중치를 두는 업종군과 수익가치에 더 큰 가중치를 두는 업종군으로 나누어 볼 때, 비철·조립금속·기계, 전기·전자기기, 그리고 금융업은 전자에 해당되고, 음식료를 포함한 나머지 6개 업종은 후자에 해당된다.

〈표 4〉 業種別 回歸分析 結果

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2$$

업종	회사수	a	b <sub>1</sub> (t값)	b <sub>2</sub> (t값)	r <sup>2</sup>
음식료	10	-721	.42(4.83)	.70(5.29)	.86
섬유의복	34	4,211	.10(1.30)	.53(3.10)	.52
나무종이	18	4,850	.12(1.49)	.37(4.50)	.63
화학	42	5,017	.25(2.91)	.36(4.67)	.78
비철·조립금속·기계	57	5,502	.40(3.44)	.25(3.33)	.33
전기·전자기기	45	1,667	.63(3.60)	.33(3.02)	.48
건설	13	-3,785	.56(4.53)	.82(9.42)	.92
도소매	38	6,830	.24(1.88)	.24(2.46)	.23
금융	32	-2,405	1.76(5.00)	-2.00(-.67)	.70
계	289	4,661	.26(7.14)	.36(9.86)	.46

(3) 資產價値/發行價와 收益價値/發行價 分析

資產價値/發行價와 收益價値/發行價 분석은 발행가를 100으로 볼 때, 자산가치와 수익가치의 할인 또는 할증여부를 조사하는데 그 목적이 있다. 〈표 5〉에서 보면 전체년도에서 발행가는 자산가치의 4% 할증된 금액으로, 그리고 수익가치의 5% 할인된 금액으로 나타나고 있다. 그러나 개별년도를 보면 각 相對價値는 매우 不規則的인 현상을 보여 줌으로써 위의 현상이 그렇게 강력하지 않음을 입증하고 있다. 이 표에서

10) 閔俊産, 株式評價論, 商事法務研究會, 1983. 5, 234.

특별히 강조할 점은 첫째, 어느 연도에서든지 발행가 대비 收益價値가 資山價値보다 크다는 점이고, 둘째, '88년부터 최근에 이르기까지 각 相對價値의 分散係數가 점점 증가하고 있는 추세로 보아 發行價 산정에 따른 不正確性이 증가하고 있지 않느냐 하는 점이다.

〈표 5〉 年度別 相對價値 (발행가=100)

연 도	회사수	자산가치/발행가		수익가치/발행가	
		상대가치	분산계수 <sup>a)</sup>	상대가치	분산계수
1988	114	106	.30	114	.18
1989	123	85	.36	86	.35
1990	43	85	.40	94	.36
1991	21	140	.79	189	2.28
계	301	96	.33	105	.21

a) 분산계수 = 표준편차/평균상대가치

〈표 6〉에 나타난 業種別 相對價値를 보면 음식료, 섬유 의복 그리고 나무종이업은 發行價가 資産價値보다는 낮으나 收益價値보다 오히려 높게 나타났고, 도소매업은 發行價가 收益價値와 資産價値보다 더 컸으며, 화학업을 포함한 나머지 5개 업종은 發行價가 收益價値보다 낮으나 資産價値보다 높게 나타났다. 그 결과를 요약하면 다음과 같다.

자산가치 > 발행가 > 수익가치인 업종... 음식료, 섬유 의복, 나무종이

수익가치 > 발행가 > 자산가치인 업종... 화학, 비철·조립금속·기계, 전기·전자기, 건설, 금융

발행가 > 수익가치 > 자산가치인 업종... 도소매

〈표 6〉 業種別 相對價値 (발행가=100)

업 종	회사수	자산가치/발행가		수익가치/발행가	
		상대가치	분산계수 <sup>a)</sup>	상대가치	분산계수 <sup>a)</sup>
음 식 료	10	101	.30	95	.24
섬유의복	34	119	.41	95	.27
나무종이	18	110	.43	99	.28
화 학	42	88	.29	103	.28
비철·조립 금속·기계	57	93	.78	132	2.03
전기전자 기 기	45	90	.29	100	.31
건 설	13	90	.31	107	.22
도 소 매	38	93	.39	97	.37
금 용	32	90	.23	100	.24
전 체	289	96	.47	106	1.15

a) 분산계수 = 표준편차/평균상대가치

#### IV. 結論 및 示唆點

본 논문은 공개예정기업의 發行價(IPO)가 유가증권관리위원회의 「유가증권인수 업무에 관한 규정」과 증권업 협회의 「유가증권 분석에 관한 기준」에 의해 산출된 資產價値와 收益價値 중 어느 가치에 더 밀접한 相關關係를 보이고 있으며, 그 크기는 어느 가치에 더 근접하고 있는가를 조사하는데 그 목적을 두고 진행되었다. 이와 같은 목적을 위해 본 논문은 지난 '89년부터 '91년까지 공개한 모든 상장기업 301개(3개 기업만 세분화된 것임) 회사를 연구대상으로 하여 相關分析, 回歸分析, 그리고 발행가를 100으로 본 相對價値를 분석하였다. 실증분석에서 나타난 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 發行價는 일반적으로 資產價値보다 收益價値와 더 밀접한 相關關係를 가지고 있다. 그러나 업종별로 보면 두 가지로 대별되는데, 비철·조립금속·기계와 전기·전자기기와 같은 장치산업은 자산가치와 더 높은 상관관계를 가지고 영업규모에 비해 총자산규모가 큰 금융업도 마찬가지로 자산가치와 더 높은 상관관계를 보인다. 그러나

음식료업을 포함한 6개 업종은 수익가치와 더 높은 상관관계를 가진다.

둘째, 분석대상기업 전체로 볼 때, 發行價는 資產價値의 26%, 收益價値의 36%를 가중치로 하여 산정되는 것으로 나타났다. 발행가는 자산가치보다는 수익가치에 더 큰 비중을 두어 결정되는 것으로 전체 대상기업에서 나타나기는 했으나 업종별로 보면 비철·조립금속·기계, 전기·전자기기, 그리고 금융업은 자산가치에 더 큰 비중을 두어 산정되는 것으로 판명되었다.

셋째, 발행가를 100으로 보았을 때 분석대상기업 전체에서 發行價는 資產價値를 각 4% 할증한 금액으로 그 크기가 결정되는 것으로 나타났다. 그러나 이와 같은 결론은 개별년도마다 너무 차이가 크기 때문에 강력한 결론은 될 수 없다.

업종별로 보면 도소매업은 發行價가 資產價値나 收益價値보다 크고, 음식료, 섬유·의복 그리고 나무종이업은 發行價가 資產價値보다 작고 收益價値보다 크며, 화학업을 포함한 나머지 5개 업종은 發行價가 收益價値보다 작고 資產價値보다 큰 것으로 나타났다.

參 考 文 獻

- 閔俊産, 株式評價論, 商事法務研究會, 1983. 5.
- 作中正明外 2人, 非公開株式의 評價와 稅務, 商事法務研究會, 1987. 6.
- Black, F. and M. Scholes, "The Pricing of Option and Corporate Liabilities," Journal of Political Economy 1973.
- Ibbotson, "Price Performance of Common Stock New Issues," Journal of Financial Economics 1975. 2.
- 심상면, 증권분석론, 연세대학교.
- 안문택, 증권거래법체계, 육법사, 1985. 9.
- 안문택, 증권거래법개요, 박영사, 1983. 2.
- 김성태, 우리나라 기업공개제도의 개선방안, 한국신용평가(주), 1988. 3.
- 증권관리위원회, 유가증권인수업무에 관한 규정, 1991. 7. 16. 개정
- 증권업협회, 유가증권분석에 관한 기준, 1988. 6. 28. 개정