

Print ISSN: 1738-3110 / Online ISSN 2093-7717
 http://dx.doi.org/10.15722/jds.16.10.201810.55

The Influence of Customer Satisfaction on Market Value of the Corporate*

고객만족도가 기업가치에 미치는 영향

Jungho Bae(배정호)** , Hee-Tae Lee(이희태)***

Received: September 14, 2018. Revised: October 05, 2018. Accepted: October 10, 2018.

Abstract

Purpose – The most important goal of corporate management is the maximization of firm value in the market. Executives of companies are making effort to increase corporate value and initiate various management strategies, which is to develop the products or service with value. Through these efforts, consumer satisfaction grows and loyalty increases, which leads to the positive change of customer satisfaction index. The purpose of this research is to find out the abnormal return after the KCSI(Korean Customer Satisfaction Index) is announced.

Research design, data, and methodology – This research data is collected from 11 years' stock price in KOSPI market and KCSI. The authors analyze the abnormal return triggered by the announcement of KCSI through the event study.

Results – First, newly enlisted companies in the KCSI show statistically significant short-term abnormal rate of return. Second, the value of the customer satisfaction index is not the level of customer satisfaction but the direction of the change in the CSI.

Conclusion – Customer satisfaction has the important intangible asset in the marketing area. However, firms' investment for CS is not an easy decision, because of the difficulty to measure the effect on corporate market value. This research investigates the change of the market value after the announcement of KCSI. Based on the results, firms have to keep trying to increase KCSI relative to the previous year. And the small company has to struggle for being newly listed in the KCSI.

Keywords: Customer Satisfaction, KCSI, corporate market value, the event study, consumer, retail.

JEL Classifications: C82, G14.

1. 서론

기업의 이해관계자들이 기업을 평가하는 기준은 다양하지만 가장 보편적으로 사용되는 지표는 기업의 주식가치 즉 시장가치이다. 경영진은 기업 주식가치를 높이기 위해 다양한 전략을 구상하고 자사 제품이나 서비스를 개선하는데 많은 투자를 하고 있다. 이러한 노력을 통해 소비자는 해당 기업의 제품이나 서비스에 대한 만족도가 높아지고, 이는 충성도의 증가 및 재

구매로 이어지게 된다(Fornell, Mithas, Morgeson, & Krishnan, 2006). 이를 통해 기업의 이윤은 증가하고 기업의 주가는 상승하게 된다. 고객만족은 고객과의 접촉이 빈번한 소매 업종, 서비스 업종뿐만 아니라(Shen & Bae, 2018) 유통부문 혹은 임대업에서조차 연구가 될 정도로 광범위한 영역에서 연구가 되고 있다(Arumugam, Saravanan, Patwa, & Bey, 2017). 기업은 이러한 고객만족의 중요성을 인식하고 이에 대한 투자를 하고 있으며 고객만족도 상승에 대한 투자의 효과는 지속적으로 연구되고 있다. 고객만족도와 기업 실적과의 관계에 관한 기존 연구 결과들은 고객만족도를 객관적이고 명확하게 평가할 수 있는 지표를 기반으로 도출되었는데 미국의 경우 ACSI(American Customer Satisfaction Index), 우리나라의 경우 KCSI(Korean Customer Satisfaction Index)와 NCSI(National Customer Satisfaction Index)가 일반적인 측정지표로 사용되고 있다. 그러나 고객 만족도와 관련된 연구들은 기업의 회계지표를 이용한 실적에 관한 연구들이 대다수를 차지했고 기업의 시장가치와 관련된 연구들은 상대적으로 부족한 상황이다.

본 연구는 기존의 연구들과 다음과 같은 차별적인 부분이

* This work was supported by research fund Chungnam National University. And This research was modified and developed from the Ph.D. thesis of the first author.

** Assistant Professor of Marketing, Ph.D. The first author. College of Economics and Management, Chungnam National University, Daejeon, Korea, E-mail: baejh@cnu.ac.kr

*** Assistant Professor of Marketing, Ph.D. The corresponding author. College of Economics and Business, Hannam University, Daejeon, Korea, E-mail: htleee@hnu.ac.kr

있다. 첫째, 한국 기업을 대상으로 국내 연구 중 최초로 사건 연구 방법론을 사용하여 고객만족도와 기업가치와의 관계를 검증하였다. 사건 연구 방법론의 경우 고객만족지수 발표와 동시에 변하는 주가의 측정을 통해 고객만족도와 시장가치와의 관계를 밝힐 수 있는 매우 효과적인 방법론임에도 불구하고 국내 연구에서는 사용되지 않았다.

둘째, 고객만족지수가 가지는 경제적 가치가 고객만족도의 상승이나 하락에서 나타난다는 것을 밝혔다. 소비자들이나 주식 시장에 참여하고 있는 투자자들의 경우 대다수 기업의 고객만족 수준을 과거의 발표 정보에 근거하여 어느 정도 예측하고 있다. 하지만 시장에 참여하는 투자자들은 고객만족지수가 직전년도 대비 상승하였는지 하락하였는지는 발표 전까지 예측하기 어렵다. 따라서 투자자들이 느끼는 새로운 정보의 경제적 가치는 고객만족지수의 수준이 아닌 변화의 변화라는 사실을 밝혔다.

마지막으로 본 연구는 KCSI를 이용하여 고객만족지수 발표에 따른 주식가치 변화율을 측정하였다. KCSI는 미국의 ACSI와 산정 방식 및 발표 시기 등이 다르기 때문에 KCSI를 국내 기업 데이터에 적용시킬 경우 기존 해외 연구와 상이한 결과가 나올 수 있다. 이는 고객 만족도를 어떤 방식으로 평가하느냐에 따라 정보가 가지는 경제적 가치가 달라질 수 있다는 것을 의미한다. 본 연구에서는 KCSI 발표로 인해 기업의 시장가치가 변화함을 밝혔다.

2. 선행연구

2.1. 마케팅 무형 자산과 고객만족도

한국채택 국제회계기준(K-IFRS: Korean International Financial Reporting Standard)에 따르면 무형자산은 물리적 실체는 없지만 식별 가능한 비화폐성 자산을 말하며 대표적인 예로 컴퓨터 소프트웨어, 특허권, 저작권, 영화필름, 고객목록, 모기지 관리용역권, 어업권, 수입할당량, 프랜차이즈, 고객이나 공급자와의 관계, 고객 충성도, 시장 점유율과 판매권 등이 있다.

무형자산의 가치는 시장가치로 표현되는 기업의 시가총액에서 유형자산인 장부상의 기업가치를 차감한 값이라고 할 수 있다(Simon & Sullivan, 1993). 산업자본시대에서 지식자본시대로 전환됨에 따라 기업가치의 주요 요소가 유형자산에서 무형자산으로 이전되고 있으며 마케팅 무형 자산 중에서는 브랜드나 고객가치 등이 국제회계기준에서 별도로 인식할 수 있게 되었다. Carparo and Srivastava(1997)는 Fortune이 선정한 500대 기업을 대상으로 시장가치 대 장부가치(Book to Market Ratio)값이 평균 3.5에 이른다고 주장하고 전체 시가 총액의 70% 이상이 무형자산으로 분류되어 있다는 점을 밝혔다.

마케팅 자산의 가치는 공식적인 회계 기준에서 인정될 만큼 중요성이 커지고 있으며 회사의 시장 가치를 구성하는 중요한 요소로 자리 잡았다(Aaker & Jacobson, 2001; Amir & Lev, 1996; Srivasta, Shervani, & Fahey, 1998). 마케팅 분야에서 무형자산에 해당하는 요소들은 회계 기준에서 인정되는 것보다 훨씬 광범위하다. 고객만족도, 브랜드 자산, 고객관계, 마케팅 믹스 요소, 마케팅 전략 등 무형의 미래 수익 창출 기반들은 모두 해당된다고 볼 수 있다(Aksoy, Cooil, Groening, Keiningham, & Yalcin, 2008; Lee & Kim, 2000; Rust,

Ambler, Carpenter, Kumar, & Srivastava, 2004; Fornell et al., 2006; Yi & Lee, 2006). 이처럼 마케팅 무형자산인 고객만족이 고객 충성도로 이어지고 기업의 가치 및 수익성에 주는 영향은 실무와 학계 모두의 주요 관심사이다(Yi, 2000).

2.2. 고객만족도 측정 지표

Oliver(1980)는 개인 수준의 고객만족이 어떤 구조로 나타나는지에 대해 기대 수준, 행동, 의도, 부적합, 태도 등을 변수로 하여 모델을 제시하였고 고객만족이 재구매에 미치는 영향을 검증하였다. 고객만족도가 제품이나 서비스의 재구매에 영향을 미친다는 사실은 고객만족도의 수준에 따라 기업의 실적이 달라진다는 것을 의미하고 고객만족과 기업 실적과의 관계는 많은 연구자들의 주요 관심사가 되었다. 따라서, 고객 만족 수준을 객관적이고 명확하게 평가할 수 있는 지표의 필요성이 나타났다.

고객만족도에 관한 초기 연구들에서는 설문조사를 통한 고객의 만족도가 측정되었다(Peterson & Wilson, 1992). 소비자들에게 제품이나 서비스에 관해 질문할 항목을 선정하고 각 항목에 대해 가중평균을 하여 소비자의 만족도를 평가하는 방법을 사용하였다(Kristensen, Kanji, & Dahlgaard, 1992). Fornell(1992)은 Sweden의 고객만족지표인 CSB(customer satisfaction barometer)를 기반으로 ACSI(American Customer Satisfaction Index)를 1994년 개발하였고 미국에서 고객만족도를 평가하는 대표적인 척도로 자리매김 하였다. 국내의 대표적인 고객만족지수로는 1992년에 한국능률협회 컨설팅에서 자체 개발한 KCSI, 1998년에 한국 생산성본부에서 미국의 ACSI의 산정모형을 적용한 NCSI, 한국표준협회가 주관 시행하고 있는 KS-SQI의 세 가지 지표가 있으며 본 연구에서는 국내 고객만족 관련 연구에서 상대적으로 많이 사용되는 KCSI를 다룰 것이다.

KCSI(Korean Customer Satisfaction Index)는 1992년 한국 능률협회 컨설팅에서 국가 산업 경제의 질적 성장을 평가하게 위해 개발된 지표이다. 개발된 연도를 기준으로 한다면 미국의 ACSI보다 2년 먼저 개발되었으며 NCSI보다 5년 먼저 만들어진 지표이다. 2000년대 이전에는 조사 산업의 수가 적어서 100개 미만이었으나 2000년대에 들어오면서 조사 기업의 수가 확대되었다. <Table 1>은 KCSI의 연도별 발표 산업수를 나타낸다.

<Table 1> The number of corporate in the KCSI (1992~2011)

year	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01
manufacturing	7	7	5	5	7	14	33	32	43	48
service business	5	1	7	8	8	30	27	42	45	47
total	12	8	12	13	15	44	60	74	88	95
year	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11
manufacture	53	53	63	58	57	59	57	54	48	48
service business	47	47	47	45	44	46	49	49	51	54
total	100	100	110	103	101	105	106	103	99	102

매년 4월부터 8월까지 국내에서 소비 생활을 하고 있는 내국인 중 서울 수도권 및 6대 광역시에 거주하는 20세 이상 60세 미만의 남녀를 대상으로 유의할당표본 추출방법을 사용하여 각 기업 및 브랜드 당 100명 이상의 데이터를 수집하여 분석을 실시한다. 조사 대상 기업은 소비재 제조업, 내구재 제조

업, 일반 서비스업, 공공 서비스업으로 분류되며 100개 이상의 기업을 대상으로 한다. 데이터 수집을 위한 설문조사는 면접원이 직접 가구를 방문하여 일대일 면접을 통해 진행된다. 설문 문항은 전반적 만족도, 요소별 만족도, 재구입(거래) 의향률의 조사로 구성되는데 조사 결과 점수를 각각 4 : 4 : 2의 비율로 가중 평균하여 KCSI를 산출한다. 전반적 만족도는 상품, 서비스, 이미지 등을 종합하여 만족하는 수준을 평가하고, 요소별 만족도는 상품, 서비스, 이미지에 대해 고객의 중요도와 만족 수준을 감안하여 평가한다. 조사가 완료되는 시점에 따라 매년 9월과 10월 사이에 발표를 하며 KCSI의 과거 추이, 해당 년도와 직전 년도 사이의 지수 변화, 산업별 특징, 1위 기업 및 그룹에 대한 정보를 추가적으로 발표한다.

2.3. 고객만족과 기업실적과의 관계

무형자산으로서 고객 만족의 중요성이 부각됨에 따라 고객 만족이 영향을 주는 기업 실적 변수에 대한 연구들이 진행되었다. Fornell et al.(2006)은 기업의 실적은 크게 장부상의 가치나 실적을 평가하는 회계지표와 시가 총액으로 대변되는 기업의 시장가치로 나눌 수 있다고 설명하였다. 전자는 과거의 실적을 반영하고 후자는 고객 만족이 발생시키는 미래의 수익을 반영한다는 특성을 가지고 있다고 밝혔다.

2.3.1. 고객만족이 회계실적에 미치는 영향

Jeon and Kim(2005)는 KCSI를 사용하여 고객만족과 기업 성과변수와의 관계를 연구하였는데 종속변수로 매출액 성장률, 매출액 이익률, 자산 이익률을 사용하였으며 해당 연도의 고객 만족지수 뿐만이 아니라 직전년의 고객만족지수도 기업의 성과에 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 것을 밝혔다. Yi and Lee(2006)은 고객만족정도에 따라 기업의 수익성과 가치가 달라지는지 패널데이터 분석법을 통해 검증하였다. KCSI를 고객만족정도를 나타내는 변수로 사용하고 ROA(Return On Asset)를 수익성 변수로 사용하였으며 기업가치의 척도로 EVA(Economic Value Added)를 최초로 도입하였다. 이 연구에서 고객만족도가 기업가치와 수익성에 모두 유의한 양(+)의 효과를 발생시키는 것을 밝히고, 고객만족도가 기업가치에 미치는 영향은 제조업에 비해 서비스업의 경우 더 큰 것을 검증하였다.

고객만족이 기업의 수익성에 미치는 영향이 단순히 해당 연도에 끝나는 것이 아니라 장기적으로 동태적인 영향을 준다는 것이 검증되었는데(Yi, Cha, & Lee, 2008), 해당 년도의 고객만족과 기업성과 간 기존 연구에서 발전하여 장기적 영향력을 검증했다. 고객만족도(KCSI)와 고객 추천의향(NPS)이 기업의 성과에 미치는 동태적 영향을 비교한 연구가 발표됨에 따라(Yi & Lee, 2010), 고객만족지수를 대체할만한 지표에 대한 연구도 진행되고 있다. 이 연구 결과에 따르면 고객추천의향 역시 기업의 성과(ROA)에 장기적으로 영향을 미친다는 결론을 내렸으며 고객 만족이 기업의 성과에 미치는 영향은 업종별로 차이가 있다는 것을 밝혔다.

Rust and Zahorik(1993)은 고객만족도가 시장 점유율, 이익률, 연장률(retention rate)에 미치는 영향을 밝히고 고객만족의 가치를 측정할 수 있는 모형을 제시하고 이를 소매금융업에 적용시켜 실증분석하였다. 이들은 고객만족에 대한 투자가 이윤추구에 도움이 되는지에 대한 연구를 ROQ(Return on Quality)모형을 통해 추가적으로 검증하였는데(Rust, Zahorik,

& Keiningham, 1995) 서비스 품질의 개선노력이 수비효과와 공격효과를 통해 수익성으로 연결되는 과정을 설명하였다. 수비효과란 고객유지효과를 의미하고 공격효과란 구전효과를 통한 신규고객의 유입을 의미한다. 이는 투자의 형태에 대한 연구로 발전되었는데(Rust, Moorman, & Dickson, 2002) 비용을 줄이는 투자보다 수익을 늘리는 투자의 형태가 ROQ에 더 효과적이라고 주장하였다.

Anderson, Fornell, and Lehmann(1994)은 Fornell(1992)의 연구를 발전시켜 고객만족도가 시장 점유율과 기업의 투자수익률(ROI: Return On Investment)에 미치는 측면을 연립방정식(Systems of Equation)을 통해 검증하였다. 고객만족도가 높을수록 기업의 ROI가 증가하여 기업의 경제적 수익성은 증가하지만, 시장점유율은 고객만족도와 상충관계(trade-off relationship)라는 점을 밝혔다. Anderson, Fornell, and Rust(1997)은 제조업에 비해 서비스업에서 고객만족도와 생산성간의 상충관계가 더 크게 나타난다는 점을 밝히고 서비스업에서 고객만족도와 생산성 모두를 높이는 것이 쉽지 않다는 점을 스웨덴의 고객만족 데이터를 이용하여 보여주었다.

2000년대 이후 기업의 다양한 성과지표를 대상으로 한 분석이 본격적으로 시작되었는데 Yeung and Ennew(2000)는 고객만족도가 기업 재무제표상의 수익성 지표인 매출액(sales), 영업이익(operating income), 순이익(net income), 유보이익(retained earning)에 유의한 양(+)의 효과를 준다는 점을 밝혔다.

Edvardsson, Johnson, Gustafsson, and Strandvik(2000)은 스웨덴의 고객만족 지수를 이용하여 고객만족이 기업에 미치는 영향을 측정하였다. 고객 충성도, 수익, 매출액 성장률을 변수로 설정하여 검증한 결과 고객만족수준은 충성도, 수익, 매출액 성장률에 영향을 미치며 제조업보다 서비스 업종에서 그 효과가 더 크다는 결론을 도출하였다. Yeung, Ging, and Ennew(2002)은 이전 연구에서 고객만족도와 종속변수인 영업 이익과 순이익에 주는 영향을 단순회귀 분석과 함께 로그선형, 제곱근 형태로도 관계를 검증하였고 함수 형태와 무관하게 유의한 양(+)의 관계가 있다는 점을 밝혔다.

Yi and Lee(2006)은 고객만족이 기업실적인 ROA와 기업가치인 EVA에 대해 각각 검증하였는데 두 변수에 대해 고객만족도는 양(+)의 영향력을 주는 것으로 나타났다. 이 모형을 발전시켜 ROA와 EVA의 과거 변수들을 독립변수 항에 넣어 과거에 고객만족에 의해 양(+)의 영향을 받은 수익성과 기업가치 증가가 다시 미래의 수익성과 기업가치에 영향을 주는지를 동태적 분석을 통해 살펴보고 유의한 양(+)의 값을 얻었다(Yi, Cha, & Lee, 2008).

이처럼 기업의 재무제표상의 지표에 고객만족도는 대부분 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 밝혀졌는데 대부분의 연구가 고객만족 수준의 높낮이에 따른 결과 변수로서의 역할을 하는 분석형태를 보여주었다.

2.3.2. 고객만족이 기업의 시장가치에 미치는 영향

고객만족도가 기업의 회계지표에 미치는 영향과 함께 기업의 가치에 주는 영향도 주목 받기 시작하였다. 기업의 수익성이 증가하면 미래 수익에 대한 긍정적인 예측은 가능하지만 정확히 정의하면 기업의 시장가치를 이용하지 않은 기업실적은 향후 발생시킬 수익에 대한 부분은 고려하지 않은 과거의 실적 지표라고 할 수 있다.

기업의 가치는 시장가치라는 단일 척도만 존재하는 것이 아

니며 단순히 하나의 지표로 표현될 수 없기 때문에 기업의 미래 현금흐름(Gruca & Rego, 2005), Tobin q(Anderson, Fornell, & Mazvancheryl, 2004; Tobin, 1969), EVA(Yi & Lee, 2006), 기업의 시장가치 변화(Jacobson & Mizik, 2009; Fornell et al., 2006; Aksoy et al., 2008)와 같은 다양한 지표를 이용한 연구들이 존재한다.

고객만족도가 개별 기업의 주가에 미치는 영향이 유의한지를 보기 위해서는 효율적 시장가설을 먼저 이해할 필요가 있다. 효율적 시장 가설(Efficient Market Hypothesis)이란 시장에 경제적 가치를 지니는 정보가 유입되었을 때 그 정보가 주식 가격에 정확하고 신속하게 반영되는 정보의 효율성을 말한다(Fama, Fisher, Jensen, & Roll, 1969). 즉 시장이 효율적이고 정보가 경제적 가치를 가지고 있다면 이 정보가 해당 기업의 미래 현금 흐름을 변화시킬 것이며 이 현금흐름의 현재가치로 대변되는 주가가 많은 투자자들의 매매행위로 인해 즉각적으로 변화하여 정보 가치가 주가에 반영될 것이다. 따라서 특정 사건이 발생하였을 때 개별기업의 주가가 비정상적으로 높거나 낮은 수익률을 발생시킨다면 이 사건은 주가에 영향을 주었다고 판단할 수 있다. 사건 연구 방법론은 Fama et al. (1969)가 재무 분야에서 주식 분할로 인한 기업가치의 변화를 측정하면서 시작되었다. 이후 사건 연구 방법론은 경제 경영뿐만 아니라 기업의 가치를 다루는 많은 영역에서 사용되기 시작하였다. 기업의 마케팅 관련 사건이나 기업 활동의 가치를 측정하는데 자주 사용되어 왔다. 예를 들면 기업명의 변경이 기업가치에 미치는 영향(Horsky & Swyngedouw, 1987), 신제품 출시가 기업가치에 미치는 효과(Chaney, Devinney, & Winer, 1991), 유명 광고 모델과의 계약이 기업가치에 미치는 효과(Agrawal & Kamakura, 1995), 브랜드 확장 제품에 있어서의 브랜드 명성과 친숙도의 영향(Lane & Jacobson, 1995.), 스포츠 후원 마케팅이 기업 가치에 미치는 영향(Ahn, Lim, & Kim, 2003), CRM투자가 기업가치에 미치는 영향(Kim, Kim, & Woo, 2004), 소비자의 부정적 구전효과와 기업가치와의 관계(Luo, 2007) 등과 같이 마케팅 분야에서도 마케팅 관련 이슈의 경제적 가치를 측정하기 위해 빈도 높게 사용되는 방법론이다.

고객 만족도와 기업의 시장가치의 관계를 검증하기 위해서 사건 연구 방법론이 사용되었는데 Ittner and Larcker(1998)는 사건 발생 직전 100거래일의 시장 수익률과 고객 만족지수를 평가 받은 개별 기업의 주식 수익률을 통해 정상 수익률을 측정하였다. ACSI가 발표된 이후 5일간, 10일간의 누적비정상 수익률을 산출하고 해당 비정상 수익률을 종속 변수로 설정하고 ACSI를 독립변수로 설정하여 회귀분석을 사용하였다. 10일간의 누적 비정상 수익률을 종속변수로 한 경우에 10% 유의수준 하에서 유의한 결과가 나왔다. 이는 단기 비정상 수익률 발생에 있어서도 발표 후 즉각적인 가치의 반영은 일어나지 않지만 일정시간(10일)에 걸쳐 단기 비정상 수익률이 나타났음을 밝힌 것이다. 이를 다시 고객만족 점수에 따라 4분위로 분류하여 동일한 분석을 한 결과 10일간의 누적 비정상 수익률을 종속 변수로 하였을 때, 상위 50% 그룹에서 5% 유의수준 하에서 양(+)의 비정상 수익률이 발생함을 보였다.

Fornell et al.(2006)도 사건연구 방법론(event study)을 통해 ACSI 발표 후 주가가 즉각적으로 변화하는지 살펴보았다. Ittner and Larcker(1998)의 연구와의 차이점은 비정상 수익률 측정에 있어서 주가 변화의 관찰기간을 발표 당일의 비정상 수익률만 관찰하였다는 점과 대상기업의 구분 기준을 해당 연도의 고객만족지수가 아닌 전년대비 상승기업, 하락기업으로

나누었다는 점이다. 발표 당일의 비정상 수익률은 고객만족지수가 상승한 기업군과 하락한 기업군 모두 유의한 값을 가지지 못함에 따라 단기 비정상 수익률이 발생하지 않는다는 결론을 도출하였다.

위의 두 연구 중 Ittner and Larcker(1998)의 경우 사건 발생일과 그 이후의 개별 날짜에 발생한 비정상 수익률의 유의성을 검증한 것이 아니라 ACSI와 누적 비정상 수익률을 종속 변수로 한 회귀분석을 검증하였다는 점에서 일반적인 사건 연구 방법론의 일반 비정상 수익률의 유의성을 검증과 차이가 있다. 또한 Fornell et al.(2006)의 고객만족지수로 인한 비정상 수익률은 고객만족지수 발표 당일 하루의 비정상 수익률만을 관찰하고 연구의 후반에는 장기 비정상 수익률을 측정하였다는 점에서 모순이 발생한다. 장기 비정상 수익률이 발생한다는 가정을 하였다면 사건 연구 방법론을 통한 비정상 수익률의 관찰기간도 당일이 아닌 일정 수준의 충분한 비정상 수익률 관찰기간을 보여주는 것이 더 타당하기 때문이다. 따라서 저자들은 보편적인 사건 연구방법론의 관찰 기간을 따르고, 단기 비정상 수익률 발생이라는 가정을 기반으로 연구를 진행하는 것이 더 보편타당한 결론을 내릴 것이라고 판단하였다.

2.3.3. 그 외 기업가치 지표에 미치는 영향

비정상 수익률 이외에도 기업의 주식가치를 이용한 평가 척도들이 존재한다. Yi and Lee(2006)은 EVA를 최초로 도입하여 기업가치를 측정하는 연구를 발표하였는데 EVA(Economic Value Added)는 기업의 영업이익에서 기업이 사용한 총 자본에 대한 자본비용과 세금 공제 후 남은 이익으로 'EVA = 세후 영업이익 - 세후 총 자본비용 = 영업이익-법인세 비용 - 총자본 * 가중자본비용'으로 계산되며 투자자산 대비 세후영업이익률이 자본비용을 넘어서는 때 창출되는 기업가치의 증가분을 의미하며 회계학적 이익보다는 주주의 가치에 더 초점을 둔 지표이다. 이 연구에서 고객만족도는 기업의 가치에 유의한 양(+)의 효과를 가져 오며 서비스업일 경우 그 영향력이 더 큰 것으로 밝혀졌다. 이 연구는 동태적 영향 연구로 발전하여(Yi et al., 2008) 해당연도 이후에도 기업고객만족도가 미치는 장기적인 영향에 대해서도 검증하였다.

Tobin's Q는 기업의 시장가치를 순자산가치로 나눈 값이다. 일반적으로 Tobin's Q가 높은 기업들은 경쟁우위를 점하고 있는 회사들이 많다. 이는 무형자산의 크기가 상대적으로 크다는 것을 의미하는데 무형자산의 크기가 큰 회사들은 제품이나 서비스에 대한 이미지가 훌륭하다거나 특허권과 같은 독점적 지위를 확보한 기업인 경우가 많기 때문이다. 반면 Tobin's Q가 낮은 기업은 경쟁이 극심한 사양산업일 가능성이 높다(Yi & Lee, 2006). Anderson et al.(2004)은 ACSI와 Tobin's Q를 사용하여 패널데이터를 분석하였고 고객만족도의 영향이 유의한 양(+)의 값을 보인다는 사실을 밝혔다.

주식가치가 미래의 현금흐름을 현재가치로 할인한 금액이라는 정의는 앞서 설명한 바 있다. 이 기준에 따라 Gruca and Rego(2005)는 고객만족도에 따른 미래의 현금흐름을 분석하였는데 고객만족도가 높은 기업의 경우 현금흐름이 성장한다는 사실을 밝히고 그 변화량(=위험)이 적다는 사실을 도출하였다. 이는 고객만족도가 높은 기업일수록 기업가치가 높고 위험이 낮다는 사실을 나타내고 있는 것이다.

3. 연구모형

본 연구에서는 단기 비정상 수익률을 측정하는 사건 연구 방법론(Event Study Method)을 사용하고 있으며, 비정상 수익률을 검증하기 위한 정상 수익률 모형으로 자본 자산 가격 결정 모형(CAPM: Capital Asset Pricing Model)을 사용하고 있다. 먼저 정상 수익률을 설명할 수 있는 CAPM에 대해 설명하고, 다음으로 단기 비정상 수익률을 측정하는 모형인 사건 연구 방법론을 설명할 것이다.

3.1. 자본 자산 가격 결정 모형(CAPM)

자산의 수익률은 경쟁시장 하에서 해당 자산이 가지고 있는 위험이 증가(감소)함에 따라 수익률도 비례적으로 증가(감소)하는 것으로 평가되고 있다. 즉, 특정 자산의 수익률은 시장의 수익률과 선형관계를 이루고 있으며 시장 수익률의 계수 값을 해당 자산이 가지고 있는 체계적 위험의 측정치인 β 라고 할 수 있다. Sharpe(1964), Lintner(1965), Black(1972)는 이러한 자산 수익률의 결정 모형인 CAPM을 제시하고 실증 분석을 통해 CAPM의 체계적 위험에 따라 포트폴리오의 수익률이 변화한다는 검증 결과를 제시하였다. 식 (1)은 CAPM에 대해 설명하는 선형 회귀식으로 개별 기업 i 의 시간 t 에서의 수익률은 다음과 같다

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t} - R_{f,t}) + e_{i,t} \quad (1)$$

- $R_{i,t}$: t 기간의 기업 i 의 수익률
- $R_{m,t}$: t 기간의 시장수익률
- $R_{f,t}$: t 기간의 무위험 이자율
- α_i : 상수항
- $e_{i,t}$: 오차항

식 (1)은 개별 자산의 주식 수익률에서 무위험 이자율을 차감한 수익률은 시장 수익률에서 무위험 이자율을 차감한 수익률과 선형관계를 이루는 모형을 보여주고 있다. 이 식에서 오차항은 $N(0, \sigma^2)$ 의 분포를 따른다. (1)식에서 β_i 에 의해 결정되는 개별 자산의 수익률은 시장의 움직임에 의한 영향의 정도를 의미하고 $e_{i,t}$ 는 오차항으로 개별 기업의 특정 기업행위나 사건으로 인해 발생하는 수익률 효과를 의미한다. 단기 비정상 수익률을 측정하는 사건 연구 방법론의 경우 사건이 발생했을 때 $e_{i,t}$ 가 통계적으로 유의하게 '0'이 아닌지를 검증하여 해당 사건에 대한 가치를 측정하는 모형이다.

3.2. 사건 연구 방법론 (Event study)

사건 연구 방법론은 개별 자산의 시장 가치에 영향을 줄 정보가 시장에 공개 되었을 때 그 정보가 경제적인 가치를 가진다면 즉각적으로 주식가치에 반영이 된다는 효율적 시장 가설(EMH: Efficient Market Hypothesis)에 근거하여 비정상 수익률을 측정하는 방법이다. 현대 자본 시장이론에서 다루는 시장의 효율성은 시장에 어떤 정보가 유입되었을 때 그 정보가 증권 가격에 정확하고 신속하게 반영되는 정보의 효율성을 말한다(Fama et al., 1969). Fama et al.(1969)에 의해 개발된 이 모

델은 1) 특정 정보가 시장에 공개되어 주가에 즉각적으로 반영되는지를 측정하는 시장의 효율성 검증과 2) 특정 정보가 효율적 시장 가설 하에서 주가에 영향을 미치는 경제적 가치가 어느 정도인지를 측정하는데 사용된다. 즉 1)의 경우 정보가 공개된 후 주식 가치에 반영되는 속도가 느리다면 시장이 비효율적이라는 점을 밝힐 수 있으며, 2)의 경우 해당 정보가 공개된 후 즉각적으로 상승 또는 하락하는 주식 가치를 통해 정보의 경제적 가치를 산출할 수 있다.

1)과 2)를 위해서 특정 정보의 공개 시점에 발생하는 비정상 수익률의 도출이 필요하고, 해당 시점의 수익률을 비정상이라고 판단하는 기준이 되는 정상 수익률에 대한 정의가 필요하다. 사건 연구 방법론에선 무위험 이자율 부분을 제외하고 CAPM을 단순화시킨 시장 모형(Market Model)을 주로 사용하여 검증하는데 이는 표본의 개수가 증가함에 따라 CAPM모델과 추정 값의 차이가 없어지기 때문에 검정력에 있어서 문제가 없기 때문이다.

시장 모형에 따르면(Brown & Warner, 1985) 개별 자산의 수익률은 시장수익률과 해당 자산의 체계적인 위험인 β_i 값을 통해서 나타나고 있는 점과 무위험 수익률이 독립변수와 종속변수에 동일한 상수 값으로 적용된다는 점을 감안하면 이는 CAPM모델과 차이가 없음을 식 (2)에서 알 수 있다.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

- $R_{i,t}$: t 일의 수익률
- $P_{i,t}$: t 일의 증가
- $P_{i,t-1}$: $t-1$ 일의 증가

시장 모형을 통해 비정상 수익률을 구하는 방법은 식 (3)과 같다. 먼저 시장 모형을 통해 특정 사건 발생일 이전 15일부터 200거래일 간 시장 수익률과 개별 주식의 수익률에 대해 선형 회귀 분석을 한다. 이 때 사건 발생 15일 전부터 기간을 설정하는 이유는 사건으로부터 추정 계수가 영향을 받는 부분을 최소화하기 위해서이다. 회귀분석을 통해 도출된 회귀계수 $\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$ 를 이용하여 해당 사건일의 시장 수익률을 대입한 수익률인 $\hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t}$ 를 시장 모형에 의해 결정된 정상 수익률(normal return)이라고 할 수 있다. 비정상 수익률이란 해당 사건일에 발생한 개별 주식의 수익률에서 정상 수익률을 차감한 값을 의미하고 그 식은 (3)과 같다.

$$A_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t} \quad (3)$$

- $R_{i,t}$: 개별 자산 i 의 t 일의 수익률
- i : 개별 자산 i
- t : 거래일
- $A_{i,t}$: t 일의 비정상 수익률
- $\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$: 과거 1년 간 시장 수익률과 개별자산 i 와의 선형 회귀분석 식에서 산출한 추정계수

식 (3)에서 구한 비정상 수익률(abnormal return)을 이용하

여 일별 비정상 수익률의 유의성을 검정하기 위해 비정상 수익률의 t-value를 구하면 식 (4)와 같다. 이때 비정상 수익률은 독립적이며 평균이 '0'이고 표준편차가 \hat{s}_{ϵ_t} 임을 가정한다.

$$TS_t = \sum_{i=1}^N \frac{A_{i,t}/\hat{s}_{\epsilon_t}}{\sqrt{N}} \quad t \in \{-3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7\} \quad (4)$$

t값이 사건 발생일과 사건발생일 이후 짧은 기간 동안 통계적으로 유의하게 '0'이 아닌 값이 나오는지를 검증하는 것이 사건 연구 방법론의 목표이다. 만일 통계적으로 유의한 '0'이 아닌 값이 나온다면 해당 사건은 기업가치의 증가 또는 감소에 영향을 준 것이고, 유의하지 않다면 해당 사건이 기업 가치에 미치는 영향은 없다고 판단할 수 있다.

사건 연구 방법론은 연구자에 따라 사건 발생일 직전부터 짧게는 당일, 길게는 30일까지 비정상 수익률을 관찰하는데 이는 해당 사건이나 정보가 시장이 받아들일 때 얼마나 효율적인지에 따른 판단에 근거한다. 사건 연구 방법론의 장점은 개별 기업에 특정 사건이 발생한 짧은 기간 동안의 주가 변화를 관찰하는 것이 가능하고 해당 사건의 가치를 순수하게 측정할 수 있다는 점이다. 따라서 사건 발생 전후의 주가 변화의 관찰기간(event period)에 다른 요인이 영향을 준다면 해당 기업의 주가는 분석에서 제외해야만 한다. 본 연구에서는 사건 연구 방법론을 통해 단기 비정상 수익률이 발생하는지를 검증하고, 고객만족도가 시장에서 효율적으로 기업 가치에 반영되는지를 검증할 것이다.

4. 실증 분석

4.1. 가설수립

본 연구는 고객만족지수로 인한 기업의 시장가치 변화가 유의한 수준으로 발생하는지를 검증하는 것이 목적이다. 유의한 수준의 시장가치의 변화란 수익률이 정상 수익률 대비 통계적으로 유의한 양(+) 또는 음(-)의 추가적인 수익률을 의미한다.

고객만족지수의 발표는 시장 참여자들에게 고객만족도에 대한 새로운 경제적 가치를 가지는 정보를 제공할 것이고, 해당 정보에 대한 시장의 정확한 평가가 내려진다면 효율적 시장 가설에 따라 단기간에 주가치에 변화가 발생할 것이다. 이 정보의 속성이 기업 가치에 긍정적인 신호를 준다면 주가치는 상승할 것이고 그 반대라면 하락을 할 것이라 예측할 수 있다.

개별 기업의 고객만족지수는 해당 기업의 제품이나 서비스를 사용해 본 소비자들의 평가로 이루어진다. 평가 대상이 되기 위해선 해당 회사의 제품이나 서비스를 많은 소비자가 사용하고 인지도가 있는 기업이어야 하는 것이 전제조건이다. 따라서 이러한 조건을 충족하지 못한 상태에서 고객만족지수 평가를 받지 못하던 기업이 새롭게 고객만족 평가를 받게 된다면 시장 참여자들은 기업이 미래에 발생시킬 수익이 증가할 것이라는 예상을 할 수 있다. 따라서 고객만족도 평가를 신규로 받게 된 기업의 경우 고객만족지수 측정에 새롭게 진입하였다는 정보가 시장참여자들에게 긍정적인 신호를 줄 것이고 이는 해당 기업의 시장가치에 양(+)의 영향을 줄 것이라 예상할 수 있다.

가설 1: 고객만족지수 신규 평가 기업의 경우 고객만족지수로 인한 양(+)의 단기 비정상 수익률이 존재할 것이다.

고객 만족도를 지속적으로 평가 받고 있었던 기업의 경우 고객만족지수 발표 시점이 단기적으로 기업의 가치가 변화한다면 고객만족지수가 가지고 있는 특정 정보의 속성으로 인한 것이라고 판단할 수 있다. 고객 만족지수가 가지고 있는 정보는 다양하지만 크게 해당 년도의 고객 만족도의 수준이 어느 정도인지(점수의 높고 낮음)와 고객만족도의 수준이 전년대비 변화하였는지(상승 또는 하락)가 가장 중요한 분석 기준이 될 것이다(Fornell et al., 2006; Aksoy et al., 2008; Jacobson & Mizik, 2009).

고객 만족도가 높은 기업은 소비자들의 충성도가 높고 재구매율이 높은 제품이나 서비스를 보유하고 있는 기업이다. 다시 말하면 고객만족도 수준은 이미 회계지표나 시장가치에 반영되어 있다고 보는 것이 더 설득력이 있다. 따라서 고객만족지수 공개 시점에 시장 참여자들이 새롭게 얻는 정보는 고객만족도의 수준이 아닌 고객만족도의 상승 혹은 하락일 것이다. 즉, 고객만족지수 발표 전 소비자는 해당기업의 고객만족도 수준에 대해 과거 해당 기업의 고객만족지수 히스토리를 통해 어느 정도 짐작할 수 있다. 따라서 고객 만족 수준은 고객만족지수에서 얻을 수 있는 새로운 정보라고 보기 어려우며, 소비자들이 고객만족지수 발표로부터 얻을 수 있는 새로운 정보는 고객만족도 점수가 상승하였는지 하락하였는지에 대한 부분일 것이다. 따라서 이에 대한 가설은 다음과 같다.

가설 2: 고객만족지수가 가지는 정보의 가치는 해당 연도의 고객만족 수준이 아닌 고객만족지수의 전년대비 변화에서 발생할 것이다.

4.2. 자료수집

본 연구를 수행하기 위해 한국능률협회컨설팅의 KCSI를 2000년부터 2010년까지 수집하였다. NCSI와 KCSI 중 KCSI를 선택한 이유는 ACSI를 이용한 기존 해외 연구(Fornell et al., 2006)에서 고객만족도와 시장가치와의 유의미한 관계를 발견하지 못했고 동일한 산정방식을 사용한 NCSI를 사용하는 것은 의미가 없다고 판단했기 때문이다. 또한 고객 만족도를 어떤 방식으로 평가하느냐에 따라 정보가 가지는 경제적 가치가 달라질 수 있다는 점을 감안하였다. 또한 데이터의 최초 수집 기간으로부터 다소 시간이 지났으나 이후 기간의 데이터 추가 및 분석이 연구 결과에는 큰 차이가 없을 것이라 판단하였다.

KCSI는 매년 9월과 10월 사이에 고객만족지수를 발표한다. KCSI에서 발표되는 기업들 중 비상장 기업과 코스닥 상장 주식은 제외하였다. 이는 비상장 기업의 경우 기업의 시장가치를 알 수 없기 때문에 비정상 수익률을 측정할 수 없고 코스닥 기업들은 코스피 기업과의 시장 진입의 조건이 다르기 때문에 배제하였다. 또한 금융업종에 종사하는 기업들은 기업의 자산이나 매출구조가 다른 제조업이나 서비스업과 상이하기 때문에 금융업종의 기업들도 배제하였다.

사건 연구 방법론의 경우 특정 정보가 공개된 시점을 전후로 단기간에 발생한 비정상 수익률을 측정하여 정상 수익률과 비교를 하는 것이 목적이다. 따라서 해당 정보 이외에 다른 정보나 사건이 해당 기업의 주가에 동시에 영향을 미친다면 비

정상 수익률이 어떤 사건이나 정보에 의해 영향 받은 것인지 측정하기가 어렵다. 또한 정상 수익률은 사건 발생 이전의 과거 해당 기업의 수익률이 기준이 되는데, 추정할 수 있는 주식 거래 기간이 부족할 경우 비정상 수익률을 측정하기가 어렵다. 따라서, 사건 발생일로부터 2주 전부터 180거래일까지의 연속된 주가 자료가 존재하지 않는 기업을 대상에서 배제한다. 마지막으로 정상 수익률을 측정을 위한 추정 계수 값이 유의하지 않은 경우 시장 수익률과의 선형관계를 정의할 수 없기 때문에 배제하였다. 참고로 특정 정보가 공개된 시점을 2주라는 추정기간의 공백기간을 둔 것은 추정에 있어서 고객만족지수 발표라는 사건이 정상 수익률을 추정하기 위한 과거 시장 수익률과 개별 주식의 수익률에 주는 영향을 충분히 배제하기 위함이다(Beaver, 1968).

- 1) 발표 기업들 중 사건 발생일 2주 전부터 180거래일에 못 미치는 경우
- 2) 200거래일의 자료를 통해 추정한 베타값이 유의하지 않은 경우
- 3) 고객만족지수 발표 이외의 사건이 사건 연구 기간(3일 - 7일) 내에 포함될 경우

4.3. 포트폴리오 구성

고객만족 지수가 발표된 기업들의 비정상 수익률을 측정하고 가설 검증을 하기 위해 기업을 신규 평가 기업과 계속 평가 기업으로 구분하고 계속 평가 기업의 경우 해당 연도의 고객만족 수준과 고객만족지수의 변화의 두 기준에 따라 분류를 하였다.

가설 1은 고객만족도 평가를 받지 않다가 새롭게 평가 받게 된 기업이거나 고객만족도 평가가 중단되었다가 다시 재개된 기업들을 대상으로 포트폴리오를 구성하였으며, 96건의 기업의 데이터가 조건을 충족하였다.

가설 2를 검증하기 위해 새롭게 평가 받게 된 기업들을 제외한 나머지 기업들로 포트폴리오를 구성하였다. 두 가설은 공개된 고객만족지표의 정보 중 고객만족도의 '수준'과 '전년 대비 고객만족도의 변화' 중 어떤 한 가지 속성만이 영향을 미치는지 또는 두 속성이 모두 기업의 시장가치에 영향을 미치는지를 검증하는 것이 목적이다. 포트폴리오 구성의 기준은 해당 연도의 고객만족도 수준과 전년 대비 변화의 두 가지로 나뉜다. 첫째, 개별 기업의 고객 만족도 점수가 개별기업의 점수가 해당 업종(제조업과 서비스업) 내에서 3분위 중 어디에 속하는지로 구분하여 상위(H) 33%, 중위(M) 34%, 하위(L) 33%로 구

성한다. 둘째, 개별기업의 고객 만족 지수가 직전년도 대비 상승(U), 하락(D)하였는지에 따라 분류한다. 두 가지 기준에 의해 <Table 2>과 같이 6개의 포트폴리오(HU, HD, MU, MD, LU, LD)를 구성하고 각 포트폴리오에서 발생하는 비정상 수익률을 측정한다.

<Table 2> 9 Portfolios for estimating abnormal return

	Increasing KCSI	Decreasing KCSI
High Level in KCSI	HU	HD
Mid Level in KCSI	MU	MD
Low Level in KCSI	LU	LD

<Table 3>은 연도별 고객만족 점수의 평균을 나타내고 단기 비정상 수익률의 측정에 사용된 기업의 수를 표시하였다. 고객만족지수는 점진적으로 증가하는 추세에 있으며 2000년 초기 대비 2010년의 점수는 20% 이상 상승한 것을 알 수가 있다. 단기 비정상 수익률 측정에 사용된 기업의 수는 사건일의 비정상 수익률을 검증한 기업의 수이고 공란의 경우 해당 연도에 해당 포트폴리오에 해당하는 기업이 존재하지 않았다는 것을 의미한다.

4.4. 가설 검증

4.4.1. 신규 평가 기업의 단기 비정상 수익률 측정 (가설 1)

고객만족도 평가를 새롭게 받는 것은 소비자의 인지도가 높아졌다는 것을 의미하고 이는 시장 참여자들에게 긍정적인 신호를 줄 수 있다. 시장 참여자들이 특정 기업이 고객만족도 평가를 신규로 받게 되었다는 사실이 기업의 시장가치에 영향을 주는 정보라고 판단한다면 양(+)의 비정상 수익률을 발생시킬 것이다. <Table 4>는 KCSI와 NCSI를 통한 신규 기업에 대한 고객만족도 평가의 t-value를 나타낸 표이다. 고객만족도 발표일 저녁을 0일 이라고 하면 발표 후 장이 열리는 1일의 수익률 변화를 보면 KCSI의 경우 3.22와 3.15로 유의 수준 1%하에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 세부적으로 기업의 해당 연도 수준에 따라 H(상위), M(중위), L(하위)로 추가 분석해 본 결과 MN, LN 즉 해당 연도의 고객만족도 점수가 중간 이하인 그룹에서도 고객만족도 평가를 신규로 받았다는 정보만으로도 기업의 시장가치가 올라감을 보여주고 있다. HN의 경우 유의한 값을 보이지 않았지만 표본의 수가 작아 이에 대해 정확한 해석을 내리기는 어렵다.

<Table 3> Numbers of Corporate in 9 Portfolios and their Average KCSI scores from 2001 to 2010

Name	Numbers	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
HU	212	57.7	59.0	62.9	64.2	67.5	65.8	65.0	70.5	70.7	75.2
HN	22	60.8	59.6	62.4	62.6	68.2	74.0	69.8	68.0		74.5
HD	82	58.7	57.2	61.5	62.1	64.6	63.4	64.3	72.2	70.0	
MU	217	53.9	51.5	56.3	56.1	61.3	58.9	59.0	64.2	65.4	69.4
MN	28	53.0	52.2	55.3	57.2	61.3	58.5	58.3	60.6	65.0	70.8
MD	103	51.4	52.3	50.8	56.0	59.3	57.2	58.7	62.3	64.7	69.6
LU	163	46.0	43.0	49.4	48.9	53.1	50.3	52.5	57.5	59.1	62.7
LN	46	45.5	46.1	48.4	49.0	54.4	51.0	51.1		56.3	55.5
LD	136	41.2	43.2	45.9	48.0	51.8	50.0	50.4	54.1	58.2	60.0

<Table 4> t-statistic in newly evaluated portfolios' abnormal return

DAY	N(n=96)	HN(n=22)	MN(n=28)	LN(n=46)
-3	-0.33	1.23	1.57	-2.56**
-2	-0.80	1.03	-0.24	-1.68
-1	0.55	0.40	1.63	-0.76
0	-1.20	1.16	-2.85***	-0.31
1	3.22***	1.36	1.04	2.90***
2	3.15***	0.51	2.80***	2.02**
3	0.19	0.94	-1.12	0.50
4	0.17	0.59	-1.15	0.73
5	-0.14	-0.87	1.71	-0.94
6	0.33	1.22	1.46	-1.51
7	-0.32	-0.32	-1.50	0.93

p<.05, *p<0.01

이처럼 고객만족도 평가를 받게 되었다는 사실은 투자자들에게 기업이 미래에 발생시킬 수익을 증가시켜 준다는 긍정적인 신호를 주었고 시장 참여자들은 이것이 기업의 시장가치를 증가시켜 줄 것이라고 판단했다고 볼 수 있다. 따라서 가설 1은 채택되었다.

4.4.2. 계속 평가 기업의 비정상 수익률 측정(가설 2)

신규 평가 기업을 제외한 나머지 기업들을 대상으로 하여 해당 년도의 고객 만족 지수를 기준으로 3분위로 나누고(H, M, L) 전년대비 오르고 내린 기업(U, D)으로 나눠 3X2의 6개 포트폴리오를 구성하였다. 먼저 고객만족도의 수준이 시장가치에 영향을 미치는지 알아보기 위해 H, M, L 그룹으로 나눠 해당 년도의 고객만족도 수준을 기준으로 비정상 수익률을 측정하였다.

<Table 5> t-statistic in 3 level portfolios' abnormal return

DATE	KCSI		
	H (HU+HD)	M (MU+MD)	L (LU+LD)
-3	1.18	-1.18	-1.12
-2	0.57	0.28	-4.59
-1	-0.14	-0.21	-2.43
0	-1.58	-0.65	-1.62
1	2.87***	1.71	0.74
2	0.59	1.79	2.81***
3	1.11	0.57	1.39
4	0.05	1.57	1.44
5	0.63	3.31***	1.36
6	0.52	0.75	-0.45
7	-0.40	-1.25	-1.62

p<.05, *p<0.01

<Table 5>에서 비정상 수익률의 t 통계량 추정 결과를 보면 고객만족도 상위 그룹과 하위그룹에서 1일차와 2일차에 유의수준 1%하에서 유의한 양의 수익률을 보였다. 상위그룹(H)만을 본다면 고객만족도의 수준이 기업의 시장가치에 영향을 미쳤다고 판단할 수 있으나 하위그룹(L)의 2일차 비정상 수익률

이 1% 유의수준 하에서 유의한 양(+)의 값을 가지는 것을 보면 고객 만족도 수준이 기업가치에 영향을 준다는 결론을 내리는 힘들다.

따라서 가설 2를 검증하기 위해 전년 대비 상승 기업과 전년 대비 하락 기업으로 나눠 총 6개의 그룹에 대해 비정상 수익률 측정한 결과는 <Table 6>과 같다. <Table 6>의 1일차와 2일차의 t통계량을 보면 해당 연도의 고객만족 수준과 무관하게 HU, MU, LU의 포트폴리오(KCSI 상승)에서 양의 비정상 수익률이 발생하였다.

HD포트폴리오의 사건 당일 -2.13의 t통계량은 전년 대비 하락에서는 음(-)의 비정상 수익률을 보인다고 판단할 수 있다. 하지만 MD나 LD와 같이 다른 전년 대비 하락 포트폴리오에서 유의한 음의 비정상 수익률이 나타나지 않고 있는 것으로 판단하면 고객만족도 하락이 시장에 참여한 투자자들에게 기업의 미래 수익이 감소할 것이라는 가치는 주지 못하고 있는 것으로 보인다. 또한 고객만족도가 떨어진 기업의 경우 사건 발생 -1일에서 -3일에 음의 수익률을 보이고 있지만 사건 발생과 무관한 영역이며 일관성이 없는 것으로 보아 고객만족도의 영향이라고 판단하기 어렵다. 따라서 고객만족지수의 발표에서 기업의 가치에 영향을 주는 정보는 고객 만족 수준이 아닌 고객만족도의 변화라는 결론을 내릴 수 있으며 특히 변화 중에서도 전년 대비 상승에서만 양(+)의 비정상 수익률이 존재한다고 할 수 있다. 따라서 기업의 단기 비정상 수익률은 고객만족도의 수준이 아니라 고객만족도의 변화의 방향에 따라 결정된다는 가설 2는 채택된다고 볼 수 있다.

<Table 6> t-statistic in 6 KCSI increasing or decreasing portfolios' abnormal return

DATE	KCSI					
	HU	HD	MU	MD	LU	LD
-3	0.20	1.91	1.44	-4.17***	-1.24	-0.30
-2	0.26	0.67	0.17	0.25	-4.38***	-2.01**
-1	0.22	-0.61	-0.63	0.55	-1.54	-1.92
0	-0.54	-2.13**	-0.23	-0.81	-0.62	-1.73
1	3.54***	-0.27	2.00**	0.11	2.23**	-1.34
2	0.87	-0.28	1.78	0.57	2.33**	1.63
3	0.79	0.84	0.11	0.84	1.60	0.31
4	0.56	-0.81	1.96	-0.08	1.24	0.77
5	0.80	-0.11	2.81	1.75	0.91	1.02
6	0.57	0.06	1.50	-0.85	-1.58	1.07
7	-1.18	1.14	-1.68	0.23	-1.67	-0.58

p<.05, *p<0.01

5. 결론

5.1. 연구 결과의 요약 및 시사점

본 연구에서 고객만족도가 기업의 시장가치에 미치는 영향을 검증해 보았고 결론은 다음과 같다. 첫째, 고객만족평가를 새롭게 받기 시작한 기업의 경우 고객만족지수 발표 시 양(+)의 비정상 수익률이 발생하여 기업의 시장가치가 증가한다. 고객만족 평가 집단으로 선정되기 위해서는 해당 회사의 제품과 서비스를 이용한 경험이 있어야 한다. 또한 해당회사의 제품이나 브랜드에 대한 이미지나 사용 전 기대 수준 등을 평가하기

때문에 기업의 브랜드 인지도가 없다면 고객만족지수 평가 대상에 들어가지 못한다. 따라서 특정 기업이 새롭게 고객만족지수 평가를 받게 된다는 사실은 이러한 기준을 만족했다는 의미이며 시장 참여자들에게 긍정적인 신호효과를 주기에 충분하다고 판단되며 해당 기업의 시장가치에 양(+)의 비정상 수익률을 가져오게 된다.

고객 만족도를 계속적으로 평가 받아 온 기업의 경우 고객만족지수 발표 시 해당 연도의 고객만족 수준은 기업의 시장가치에 영향을 주지 못하지만 전년 대비 고객만족도가 상승했을 경우는 양(+)의 단기 비정상 수익률을 발생시킨다. 기존의 고객만족도와 기업실적과의 관계를 검증한 연구들은 고객만족도가 높을수록 기업의 실적에 미치는 양(+)의 영향력이 존재한다는 사실을 보여주었다. 본 연구에서는 고객만족지수에서 고객만족 수준은 기업의 시장가치에 영향을 미치지 못한다는 결론을 도출하였다. 그러나 높은 고객만족 수준이 기업의 경영실적에 긍정적인 영향을 준다는 기존의 연구들과 본 연구의 결과가 대립되는 것은 아니다. 앞서 말한 바와 같이 회계 지표상의 경영 실적은 과거의 실적 반영이고, 시장가치의 변화는 미래에 발생 가능한 예상 현금 흐름에 대한 부분이기 때문이다. 따라서 고객만족지수의 발표 중 고객만족 수준은 미래 수익 가능성에 대한 새로운 정보라고 보기 어렵다는 의미이다.

마지막으로 KCSI의 경우 미국의 고객만족도 연구에서 사용되는 ACSI와 산정방식이 차이가 있기 때문에, 국내 고객만족 관련 연구에서 주로 사용되는 고객만족지수로 시장가치의 변화 측정을 최초로 진행했다는 의미가 있다.

본 연구는 사건 연구 방법론을 사용하여 고객만족도와 기업의 시장가치와의 관계를 밝혔다. 기존의 연구들은 과거의 실적을 나타내는 회계지표와 고객만족도와와의 관계를 주로 다루었다. 하지만 본 연구의 사건 연구 방법론의 경우 고객만족지수의 발표로 인해 변화하는 기업의 시장가치를 즉각적으로 측정할 수 있는 점과 기업의 시장가치가 미래의 예상수익을 반영한다는 점을 감안할 때 고객만족도와 기업가치와의 관계를 더 정교하게 측정이 가능하다.

소비자들을 직접 응대하는 프랜차이즈 기업을 포함한 많은 소매업종에서 고객만족도 1위라는 점을 광고를 통해 강조하기도 한다. 하지만 연구 결과에 따르면 그러한 고객만족도의 수준은 이미 기업의 가치에 반영되어 있기 때문에 큰 효과를 보기 어렵다. 따라서 지속적인 소비자 만족도 상승을 위한 투자와 함께 소비자 만족도 수준의 홍보보다는 변화에 중점을 두는 것이 기업가치 상승에 도움이 될 것이다.

5.2. 연구의 한계 및 향후 연구 과제

본 연구에서는 고객만족지수에 의한 단기 비정상 수익률을 측정하였고 고객만족지수가 가지는 정보의 경제적 가치를 측정하였다. 그러나 사건 연구 방법론의 한계점인 주시가치를 알 수 없는 비상장 업체들의 경우 고객만족도의 수준이나 변화에 관계 없이 측정이 불가능하기 때문에 이러한 기업들에 대한 다른 방법론의 적용이 필요하다고 판단된다. 또한, 최초 데이터 수집기간으로부터 시간이 다소 흐른 점을 감안할 때, 최근의 데이터를 추가하여 분석하는 것도 필요하다고 판단된다.

사건 연구 방법론의 경우 국내 유통 분야의 연구에서 쉽게 찾아보기 어렵다. 그러나 소매 업종에서 발생하는 다양한 변화들(예: 스토어 브랜드의 출시, 사명의 변경, 신메뉴 출시 등)로 인한 기업가치 변화의 측정은 사건연구 방법론을 통해 검증이

가능하고 충분한 학문적, 실무적 의미가 있을 것이라 판단된다.

References

- Aaker, D., & Jacobson, R. (2001). The Value Relevance of Brand Attitude in High-Technology Markets. *Journal of Marketing Research*, 38(4), 485-493.
- Agrawal, J., & Kamakura, W. (1995). The Economic Worth of Celebrity Endorsers: An Event Study Analysis. *Journal of Marketing*, 59(3), 56-62.
- Ahn, K., Lim, B., & Kim, Y. (2003). The Empirical Study of the Effect of Sports Sponsorship Marketing on the Value of Firm. *Korean Management Review*, 32(4), 1089-1101.
- Aksoy, L., Cooil, B., Groening, C., Keiningham, T., & Yalcin, A. (2008). The Long-Term Stock Market Valuation of Customer Satisfaction. *Journal of Marketing*, 72(4), 105-122.
- Amir, E., & Lev, B. (1996). Value-Relevance of Non Financial Information: The Wireless Communication Industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 3-30.
- Anderson, E., Fornell, C., & Lehmann, D. (1994). Customer Satisfaction, Market Share, and Profitability: Finding from Sweden. *Journal of Marketing*, 58(3), 53-66.
- Anderson, E. W., Fornell, C., & Rust, R. T. (1997). Customer Satisfaction, Productivity, and Profitability: Differences Between Goods and Services. *Marketing Science*, 16(2), 129-145.
- Anderson, E. W., Fornell, C., & Mazvancheryl, S. K. (2004). Customer Satisfaction and Shareholder Value. *Journal of Marketing*, 68(4), 172-185.
- Arumugam, S., Saravanan, A. S., Patwa, N., & Bey, J. (2017). The Impact of Property Management Services on Tenants' Satisfaction with Industrial Buildings. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 4(3), 57-73.
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcement. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Black, F. (1972). Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *The Journal of Business*, 45(3), 444-455.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Caparo, A. J., & Srivastava, R. K. (1997). Has the Influence Financial Performance on Reputation Measures Been Overstated? *Corporate Reputation Review*, 1(1), 86-93.
- Chaney, P. K., Devinney, T. M., & Winer, R. S. (1991). The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firms. *Journal of Business*, 64(4), 573-610.
- Edvardsson, B., & Johnson, M. D., Gustafsson, A., & Strandvik, T. (2000). The Effects of Satisfaction and

- Loyalty on Profits and Growth: Products versus Services. *Total Quality Management*, 11(7), 917-927.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Fornell, C. (1992). A National Customer Satisfaction Barometer: The Swedish Experience. *Journal of Marketing*, 56(1), 6-21.
- Fornell, C., S. Mithas, S., Morgeson, F. V., & Krishnan, M. S. (2006). Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk. *Journal of Marketing*, 70(1), 3-14.
- Gruca, T. S., & Rego, L. L. (2005). Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value. *Journal of Marketing*, 69(3), 115-130.
- Horsky, D., & Swyngedouw, P. (1987). Does it Pay to change your Company's name? A Stock market Perspective. *Marketing Science*, 6(4), 320-335.
- Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (1998). Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction. *Journal of Accounting Research*, 36, 1-35.
- Jacobson, R., & Mizik, N. (2009). The Financial Markets and Customer Satisfaction: Reexamining Possible Financial Market Mispricing of Customer Satisfaction. *Marketing Science*, 28(5), 810-819.
- Jeon, I., & Kim, H. (2005). Return on Customer Satisfaction Investment: Is CSI Financially Accountable? *Journal of Korean Marketing Association*, 20(3), 65-84.
- Kim, B., Kim, J., & Woo, S. (2004). CRM Investment and the Value of the Firm. *Korean Management Review*, 33(4), 1185-1199.
- Kristensen, K., Kanji, G. K., & Dahlgaard, J. J. (1992). On Measurement of Customer Satisfaction. *Total Quality Management*, 3(2), 123-128.
- Lane, V., & Jacobson, R. (1995). Stock Market Reactions to Brand Extension Announcements: The Effect of Brand Attitude and Familiarity. *Journal of Marketing*, 59(1) 63-77.
- Lee, H., & Kim, Y. (2000). The Effects of Marketing Assets on Financial Performance and Firm Value. *Journal of Korean Marketing Association*, 15(4), 45-79.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Stochastic Optimization Models in Finance. Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.
- Luo, X. (2007). Consumer Negative Voices and Firm-Idiosyncratic Stock Returns. *Journal of Marketing*, 71(3), 75-88.
- Oliver, L. R. (1980). A Cognitive Model of the Antecedents and Consequences of Satisfaction Decisions. *Journal of Marketing Research*, 17(4), 460-469.
- Peterson, R. A., & Wilson, W. R. (1992). Measuring Customer Satisfaction: Fact and Artifact. *Journal of Academy of Marketing Science*, 20(1), 61-71.
- Reichheld, F. F., & Sasser, J. (1990). Zero Defections: Quality Comes to Services. *Harvard Business Review*, 68(5), 105-111.
- Rust, R. T., & Zahorik, A. J. (1993). Customer Satisfaction, Customer Retention, Market share. *Journal of Retailing*, 69(2), 193-215.
- Rust, R. T., Zahorik, A. J., & Keiningham, T. L. (1995). Return on Quality (ROQ): Making Service Quality Financially Accountable. *Journal of Marketing*, 59(2), 58-70.
- Rust, R. T., Moorman, C., & Dickson, P. R. (2002). Getting Return On Quality: Revenue Expansion, Cost Reduction, or Both? *Journal of Marketing*, 66(4), 7-24.
- Rust, R. T., Ambler, T. Carpenter, G. S., Kumar, V., & Srivastava, R. K. (2004). Measuring Marketing Productivity: Current Knowledge and future directions. *Journal of Marketing*, 68(4), 76-89.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- Shen, X., & Bae, B. (2018). The Effect of Coffee Shop's Servicescape on the Customer Loyalty - Focused on Jeonju Area. *The International Journal of Industrial Distribution & Business*, 9(3), 89-98.
- Simon, C. J., & Sullivan, M. W. (1993). The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach. *Marketing Science*, 12(1), 28-52.
- Srivastava, R. K., Shervani, T. A., & Fahey, L. (1998). Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for analysis. *Journal of Marketing*, 62(1), 2-18.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Yeung, M. C. H., & Ennew, C. T. (2000). From Customer Satisfaction to Profitability. *Journal of Strategic Marketing*, 8(4), 313-326.
- Yeung, M. C. H., Ging, L. C., & Ennew, C. T. (2002). Customer Satisfaction and Profitability: A Reappraisal of the Nature of the Relationship. *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing*, 11(1), 24-33.
- Yi, Y. (2000). A Theoretical Examination of Customer Satisfaction Research: Findings and Outlook. *Journal of Consumer Studies*, 11(2), 139-166.
- Yi, Y., & Lee, C. (2006). The Effects of Customer Satisfaction on Firm's Profitability and Value. *Journal of Korean Marketing Association*. 21(2), 85-113.
- Yi, Y., Cha, K., & Lee, C. (2008). The Dynamic Effects of Customer Satisfaction on Firm's Profitability and Value. *Asia Marketing Journal*, 10(1), 1-23.
- Yi, Y., & Lee, C. (2010). The Dynamic Effects of Customer Satisfaction and Referral on Firm Performance: Focusing on KCSI and KNPS. *Korean Management Review*, 29(2), 279-301.