



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

기술경영학 석사 학위 프로젝트 보고서

기업가치평가를 위한 현금흐름할인법과 상증법상 평가방법의 비교 연구

2019년 2월

부경대학교 기술경영전문대학원

기술경영학과

황 윤 정

기술경영학 석사 학위 프로젝트 보고서

기업가치평가를 위한 현금흐름할인법과 상증법상 평가방법의 비교 연구

지도교수 천동필

석사학위 논문에 준하는 보고서로 제출함.

2019년 2월

부경대학교 기술경영전문대학원

기술경영학과

황 윤 정

황윤정의 기술경영학 석사 학위 프로젝트를 보고서를 인준함.



위원장	공학박사	옥영석 (인)
위원	공학박사	곽기호 (인)
위원	공학박사	천동필 (인)

목 차

I. 서 론

1. 연구의 배경-----	1
2. 연구의 방법과 절차-----	3

II. DCF 모델에 의한 기업가치평가

1. DCF모델의 평가절차 및 기준-----	5
2. 기업평가의 실제-----	11
(1) 코스닥 상장기업 D사-----	11
(2) 비상장기업 H사-----	17

III. 상증법상 평가기준에 의한 기업가치평가

1. 상증세법상 보충적 평가기준-----	24
2. 기업평가의 실제-----	28
(1) 코스닥상장기업 D사-----	28
(2) 비상장기업 H사-----	31

IV. 평가결과의 분석 및 시사점

1. 평가결과의 분석-----	34
2. 시사점-----	36
3. 한계점과 향후 기대-----	38

참고 문헌-----	40
------------	----

감사의 글-----	41
------------	----

표 목 차

<표 1> 가치평가 방법별 장점·단점·유용성 비교-----	1
<표 2> 총현금흐름 산출-D사-----	13
<표 3> 총투자 및 잉여현금흐름 산출 - D사-----	13
<표 4-1> 총투자액 산출자료1-----	14
<표 4-2> 총투자액 산출자료2-----	14
<표 5> 최근3년 매출액성장률-D사-----	15
<표 6> 미래추정현금흐름-D사-----	16
<표 7> WACC의 산출-D사-----	17
<표 8> 산업별할인율산출표-----	17
<표 9> 자본비용 및 자본비율 산출자료-----	18
<표 10> 총현금흐름 산출-H사-----	19
<표 11> 총투자 및 잉여현금흐름 산출 - H사-----	19
<표 12-1> 총투자액 산출자료1-----	20
<표 12-2> 총투자액 산출자료2-----	20
<표 13> 최근3년 매출액성장률-H사-----	21
<표 14> 미래추정현금흐름-H사-----	22
<표 15> WACC의 산출-H사-----	23
<표 16> 산업별할인율산출표-----	23
<표 17> 자본비용 및 자본비율 산출자료-----	24
<표 18> 1주당 순자산가액 계산 - H사-----	27
<표 19> 영업권평가액-H사-----	28

<표 20> 1주당 순손익가액 계산-H사-----	28
<표 21> 총기업가치 계산 - H사-----	29
<표 22> 1주당 순자산가액 계산-H사-----	30
<표 23> 영업권평가액-H사-----	30
<표 24> 1주당 순손익가액 계산 - H사-----	31
<표 25> 총기업가치 계산 - H사 -----	31
<표 26> 평가결과 -----	32
<표 27> 두기업의 ROIC, 성장률 비교-----	33
<표 28> 순손익가액 증감 비교-----	33



<그림 1> 기업규모별 법인세 실효세율-----	8
----------------------------	---

A comparative study on two valuation methods : DCF and Inheritance & Gift Tax law approach

Yun Jeong Hwang

Graduate School of Management of Technology
Pukyong National University

Abstract

The valuation of an enterprise is assessed by several different valuation methods depending on its purpose.

Among them, the appraisal by Discounted Cash Discount (DCF) used in the M & A market and the supplementary valuation method used in national tax law are the most frequently used practices.

Criticism and improvement opinions of various issue criteria about the supplementary valuation method by national tax law are revealed through many researches and papers. Evaluation by the DCF model also seems not easy to make a professional and objective evaluation.

It would be an interesting attempt to compare the DCF model and the statutory valuation based on the same historical data and minimized estimation, we could find more differences between the two methods.

Although there are many limitations on the evaluation contents, it is hoped that this first attempt itself should be meaningful, and various and detailed experimental evaluations will be tried in the future to be helpful for the development of a fair value evaluation method.

I. 서 론

1. 연구의 배경

기업가치평가(Valuation)는 평가대상이나 목적에 따라 여러 가지의 방법이 사용되며, 또한 가치(Value)는 평가의 목적에 따라 그 의미를 달리하기도 하나 중요한 것은 가치평가는 평가대상의 공정한 시장가치를 얻기 위한 노력이라는 것이다.

가치평가의 목적에 따라서는 기업이나 투자의 가격을 책정하여 M&A거래 시에 활용되는 시장가치, 상속 및 증여세법이나 소득세법 등 법령에 따라 산정되는 가치, 회계목적상 사업결합에서 발생하는 공정가치 또는 손상검사 시 측정하는 사용가치, 경제적 가치 등이 있고, 이러한 기업가치평가의 방법으로는 자산가치접근법, 수익가치접근법, 상대가치접근법으로 크게 나누어 볼 수 있다.

<표 1> 가치평가 방법별 장점·단점·유용성 비교

평가방법	장 점	단 점	유용성
자산가치	①자료의 객관성	①장부가치와 공정가격의 차이발생 ②현재가치 파악어려움	①기본적 재무상태 파악 유용
수익가치	①미래의 수익가치 반영	①주관적 고려요소가 많음 ②평가자에 따라 가격 달라짐(비공정성)	①투자유치나 기업공개, 영업양수도시 유용 ②최대가격 산정근거
상대가치	①비교적 객관적 ②동일업종 주가 파악	①모든 기업에 적용불가능 ②조건에 맞는 기업만 평가가능 ③상장법인 주가에 따라 평가대상 법인의 가치 왜곡가능성 존재	①투자유치나 기업공개, 영업양수도시 유용 ②최대가격 산정근거

여러 가지 방법 중 실무적으로 가장 많이 쓰이는 방법은 M&A시장에서 주로 사용되는 수익가치 접근법 중 미래 현금흐름을 추정하여 할인하는 방법을 활용하는 현금흐름할인법(DCF : Discounted Cash Flow)과 과세 시 과세표준 산정을 위하여 세법에서 규정하고 있는 세법상 가치평가방법, 그 중에서도 상속세 및 증여세법상 비상장주식의 보충적 평가방법으로 알려져 있는 기준일 것이다.

현금흐름할인법(DCF)은 미래의 수익가치를 추정하는 과정에서 무수히 많은 추정을 바탕으로 하고 있어 합리적이고 전문적인 추정의 어려움과 함께 평가자의 주관과 의도에 따라 결과가 크게 달라질 수 있는 문제가 있는 한편, 세법상 평가방법은 주로 과거의 실적을 바탕으로 하고 굵고 단순한 잣대로 하는 만큼 각 기업의 상황을 무시한 평가의 획일성, 평가가치의 공정성 등에 관하여 많은 연구에서 다양한 문제점과 개선방안을 제시하고 있다.(김권중 등 1998, 오웅락 등 2004, 박재환 등 2011, 임채문 2016 외 다수)

이러한 논의와 연구들은 결국 문제의 해결에 작은 방향성을 하나씩 제시함으로써 보다 더 공정한 평가방법이 만들어지게 하는데 도움이 될 것이나 본고에서는 하나의 평가방법 자체가 가지는 문제점을 분석하는 것보다 다른 방법으로 평가된 기업가치 간의 비교를 통하여 평가방법과 기준의 차이가 가져다주는 의미를 짚어보는 것을 시도하였다.

많은 연구논문이 기업가치평가에 관한 다양한 쟁점을 다루었음에도 불구하고 두가지 기준에 따른 결과를 비교한 것은 찾아볼 수 없었으며, 특히 실무상 가장 빈번히 사용되는 DCF모델에 의한 평가와 상증법상 보충적 평가방법에 의한 평가를 하나의 기업을 대상으로 각각 평가하여 비교해 보는

것은 평가과정에서의 여러 가지 제약으로 인한 한계가 있음을 인정하더라도 그 시도로서도 충분히 의미가 있다고 생각된다.

2. 연구의 방법과 절차

1) 기업가치평가 방법에 따른 결과 비교

다음 두 개의 기업을 대상으로 각각 DCF모델에 의한 평가와 상증법상보충적 평가방법에 의한 가치평가를 수행하였다.

2) 사례기업 소개

① 상장중소기업 D사

회사명 : D사	소재지 : 부산광역시
설립형태 : 코스닥 상장법인	업종 : 그 외 기타 의료용기기제조업 (C27199)
종업원 수 : 399명	설립년도 : 2000년 2월

② 비상장중소기업 H사

회사명 : H사	소재지 : 부산광역시
설립형태 : 외감법인	업종 : 합성수지 및 플라스틱물질 제조업(C20202)
종업원 수 : 63명	설립년도 : 1997년 1월

II. DCF모델에 의한 기업가치평가

1. DCF모델에 의한 평가절차 및 기준

1) 개요

현금흐름할인(Discounted Cash Flow:DCF)모델에 의한 기업가치평가는 다음과 같은 절차에 의해 산출한다.

- ① 기업 전체의 현금흐름을 WACC를 이용하여 할인, 영업활동의 가치를 구함
- ② 영업에 직접적으로 필요한 현금 수준보다 과다한 현금 및 등가물, 비연결대상 투자회사지분, 비영업용 부동산 등 비영업용 자산의 가치를 구하여 앞서 구한 영업의 가치에 더함
- ③ 우선주, 변동금리부 차입금, 고정금리부 차입금, 미적립 종업원 연금

등 비주주청구권의 가치를 산정함

- ④ 2번에서 구해진 기업전체의 가치에서 3번에서 구한 비주주청구권 등의 가치를 차감하여 총주주의 가치를 구함

2) DCF평가의 절차 및 평가요소별 기준

① 과거 실적의 분석

미래 현금흐름을 추정하기 위해서는 먼저 과거 실적의 분석이 선행되어야 한다. 좋은 분석을 위해서는 10년 이상의 과거 실적을 분석할 것을 권장하기도 하나 자료 및 시간의 제한으로 본 연구에서는 최근 3년간의 실적을 분석하였다.

가치평가의 가장 중요한 요소인 NOPLAT, 성장률, FCF 등과 같은 핵심 가치창출요소에 초점이 맞추어져야 하는데 이들은 재무제표를 통하여 바로 계산되지 않기 때문에 실제 재무제표에서 비영업적 요소와 재무구조 효과를 제거함으로써 재무제표를 재구성할 필요가 있다.

본고에서는 재무제표의 모든 항목이 아니라 DCF평가를 위해 필요한 핵심적인 요소, 즉 영업만을 고려한 새로운 지표로 투하자본(Invested Capital)과 세후영업이익(NOPLAT:Net Operating Profit Less Adjusted Tax), FCF(Free Cash Flow), 할인율로서의 WACC(Weighted Average Cost of Capital)를 구하기 위한 항목들로만 재구성하였음을 밝힌다.

② 미래 성과의 추정

a. 매출액의 추정

거의 모든 세부항목이 직간접적으로 매출에 의존하고 있어서 매출액의 추정은 가장 중요한 부분이다.

시장전체에서 시작하여 침투율, 가격변화 및 시장점유율을 추정하는 top-down방식, 반대로 고객수요 추정에 의존하는 bottom-up 방식 등을 사용하고 있으나, 어떤 추정방법을 사용하느냐와 관계없이 장기에 걸친 매출을 추정하는 것은 부정확하고 고객선호, 기술 및 기업전략의 변화 등에 대한 예상은 쉽지 않다.

이러한 점과 작업의 단순화 등을 참작하면서 다소 객관성의 기반위에 이러한 불확실한 추정을 모델화하기 위해 본고에서는 과거3년 치 회사의 매출액과 3년간 동종업계의 매출액을 산술평균하여 매출 성장률을 구하는 것을 기본으로 하고 경우에 따라 추가적 변수를 더하기로 하였다.

* 추정 매출 성장률 :

$$\frac{\text{과거 3년간 매출 성장률} + \text{과거3년간 동종업계 매출액 성장률}}{2}$$

2

* 영구가치평가

현금흐름의 추정기간을 5년으로 하고 그 이후는 영구DCF모델로 가치를 추정하기로 하였다. 영구가치는 현금흐름 추정기간 이후의 현금흐름의 현재가치로 기업의 총가치의 56%~125%를 차지할 만큼 비중이 높아 신중하게 추정하고 평가해야 하는 것으로 다음의 공식을 적용하였다.

$$* \text{영구가치} = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} (1-g/\text{RONIC})}{\text{WACC}-g} = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1}}{\text{WACC}}$$

NOPLAT_{t+1}=현금흐름 추정기간 이후 첫 연도의 안정화된 수준

g = 영구 NOPLAT의 기대성장률

RONIC = 채투자투자자본 기대수익률(실무적으로 WACC와 동일하게 설정)

* 영구가치산정에 있어 t+1 기의 NOPLAT의 산정과 성장률의 가정이 가장 중요한데 성장률은 장기간 경제전체의 성장률보다 높을 수 없음을 Mckinsey는 강조하고 있음.

2018년 IMF는 우리나라의 경제성장률을 3.9%, 선진국은 2.4%로 예상한 바, 본 연구에서는 세계시장을 전제로 장기적 관점에서 2.4%~ 추정기간내의 성장률의 50% 범위내로 하여 적용하기로 함

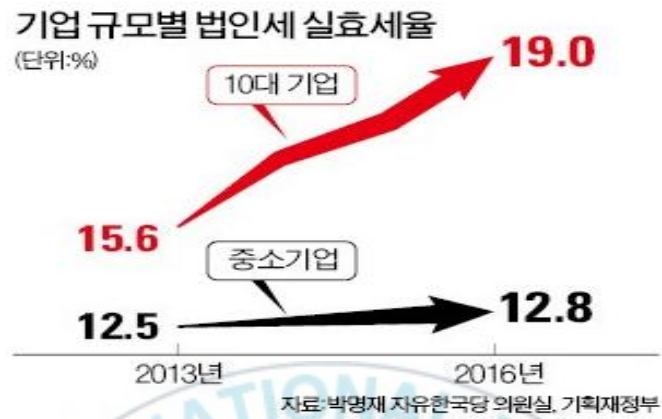
b. 손익계산서 항목의 추정

㉠ 매출원가, 판매관리비는 매출액의 비율로 추정

㉡ 감가상각비(무형자산 상각비 포함)는 순유형자산의 비율로 추정하기도 하나 본고에서는 매출액의 비율로 추정하기로 함

㉢ 이자수입, 이자비용은 전년도 부채를 기준으로 산정

㉣ 법인세율 : 중소기업의 경우 정책적 지원등으로 인하여 세액공제 및 감면 기타 가변적 요소가 많아 우리나라 중소기업의 평균 법인세율을 적용함 ⇒ 12.8%



<그림 1> 기업규모별 법인세 실효세율

c. 재무상태표 항목의 추정-투자자본(Invested Capital)산출에 필요한 항목

㉠ 영업용 운전자본 = 영업용 유동자산 - 영업용 유동부채

* 영업용 유동자산 :

i. 현금 및 현금등가물, 매출채권, 재고자산, 선급비용 등 기타 유동자산

ii. 과다보유현금, 매도가능유가증권 등 제외

(과다보유현금: Mckinsey의 조사결과 1993~2000사이 S&P 500 기업 대상 조사결과 현금보유율은 평균적으로 매출액의 2%로 평가됨, 본고에서도 이를 기준으로 하여 과다보유현금여부를 판단함)

* 영업용 유동부채 :

비이자영업부채로서 매입채무, 종업원 관련 미지급급여, 이연매출(선수금), 미지급법인세 등

- ㉠ 유형자산은 감가상각비를 더한 금액의 변동으로 측정
- ㉡ 무형자산과 영업권은 대가를 주고 취득한 것만을 대상으로 하고 자체적으로 생산한 무형자산은 제외함. 그리고 영업권은 상각비를 더하여 원래의 영업권을 복원시켜 투자자본 계산에 반영함
- ㉢ 기타 장기 영업자산 및 부채는 그 규모가 작을 경우 영업과 관련이 있다고 가정할 수 있으므로 포함시키기로 함

d. NOPALT, FCF, IC

- * NOPLAT(Net Operating Profit Less Adjusted Tax) : 세 후 영업이익 매출액에서 매출원가와 판관비, 영업 법인세를 공제한 영업이익
- * IC(Invested Capital): 투자자본 : 영업용 운전자본의 증감 + 유·무형자산의 증감 + 기타 장기 영업 순자산의 증감
- * FCF(Free Cash Flow) : 잉여현금흐름
$$\text{NOPLAT} + \text{비영업현금흐름} - \text{투자자본의 투자}$$

e. 할인율

DCF모델로 기업가치를 평가하기 위해서는 가중평균자본비용(WACC:Weighted Average Cost of Capital)로 잉여현금흐름을 할인해야 함.

이 때 WACC는 유사한 위험을 갖는 다른 사업들 대신 특정한 사업에 투자하는 데 수반되는 기회비용을 나타내며, 가장 단순하고 보편적으로 사용되는 방법은 세 후 타인자본비용 및 자기자본비용을 시장가치로 가중평

균하는 것임.

$$\text{가중평균자본비용(WACC)} = \text{자기자본비용} \times \text{자기자본구성비} + \text{타인자본비용} \times (1 - \text{법인세율}) \times \text{타인자본구성비}$$

$$* \text{WACC} = K_e E/V + K_d (1 - T_m) D/V$$

D/V : (장부가 아닌) 시장가치를 이용하여 산출한 목표 부채비율

E/V : 시장가치를 이용한 목표 자기자본비율

K_d : 타인자본비용

K_e : 자기자본비용

T_m : 한계법인세율

K_e : 자기자본비용을 결정하기 위하여 주식의 위험을 기대수익으로 변환하는 많은 이론 중 CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 가장 많이 사용

CAPM은 주식의 기대수익을 결정하기 위하여 무위험이자율, 시장위험프리미엄, 주식의 베타 등 세 변수를 이용하는데 이에도 역시 추정치가 요구되며, 또한 객관적으로 측정하기가 어려우므로 재무 이론에서 널리 사용되어 자본시장에서 관측된 정보로부터 산출된 값을 대용치로 하고 있음

$$\text{상장기업 CAPM} = R_f + \beta \times [E(R_m) - R_f]$$

- $E(R_m)$: 자본시장 포트폴리오에 대한 기대수익률
- R_f : 무위험이자율
- $[E(R_m) - R_f]$: 시장위험프리미엄
- 베타(β) : 개별자산(또는 기업)의 체계적인 위험의 민감도

- 상장기업은 시장에서 산출된 해당 업종의 CAPM을 가져다가 적용함
- 비상장기업은 상장기업의 CAPM에 기업의 규모에 따른 위험프리미엄을 가산하여 자기자본비용으로 추정하기로 함

Kd : 타인자본조달비용의 측정을 위해서는 회사가 발행한 장기채권의 만기수익률 등을 직접 계산하여야 하나 실무적으로는 다음과 같이 계산함

- 상장기업의 경우 동업종 타인자본비용을 적용하고, 비상장기업의 경우 규모위험프리미엄을 가산하여 적용
- 혹은 재무제표상으로 직접 이자부 차입금과 그에 대한 이자비용으로 산출 하여 적용할 수 있음
- 본 프로젝트에서는 과거 재무제표 분석을 통하여 산출한 차입금 및 회사채에 대한 이자지급금액의 비율을 적용하기로 함

Tm : 절세효과를 평가하기 위해 한계세율만큼 타인자본비용을 감소시켜야 함

D/V, E/V : 자기자본 및 타인자본 구성비는 재무구조로부터 직접 산출하였음

f. 기업가치평가

기업의 총가치 =

FCF + 비영업활동 현금흐름(과다보유현금, 시장성 유가증권 등)

+ 기타 비영업용 자산으로부터 창출되는 현금흐름

- 차입금 등 비주주청구권의 가치

* 과다보유현금에 대한 수입이자, 시장성유가증권의 매각대금에서 법인세를 차감한 금액

* 비영업활동 이익-손실, 비영업용 자산의 증감

2. 기업평가의 실제

(1) 코스닥 상장기업 D사

1) 과거실적 분석

① 총현금흐름 산출요소 및 매출액 대비 비율

<표-2> 총현금흐름 산출(단위:백만원) - D사

	2015	2016	2017	매출액비율(%,3년평균)
매출액	71,939	88,019	94,538	
(-)매출원가	30,746	29,723	29,680	35.97
(-)판관비	21,094	31,696	41,096	36.30
(-)감가상각비	1,516	1,258	2,199	2.00
세전영업이익	18,583	25,342	21,563	24.39
(-)영업법인세	2,379	3,244	2,760	12.80
세후영업이익	16,204	22,098	18,803	21.27
(+)감가상각액	2,244	2,462	3,975	3.19
총현금흐름	18,448	24,560	22,778	25.88

② 총투자액과 잉여현금흐름 산출

<표3> 총투자 및 잉여현금흐름 산출(단위:백만원) -D사

	2015	2016	2017	매출액비율(%,3년평균)
총현금흐름	18,448	24,560	22,778	25.88
(-)영업운전자본증감	3,440	14,594	10,204	10.72
(-)자본적지출의 증감	1,832	10,166	26,726	14.12
(-)무형자산 및 영업권 취득	32	298	157	0.18
(-)기타영업순자산의 증감	-1891	4,276	-1,839	0.09
(-)기타포괄손익누계액의 증감	-5,821	-63	5,575	-0.76
총투자	-2,408	29,271	40,823	24.36
잉여현금흐름	20,856	-4,711	-18,045	1.52

<표4> 총투자액 산출자료1(단위:백만원) -D사

	2014	2015	2016	2017
현금 및 등가물*	1,231	1,439	1,760	1,891
매출채권	42,341	49,883	61,879	68,929
재고자산	14,759	11,583	12,680	16,295
기타 유동자산	1,881	2,836	6,078	3,403
영업관련유동자산계(1)	60,212	65,741	82,397	90,518
매입채무	9,633	8,414	6,692	8,393
기타미지급비용	-	3,308	7,092	3,308
영업관련유동부채계(2)	9,633	11,722	13,784	11,701
영업순운전자본(1)-(2)	50,579	54,019	68,613	78,817

* 현금 및 현금등가물은 앞서 기준에서 밝힌 바와 같이 매출액의 2%를 초과하는 금액은 과다보유현금으로 구분하여 이 표에서 제외하고 총 기업가치 산정 시 합산하였음

<표4-2> 총투자액 산출자료2(단위:백만원)-D사

	2014	2015	2016	2017
유형자산	54,055	55,887	66,053	92,779
무형자산	133	165	463	620
기타장기자산	1,239	720	3,676	1,785
기타장기부채	-	1,320	-	-
기타포괄손익누계액	5,623	-198	-261	5,314

2) 미래현금 흐름의 추정

① 매출액성장률

동사는 그 외 의료용 기기제조업(C27199)으로서 최근 3년간 괄목할만한 성장세를 보였고 동업종 평균 매출 성장률도 높아 산업 전반적으로 상승세가 상당기간 이어질 것으로 보인다. 매출 성장률은 이 두 가지 평균 성장률을 산술평균한 13.10%로 적용하여 매출추정을 하였음

<표5>최근3년 매출액성장률-D사

	2015	2016	2017	3년 평균,%
D사매출 성장률	16.83	22.35	7.41	15.53
동업종매출 성장률*	9.95	5.89	16.18	10.67

* 동업종 매출 성장률 (출처: 한국은행 경제통계시스템의 기업경영분석 자료)

② 미래 현금흐름의 추정

$$* \text{영구현금흐름추정} = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} (1-g/\text{RONIC})}{\text{WACC}-g}$$

<표6>미래 현금흐름 추정(단위:백만원)-D사

구 분	추정현금흐름					
	1차년	2차년	3차년	4차년	5차년	영구현금흐름*
	2018	2019	2020	2021	2022	
매출액	106,922	120,929	136,770	154,687	174,951	
(-)매출원가	38,460	43,498	49,196	55,641	62,930	
(-)판관비	38,781	43,861	49,607	56,105	63,455	
(-)유형자산감가상각비	2,138	2,419	2,735	3,094	3,499	
세전영업이익	27,543	31,151	35,232	39,847	45,067	
(-)영업법인세	3,526	3,987	4,510	5,100	5,769	
세후영업이익	24,018	27,164	30,722	34,747	39,299	41,873
(+)감가상각액	3,411	3,858	4,363	4,935	5,581	
총현금흐름(①)	27,428	31,022	35,085	39,682	44,880	
(-)영업운전자본의 증감	11,461	12,962	14,660	16,580	18,752	
(-)자본적지출의 증감	15,100	17,078	19,315	21,845	24,707	
(-)무형자산및영업권취득	196	221	250	283	320	
(-)기타영업장기순자산의 증감	101	115	130	147	166	
(-)기타포괄손익누계액의 증감	-808	-913	-1,033	-1,168	-1,321	
총투자(②)	26,050	29,462	33,322	37,687	42,624	
잉여현금흐름(①-②)	1,379	1,559	1,764	1,995	2,256	436,631
현가계수	0.9125	0.8346	0.7598	0.6933	0.6326	0.5773
현금흐름의 현재가치	1,258	1,298	1,340	1,383	1,427	252,051
현재가치의 합	258,758					

③ 기업가치평가

㉠ 할인율 산정

할인율 = WACC = 9.59%

<표7>WACC의 산출

자기자본비용(Ke)	상장 CAPM	규모프리미엄 (소)	합계
	7.71% (C27)	2.74%	10.45%
타인자본비용(Kd)	5.40%		
자기자본비율	85.07%	타인자본비율	14.93%
WACC	9.59%=[10.45% × 0.8507+ (5.40% X 0.1493 × (1-0.128)]		

<표8>산업별 할인율 산출표-산업통상자원부, 기술가치평가 실무가이드2017

산업	자기자본비용					자기 자본 비율 (비상 장)	세전 타인자본비용*				
	상장 기업 CAP M	비상장기업 규모프리미엄					상장	대	중	소	창업
		대	중	소	창업						
C26	7.91	8.65	9.44	10.36	11.64	53.80	4.16	4.5	7.1	8.15	9.51
C27	7.71	8.54	9.42	10.45	11.89	54.96	4.13	4.47	7.07	8.12	9.49
C28	8.35	8.96	9.61	10.37	11.43	54.27	4.29	4.63	7.24	8.28	9.65
C29	7.99	8.7	9.46	10.35	11.58	51.2	4.29	4.64	7.24	8.29	9.65

<표9>자본비용 및 자본비율 산출자료(단위:백만원)-D사

	2015	2016	2017	매출액비율 %,3년평균
총차입금	16,260	9,830	28,890	
자본총계	77,555	110,200	120,960	
타인자본비율	17.33	8.19	19.28	14.93
지급이자비용	856	665	1,209	
타인자본비용	5.26	6.77	4.18	5.40

⑥ 기업가치산정

현금흐름 현재가치의 합계 : 258,758백만원

(+) 과다보유현금 : 6,427 백만원

(-) 차입금 합계 : 28,890 백만원

총기업가치 : 236,295 백만원

(2) 비상장기업 H사

1) 과거실적 분석

① 총현금흐름 산출요소 및 매출액 대비 비율

<표10>총현금흐름 산출(단위:백만원) -H사

	2015	2016	2017	매출액비율(%,3년평균)
매출액	31,549	29,821	32,931	/
(-)매출원가	25,619	26,149	28,686	85.30
(-)판관비	3,506	3,681	2,922	10.80
(-)감가상각비	368	463	485	1.4
세전영업이익	2,056	-472	838	2.49
(-)영업법인세	263	-60	107	12.80
세후영업이익	1,793	-412	731	2.49
(+)감가상각액	543	713	675	2.05
총현금흐름	2,336	301	1,406	4.23

② 총투자액과 잉여현금흐름 산출

<표11>총투자 및 잉여현금흐름 산출(단위:백만원) - H사

	2015	2016	2017	매출액비율(%,3년 평균)
총현금흐름	2,336	301	1,406	4.80
(-)영업운전자본증감	-1,492	1,488	1399	1.50
(-)자본적지출의증감	4,809	106	2,865	8.10
(-)기타영업순자산의증감	-	-18	-140	-0.16
(-)기타포괄손익누계액의증감	4,538	-	-	4.79
총투자	7,855	1,576	4,124	14.24
잉여현금흐름	-5,519	-1,275	-2,718	-0.10

<표12-1>총투자액 산출자료1(단위:백만원)-H사

	2014	2015	2016	2017
현금 및 등가물	442	506	596(420)	659(720)
매출채권	6,020	6,192	6,497	7,216
재고자산	2,321	1,656	1,789	3,746
기타 유동자산	160	22	15	175
영업관련유동자산계(1)	8,943	8,376	8,897	11,796
매입채무	1,966	2,630	1,875	3,690
기타미지급비용	694	955	743	428
영업관련유동부채계(2)	2,660	3,585	2,618	4,118
영업순운전자본(1)-(2)	6,283	4,791	6,279	7,678

<표12-2> 총투자액 산출자료2(단위:백만원)-H사

	2014	2015	2016	2017
유형자산	4,959	9,768	9,874	12,739
기타장기자산	10	10	10	150
기타장기부채	68	68	50	50
기타포괄손익누계액	-	4,538	4,538	4,538

2) 미래현금 흐름의 추정

① 매출액성장률

H사는 최근 3년간 평균성장률 3.79%와 동업종(C20202:합성수지 및 플라스틱물질 제조업)의 3년간 평균성장률인 7.53%를 산술평균한 5.66%로 추정매출 성장률을 산출하였다.

<표13>최근3년 매출액성장률- H사

	2015	2016	2017	3년 평균,%
H사매출 성장률	6.74	-5.79	10.43	3.79
동업종매출 성장률*	5.92	8.06	8.61	7.53

*동업종 매출 성장률 출처: 한국은행 경제통계시스템의 기업경영분석자료

② 미래 현금흐름의 추정

<표:14> 미래 현금흐름의 추정(단위:백만원)-H사

구 분	추정현금흐름					
	1차년	2차년	3차년	4차년	5차년	영구현금 흐름
	2018	2019	2020	2021	2022	
매출액	34,795	36,764	38,845	41,404	43,367	
(-)매출원가	29,680	31,360	33,135	35,010	36,992	
(-)판관비	3,758	3,971	4,195	4,433	4,684	
(-)유형자산감 가상각비	487	515	544	1,026	1,084	
세전영업이익	870	919	971	759	802	
(-)영업법인세	111	118	124	131	139	
세후영업이익	759	801	847	895	945	972
(+)감가상각액	713	754	796	841	889	
총현금흐름(①)	1,472	1,555	1,643	1,736	1,834	
(-)영업운전자 본의 증감	522	551	583	616	651	
(-)자본적지출 의 증감	2,818	2,978	3,146	3,325	3,513	
(-)기타영업장 기순자산의 증감	-56	-59	-62	-66	-69	
(-)기타포괄손 익누계액의 증감	1,667	1,761	1,861	1,966	2,077	
총투자(②)	4,951	5,232	5,528	5,841	6,171	
잉여현금흐름(①-②)	-3,480	-3,676	-3,885	-4,105	-4,337	10,033
현가계수	0.9117	0.8311	0.7577	0.6908	0.6297	0.5741
현금흐름의 현재가치	-3,172	-3,055	-2,944	-2,835	-2,731	5,760
현재가치의 합	-8,978					

③ 기업가치평가

㉠ 할인율 산정

할인율 = WACC = 9.69%

<표15>WACC의 산출

자기자본비용(Ke)	상장 CAPM	규모프리미엄 (소)	합계
	8.79% (C20)	2.46%	11.25%
타인자본비용(Kd)	2.22%		
자기자본비율	83.27%	타인자본비율	16.73%
WACC	9.69%=[11.25% × 0.8327+ (2.22% (1-0.128)X 0.1673)]		

<표16>산업별 할인율 산출표-산업통상자원부, 기술가치평가 실무가이드2017

산업	자기자본비용					자기 자본 비율 (비상 장)	세전 타인자본비용*				
	상장 기업 CAP M	비상장기업 규모프리미엄					상장	대	중	소	창 업
		대	중	소	창업						
C19	8.22	8.76	10.32	11.25	13.19	51.90	3.28	6.23	7.27	8.64	10.66
C20	8.79	9.53	10.03	11.25	12.53	52.17	3.86	4.2	6.81	7.85	9.22
C21	8.07	9.02	9.87	10.85	12.86	57.34	4.27	4.61	7.22	8.26	9.63
C22	8.26	9.04	9.24	10.20	12.20	49.03	4.15	4.49	7.09	8.14	9.51

<표17>자본비용 및 자본비율 산출자료(단위:백만원)-H사

	2015	2016	2017	매출액비율 %,3년평균
총차입금	955	1,296	6,526	
자본총계	15,038	11,540	12,600	
타인자본비율	5.97	10.10	34.12	16.73
지급이자비용	27	33	84	
타인자본비용	2.83	2.55	1.29	2.22

⑤ 기업가치산정

현금흐름 현재가치의 합계 : -8,978 백만원

(+) 초과보유현금 합계 : 720 백만원

(-) 차입금 합계 : 6,526 백만원

총기업가치 : -14,766 백만원

III. 상증법상 평가기준에 의한 기업가치평가

1. 상증세법상 보충적 평가기준

1) 개요 및 근거법률

: 상속세 및 증여세법 시행령 제54조~제56조, 시행규칙 제17조의 2~3.

① 비상장주식의 시가가 불분명한 경우 '1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치를 각각 3과2의 비율로 가중평균한 가액으로 한다. 다만, 그 가중평균한 가액이 1주당 순자산가치에 100분의 80을 곱한 금액보다 낮은 경우에는 1주당 순자산가치에 100분의 80을 곱한 금액을 비상장주식의 가액으로 한다.'(동시행령 제54조 제①항)

② 다만 다음의 경우는 순자산가치로만 평가한다.

- a. 청산절차가 진행 중이거나 사업자의 사망 등으로 인하여 사업의 계속
이 곤란하다고 인정되는 경우
- b. 사업개시전의 법인, 사업개시 후 3년 미만의 법인과 휴폐업 중에 있
는 경우
- c. 평가기준일이 속하는 사업연도 전 3년 내의 사업연도부터 계속하여
결손이 있는 경우
- d. 당해 법인의 자산총액 중 토지, 건물 및 부동산에 관한 권리의 자산

가액의 합계액이 100분의80 이상인 경우

2) 평가요소별 기준

① 순손익가치

a. 1주당순손익가치 = 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액
자본환원이자율(기획재정부장관고시:2010.2.18이후 10%)

b. 순손익액의 가중평균액

$$\begin{aligned} & \text{평가기준일 이전 1년이 되는 사업연도의 1주당순손익액} * 3 \\ + & \text{평가기준일 이전 2년이 되는 사업연도의 1주당순손익액} * 2 \\ + & \text{평가기준일 이전 3년이 되는 사업연도의 1주당순손익액} * 1 \\ \hline & 6 \end{aligned}$$

c. 1주당 순손익액

$$\text{각 사업연도의 1주당 순손익액} = \frac{\text{각 사업연도의 순손익액}}{\text{사업연도 종료일 현재 발행주식총수}}$$

d. 순손익가치의 계산 : 순손익가치는 평가대상기업을 계속기업으로 전제하여 장래 초과 수익력을 측정하는 것으로 기업 활동을 계속할 경

우의 수익가치를 말하는 점에서는 DCF 모델에 의한 평가와 동일하나, 상증법상 평가법은 법적안정성과 예측가능성을 높이기 위한 방법으로 과거의 수익흐름만을 기준으로 평가하고 있음

e. 소득에 가산할 항목 : 국세 및 지방세 과오납에 대한 환급금이자, 수입배당금 중 익금 불산입한 금액, 기부금 한도초과 이월액 등

f. 소득에서 공제할 금액: 벌금, 과태료, 가산금 및 체납처분비, 업무무관 지출 접대비 한도초과액, 과다경비 손금불산입액, 지급이자 손금불산입액 등

② 순자산가치

a. 순자산가액 : 자산총계 - 부채총계 + 영업권 평가액

b. 1주당 순자산가치 = $\frac{\text{평가기준일 현재 순자산가액}}{\text{평가기준일 현재 발행주식총수}}$ 등

c. 평가기준일은 평가시점 현재를 말하는 것으로 평가기준일이 사업연도 말일과 일치하지 않는다면 평가기준일 현재를 기준으로 가결산한 후 순자산가치를 산정하여야하나 실무적으로 어려움이 있어 본고에서는 재무제표와 같이 2017년도 12월31일을 평가기준일로 하였음

d. 재무상태표 상의 자산에 가산하는 항목 : 평가차액, 법인세법상 유보

금액, 유상증자 등, 평가기준일 현재 지급받을 권리가 확정된 금액, 영업권 평가액 등

e. 재무상태표 상의 자산에서 차감하는 금액 : 선급비용, 이연자산, 증자일 전의 잉여금 유보액

f. 부채에 가산하는 항목 : 법인세, 농어촌특별세, 지방소득세, 배당금, 상여금, 퇴직급여 추계액, 가수금 등

g. 재무상태표상의 부채에서 제외하는 항목 : 제준비금, 제충당금, 기타

2. 기업평가의 실제

1) D사의 상증법상 가치평가

① 순자산가액 계산

<표 18> 1주당 순자산가액 계산(단위:원)

자산총계	175,348,378,923
부채총계	46,878,940,578
영업권포함전순자산가액	128,469,438,345
1주당 순자산가액	8,467

② 영업권 평가조서

<표 19> 영업권평가액 계산(단위:원)

H사의 영업권평가액 : 0			
평가기준일 전 1년이 되는 사업년도 순손익액	평가기준일 전 2년이 되는 사업년도 순손익액	평가기준일 전 3년이 되는 사업년도 순손익액	가중평균액
17,805,619,235	28,759,395,817	15,408,965,328	21,057,435,777
3년간 순손익액의 가중평균액의 50%	평가기준일현재의 자기자본	총리률이 정하는 이자율	영업권 지속연수
10,528,717,888	128,469,438,345	10%	5년

③ 순손익가치 계산

<표 20> 1주당 순손익가액 계산(단위:원)

평가기준일1년전순손익액	평가기준일2년전순손익액	평가기준일3년전순손익액
17,805,619,235	28,759,395,817	15,408,965,328
(1주당) 1,174	(1주당)1,895	(1주당)1,015
가중평균액	1,387	총리령이 정하는 율
최근3년간 순손익액 가중평균에 의한 1주당 가액		
13,870		
10%		

④ 총기업가치

<표 21> 총기업가치 계산 (단위:원)

1주당 순자산가치	8,467
1주당 순손익가치	13,870
발행주식총수	15,171,403 주
1주당 가치	11,709
총기업가치	177,638,923,446

$$* 1주당가치 = \frac{8,467 * 2 + 11,709 * 3}{5} = 11,709원$$

5

$$* \text{기업전체가치} = 11,709 * 15,171,403\text{주} = 177,638,923,446원$$

2) H사의 상증법상 가치평가

① 순자산가액 계산

<표 22> 1주당 순자산가액 계산(단위:원)

자산총계	28,863,051,977
부채총계	7,500,701,569
영업권포함순자산가액	21,362,350,408
1주당 순자산가액	

② 영업권평가

<표 23> 영업권평가액 계산(단위:원)

H사의 영업권평가액 : 0			
평가기준일 전 1년이 되는 사업년도 순손익액	평가기준일 전 2년이 되는 사업년도 순손익액	평가기준일 전 3년이 되는 사업년도 순손익액	가중평균액
1,542,615,086	2,275,645,345	1,816,888,142	1,832,670,681
3년간 순손익액의 가중평균액의 50%	평가기준일현재의 자기자본	총리률이 정하는 이자율	영업권 지속연수
916,335,340	21,362,340,408	10%	5년

③ 순손익가치 계산

<표 24> 1주당 순손익가액 계산(단위:원)

평가기준일1년전순손익액		평가기준일2년전순손익액		평가기준일3년전순손익액	
1,542,615,086		2,275,645,345		1,816,888,142	
(1주당) 77,131		(1주당)113,782		(1주당)90,844	
가중평균액	91,633	총리률이 올	정하는	10%	
최근3년간 순손익액 가중평균에 의한 1주당 가액				916,330	

④ 총기업가치

<표 25> 총기업가치 계산(단위:원)

1주당 순자산가치	1,068,117
1주당 순손익가치	916,330
발행주식총수	20,000주
1주당 가치	977,045
총기업가치	19,540,900,000

$$* \text{ 1주당가치 } = \frac{1,068,117 * 2 + 916,330 * 3}{5} = 977,045$$

5

$$* \text{ 기업전체가치 } = 977,045 * 20,000 = 19,540,900,000 \text{ 원}$$



IV. 평가결과의 분석 및 시사점

1. 평가결과의 분석

1) 두 기업의 상이한 평가결과

<표 26> 평가결과

	DCF 평가	상증법상 평가
D사	236,295 백만원	177,639 백만원
H사	-14,766 백만원	19,541 백만원

2) DCF 평가결과의 검토

DCF 평가요소 중 가장 중요한 두가지 변수 : ROIC, 성장률

<표 27> 두기업의 ROIC, 성장률 비교

	D사	H사
ROIC	38.4%	3.1%
성장률	13.1%	5.6%

=> ROIC와 성장률이 시장평균보다 높은 D사는 DCF 평가액이 세법상 평가액보다 높았고, 반대로 낮은 H사는 세법상 평가액이 더 높았음

3) 상증법상 평가결과의 분석

① 상증법상 순손익가액

<표 28> 순손익가액 증감 비교(단위:백만원)

	2015년	2016년(전년대비)	2017년(전년대비)
D사	9,062	20,929(130.95% ↑)	11,076(47.0% ↓)
H사	1,817	2,275(25.2% ↑)	1,543(32.2% ↓)

- > 순손익가치의 평가에서 직전년도의 가중치가 '3'으로 전체가치의 50%를 차지하므로, 직전년도 손익의 비중이 큰(전년대비 하락폭이 적은) H사가 상대적으로 고평가된 것으로 볼 수 있음

② 영업권 평가액

두 기업의 이익률 차이가 크에도 상증법상 평가시 영업권평가액의 기준이 높다보니 두기업 모두 '0'으로 상대적으로 ROE가 높은 D사(13.1%)의 순자산가치에 영향을 주지 않았음(H사, 6.4%)

2. 시사점

1) 상증법상 순손익가치의 가중평균으로 인한 불공정성 완화방안

상증법상 순손익가치의 산정 시 직전연도의 가중치를 50%로 두는 것은 한편으로 최근연도의 비중을 크게 하려는 점에서 합리적일 수도 있겠으나, 한 년도의 손익의 비중이 지나치게 크다보니 평가시점에 따라 평가가치에 큰 차이가 발생한다. 그러다보니 납세자가 평가시점을 의도적으로 선택할 여지가 있고, 선택의 여지가 없이 과다한 평가를 받게 될 경우 그 결과가 불공정하다고 받아들일 여지가 있게 된다. 따라서 이를 보완할 수 있는 방안을 두 가지 제시하고자 한다.

① 평가기간을 현재의 3년에서 5년 혹은 7년으로 확장하여 직전연도의 가중치를 완화하는 방법

- 상증법상 평가 방법은 비교적 그 과정이 단순하여 평가기간을 늘린다고 해서 평가에 크게 부담을 주지는 않으므로 고려해 볼 수 있음

② 가중평균 대신 산술평가를 적용하는 방법

- 가중평균의 합리성도 인정하나 시점간의 격차를 줄이기 위해서는 산술평가로 하는 방법도 생각해 볼 여지가 있으며, 기간을 위①에서처럼 늘리게 되면 더더욱 임의적 선택이나 시점에 따른 불공정성은 완화될 수 있을 것임

2) 상증법상 평가시 영업권 평가액의 실질적 반영을 위한 제안

영업권 평가액의 기준이 높아 사실상 웬만큼 순자산이익률(ROE)이 높지 않고서는 영업권평가액은 제로(0)가 되어 실질적으로 영업권평가액의 역할이 많이 감소되고 있다.

이익률이 높은 회사와 낮은 회사는 본 연구의 D사와 H사의 DCF평가에서 본 바와 같이 미래현금흐름의 가치가 현격하게 다름에도 이 부분이 무차별적으로 평가에 적용되어 실질적 영향을 주지 않고 있다. 따라서 영업권 평가기준을 현재의 단일한 기준에서 이익률에 따른 다양한 구간별 기준을 두어 이익률에 따른 영업권 평가액의 차이를 반영할 수 있다면 평가의 확실성을 다소나마 보완할 수 있을 것이라 생각된다.

3) DCF 평가법의 상증법상 기준에의 활용

H사는 낮은 ROIC와 성장률로 인해 먼 미래를 기대하기 어려운 것으로 DCF 평가는 말해주고 있으나, 상증법상으로는 1주당 약 100만원의 평가를 받고 있고, 따라서 현재 H사의 주식을 이동하려면 주주는 이에 상응하는 세금을 부담하여야 할 것이다.

이러한 결과는 납세자에게 과세의 불공정성을 야기 할 수 있으므로 납세자에게 유리할 경우 DCF 방법에 의한 평가액을 선택할 수 있는 여지를 상증법에서 일정한 요건하에 인정할 것을 제안한다.

- 상증법상 인정요건 및 방법:상증법 제64조의 무체재산권의 평가방법을 준용 즉, 동법 시행령 제59조 제②항, 동 시행규칙 제19조 제④항에 따름

<인정요건>

‘장래에 받을 각 연도의 수입금액이 하락할 것이 명백한 경우’

<인정평가기준>

‘세무서장 등 2 이상의 공신력 있는 감정기관(감정평가업자) 또는 전문가의 감정가액 및 기타 제반사정을 감안하여 적절한 가액을 평가’

3. 한계점과 향후 기대

1) 본 연구의 한계점

본 연구는 평가대상기업이 두 개 기업으로 DCF평가법과 상증법상 평가법의 결과를 비교하여 그 결과를 일반화하기에는 너무 적은 숫자여서 분석 결과를 평가하기에는 조심스럽고 제한적임을 인지한다. 또한 두 개의 분석대상 기업의 업종, 규모, 상장여부 등 동일성이 거의 없고, 본 분석의 목적상 DCF 평가에서 필수적이라 할 수 있는 산업별 전망치 등도 반영하지 않았으며, 상장여부에 따라 재무제표의 정보의 양과 질도 크게 차이가 있

있음을 부인할 수 없고 따라서 평가의 완성도에서 한계가 있음을 밝히고자 한다.

2) 향후의 기대

본 연구의 DCF 분석에서 기본서로 삼은 『Mckinsey의 Valuation』을 보면서 우리나라의 기업들을 대상으로 분석한 Valuation연구서가 있었으면 좋겠다는 부러움을 가졌었다. 앞으로 후학들이 좀 더 많은 우리기업들을 대상으로 하고 여러 기준의 동질성을 바탕으로 한 분석들을 수행하여 지금의 DCF 분석의 틀에 세부적인 기준을 제공한다면 DCF 분석은 한결 접근하기가 쉬울 수 있을 것이다. 세법상 평가는 그 주체가 공적기관인 국가로서 확실성과 객관성을 당연히 중시할 수밖에 없지만, 공정성의 기준을 해치지 않는 범위에서 많은 연구를 통한 보다 실질적인 유연성을 추가할 수 있다면 이를 통해 좀 더 공정한 평가기준으로 자리 잡을 수 있을 것이라 기대해보며 본고를 마무리하고자 한다.

참고 문헌

Valuation 5th edition, Mckinsey & Company

박대준, Valuation, 삼일인포마인

이종욱, 김성수, 기업가치평가와 재무실사, 삼일인포마인

2012, 박종석 세법상 비상장주식 평가방법에 관한 연구

2016, 임채문 상증세법상 비상장주식 보충적평가방법의 문제점 및 개선방안에 관한 연구

2016, 윤재원 상속세및증여세법상 비상장주식 보충적평가방법의 획일성 문제와 개선방안

감사보고서 2017, 2016, 2015- D 사, H 사

한국은행 경제통계시스템(ECOS)

감사의 글

이렇게 시간이 빨리 지나가면 안되는데.....! 가벼운 맘으로 입학한 후 휴학포함 3년을 보내면서 늘 안타까웠던 제 마음의 소리였습니다.

아직도 몰랐던 것을 새롭게 배워가는 기쁨과 또한 그에 대한 많은 댓가를 치르면서 웃고도 울고도 싶었던 시간이 마무리되면서 그리 큰 작품은 아니더라도 평소에 한번은 시도해보고 싶었던 프로젝트의 결과물이 손에 남게 되었습니다.

바쁘신 가운데에도 항상 배려와 격려로 지도해 주신 지도 교수님을 포함하여 여러 학과교수님들께 진심으로 감사드립니다.

끝이 없는 지식의 세계에 흠뻑 빠져보고 싶은 유혹을 항상 지니고 앞으로도 이 시도에 이어 업무와 관련된 지적호기심을 조금씩이나마 채워볼 수 있었으면 하는 바람도 가져봅니다.

많이 부족하지만 이 논문을 읽는 모든 분들에게 조금이나마 도움이 되기를 진심으로 바라고, 석사과정을 함께한 MOT 동기분들, 엄마가 정신없는 동안 대입수능을 두 번이나 치른 아들과 살림 도우느라 애쓴 남편에게도 감사의 말 전하고 싶습니다.

감사합니다.