

## 고객만족지수 1위의 명성과 기업성과와의 관계\*

김용현 ■ 한양사이버대학교\*\*

김남곤 ■ 동덕여자대학교\*\*\*

### 〈국문요약〉

본 논문의 목적은 “고객만족도가 높은 기업으로 선정된 기업의 성과는 과연 좋을까?”라는 주제를 실증분석하는 것이다. 이를 위하여 한국능률협회컨설팅(KMAC)에서 발표하는 ‘한국산업에서 고객만족도(KCSI) 조사 결과’에서 1위로 선정된 상장기업을 대상으로 조사하였다. 2008~2018년의 11년의 장기간에 걸쳐 전체기간별로 분석하는 한편, 경기국면을 확장기(호경기)와 수축기(불경기)로 분류하여 기업성과를 분석하였다.

기업성과는 다음과 같은 세 가지로 측정하였다. 첫 번째는 주식수익률(stock returns)로 연말 증가와 연초 증가를 비교한 EBR과 보유기간 수익률(BHAR)을 이용하였다. 두 번째는 영업성과(operating performance)로 총자산대비 감가상각전 영업이익을 사용하였고, 세 번째는 토빈큐(Tobin’s Q)로 총자산대비 보통주 시장가치와 우선주 시장가치 및 총부채 장부가치를 합산한 것을 사용하였다. 표본기업인 KCSI 1위 기업의 성과를 단순히 업종평균 성과나 전체평균 성과와 비교하는 조악한 방법을 피하기 위하여, Barber and Lyon(1996 & 1997)의 조사방법론에 의거하여 선정된 매칭(matching)기업과 비교하였다.

전체기간의 연도별 결과로, 고객만족도 1위 기업은 비교기업에 비하여 세 가지 기업가치 측정치인 주식수익률과 영업성과 및 토빈큐 모두 비유의적인 결과를 보였다. 경기국면별 결과로, 고객만족도 1위 기업의 성과(주식수익률, 영업성과, 토빈큐)는 비교기업에 비하여 경기확장기 뿐만 아니라 경기수축기에도 통계적 차이가 없었다.

내생성 통제를 위해 1기간 시차의 랜덤효과모형을 이용한 결과에서도, 고객만족도 우수기업 선정여부는 기업성과인 토빈큐에 아무런 영향을 미치지 못한 것을 발견하였다. 고객만족도 우수기업이라는 것은 기업명성(reputation)이라는 무형자산(intangible assets)에 속하는 것인데, 본 실증결과는 현존하는 재무·회계 시스템에 무형자산 가치

\* 자료정리에 많은 도움을 준 한양사이버대학교 경영대학원(Finance & Accounting MBA)의 윤효상 조교에게 고마움을 전한다.

\*\* 주저자, 한양사이버대학교 경영학부 교수 (E-mail: yhkim@hycu.ac.kr)

\*\*\* 교신저자, 동덕여자대학교 경영학과 교수 (E-mail: fencer@dongduk.ac.kr)

가 충분히 반영되지 않는다는 외국문헌의 이론적 주장과 부합하며 외국의 일부 실증 연구와 일치하는 것이다. 이는 자본시장에서 투자자들은 기업의 고객만족 요소 보다 투자결정, 자본조달결정, 배당결정, 기업인수 및 합병 등의 요소에 직접적으로 영향을 받을 수 있다는 시사점을 제공하고 있다.

결론적으로 고객만족도 1위로 선정된 결과를 기업의 제품이나 서비스에 연결시키면 기업의 광고효과에는 영향을 미칠 수 있지만, 주식수익률 같은 기업성과에는 영향을 주지 못한다는 것을 보여주어 유사연구인 박진우·조장은(2015) 및 길재욱 외(2017)와 일맥상통하였다.

\*주제어: 고객만족, 무형자산, 기업성과, 경기국면, 내생성

## I. 서 론

최근 많은 기업들이 고객만족(customer satisfaction)을 경영이념의 하나로 채택하며 이를 실천하기 위하여 많은 투자와 노력을 하고 있다. 그 이유로 고객이 만족하면 고객의 가격민감도 감소, 기업의 원가감소 실현, 실패비용 감소, 신규 고객 유치비용의 감소, 재구매 증가 등으로 인하여 결국 기업성과를 향상시킨다는 것이다(Capraro & Srivastava 1997; Fornell 1992; 이유재 2000). 고객(소비자) 관점에서는 ‘고객만족 우수기업’이라는 광고나 선전을 통하여 기업의 관심도 및 호감도가 제고되어 해당기업의 제품을 구입할 수 있으며, 제품사용 경험을 SNS 등을 통하여 다른 소비자들에게 영향을 미칠 수 있다. 기업 관점에서는 ‘고객만족 우수기업’이라는 명성이 기업의 이미지와 경쟁력에 직결될 수 있고 기업성과에도 영향을 미칠 수 있는 요인으로 작용할 수 있다.

이러한 개념적 틀을 넘어서 2000년을 전후하여 고객만족과 기업성과의 직접적인 관계를 분석하는 논문이 출현하였다. 고객만족과 기업성과에 대한 해외 실증연구는 고객만족 우수기업 선정·발표를 기준으로 하는 단기 공시효과와 고객만족지수에 따르는 장기 주식성과를 연구하는 것으로 나눌 수 있다. 전자인 고객만족 선정사건에 관한 공시수익률은 비유의적(Ittner & Larcker 1998; Fornell et al. 2006)이라는 결론에 도달하였는데, 이는 고객만족 같은 무형자산 정보는 재무·회계 시스템에서는 신속하게 반영되지 못한다는 많은 기존 연구와 일치한

다. 후자인 고객만족이 장기 주식성가에 미치는 영향은 긍정적 효과(Anderson et al. 2004; Gruca & Rego 2005; Fornell et al. 2006; Aksoy et al. 2008)와 비유의적(Jacobson & Mizik 2009; Ittner et al. 2009; O'Sullivan et al. 2009) 결과가 혼재되어 있는데, 그 이유로 분석목적의 불일치, 시장 환경의 불일치, 분석대상(산업)과 분석기간의 상이함, 조사방법론의 차이 등을 들 수 있다.

고객만족에 대한 국내 연구로 공시효과에 대한 것은 김주완·백재승(2019) 뿐이고, 기업성과에 관한 연구는 다수 존재하는데 긍정적 효과를 발견한 것이 우세한 편이다. 예컨대 안태식·김완중(2000)과 박상준·김현철(2003)은 고객만족과 기업성과가 관계없다는 것을 발견하였지만, 전인수·김현정(2005), 이유재·이청림(2006), 이유재 외(2008), 정혜영·임대규(2010) 그리고 김주완·백재승(2019)은 고객만족의 긍정적 효과를 발견하였다. 본 주제와 유사하게 조사지수나 지표(혹은 이벤트)가 기업성과에 미치는 영향을 분석한 박진우·조장은(2015)과 길재욱 외(2017)는 히든챔피언 선정이 장단기 주식성가에 미치는 영향은 거의 없다고 하였다. 고객만족이 기업성과에 미치는 영향에 관한 국내연구는 거의 회계적 성과를 다루었고, 자본시장을 기반으로 하는 기업성과를 분석한 논문은 매우 희귀하여 이에 관한 필요성이 제기된다. 회계적 성과는 양적 수치(quantitative) 정보인 재무제표에 근거하며, 과거인 결산일까지의 경영성과를 보여주는데 반해, 자본시장에 근거한 성과는 양적 수치 뿐만 아니라 질적(qualitative) 정보에 반영하며 미래 성과를 보여준다고 알려지고 있다(예로써, 주가는 선행한다). 또한 회계적 성과는 내부경영자의 자의적 결정을 많이 반영하지만 자본시장 성과는 기업외부인 증권시장에서 수많은 기관투자자와 개인투자자들의 다양한 의견이 반영된 결과라는 차이점이 있어, 후자를 분석하는 것이 바람직할 것이다.

재무금융분야에서 자본시장을 기반으로 하는 연구를 살펴보면 초기에는 단기 효과인 공시수익률을 주로 분석하였는데, 1990년대 중반부터는 장기 주식수익률을 조사하는 것이 보편화되었다(Spiess & Affleck-Graves 1995; Loughran & Ritter 1995). 이후 장기적인 영업성과를 분석(McLaughlin et al. 1996; Loughran & Ritter 1997)하는 연구와 함께 토빈큐(Tobin's Q)도 분석(Demsetz & Villalonga 2001; Wei et al. 2005)하는 논문이 계속 나오고 있다. 국내에서도 기업성과를 측정할 때 주식수익률 뿐만 아니라 영업성과와 토빈큐를 분석하는 논문이 많아지고 있다. 예컨대 국내에서 윤평식(1999)과 김병기·공명재(2000)는 유상증자에 따른 장기 주식수익률 및 영업성과를 분석하였고, 최정호(1994) 및 김주완·백재승(2019)은 토빈큐를 이용하여 기업성과를 측정하였다. 그러나 '고객만족' 분야에서 이러한 분석이 국내외적으로 이루어지지 않음에 따라, 본 논문은

기업성과를 분석할 때 주식수익률 뿐만 아니라 영업성과 및 토빈큐를 조사할 것이다.

본 논문의 목적은 고객만족 요소를 직접적으로 분석하기 위하여, 고객만족지수 1위로 선정된 기업을 대상으로 2008~2018년 동안의 기업성과(firm performance)를 실증분석한다. 고객만족 1위 기업은 한국능률협회컨설팅(Korea Management Association Consulting, KMAC)이 개발하여 발표하는 KCSI (Korean Customer Satisfaction Index)<sup>1)</sup> 자료에서 추출하였다. 기업성과의 대용치로 주식수익률(stock returns) 뿐만 아니라 영업성과(operating performance) 및 토빈큐(Tobin's Q)의 세 가지를 모두 이용하는데, 이와 같이 분석한 논문은 저자가 아는 한 '고객만족' 분야에서 존재하지 않는다. 또한 본 논문은 경기확장기와 경기수축기라는 경기국면에 따라 기업성과를 분석할 것이고, 고객만족에 따르는 내생성문제를 고려하는 패널모형을 이용하여 회귀분석을 실시하는 특징이 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 '고객만족' 분야에서 기존의 연구를 찾아보고, 제3장에서는 데이터와 연구방법론에 대하여 설명한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 보여주고, 마지막인 제5장에서는 결론과 한계점을 제시한다.

## II. 기존연구

과거에는 수요에 비해 공급이 시장을 주도하였는데, 지금은 고객이 이끄는 수요중심으로 시장이 변모하였고, 고객면에서도 단순하고 기본적인 니즈측면에서 다양화와 개성화 및 차별화되는 니즈(needs)측면으로 변모하고 있다. 이와 같은 경영환경의 변화에서 고객이 기업의 상품이나 서비스를 선택하는 시대가 도래하여, 고객으로부터 외면당하는 기업은 경쟁에서 도태될 수 밖에 없을 것이다. 이에 따라 고객만족을 이해하기 위한 연구가 다양한 방면으로 수행되었다. 본 논문의 연구분야는 고객만족의 개념 정립이나 고객만족도의 측정이나 지수개발 등

1) 우리나라의 대표적 고객만족지수로 한국능률협회컨설팅(KMAC)이 개발한 KCSI 외에 한국생산성본부가 개발한 National Customer Satisfaction Index(NCSI)와 한국표준협회가 개발한 Korea Standard Service Quality Index(KS-SQI)가 있다. 이 가운데 KCSI는 개발시점이 1992년으로 가장 빠르고(NCSI는 1998년, KS-SQI는 2000년), 라선아·이유재(2015)의 기존연구 정리에서 나타났듯이 국내 고객만족과 경영성과에 관한 실증연구 분야에서 가장 많은 이용 빈도수를 보이고 있다.

에 관한 것이 아니라 고객만족도와 기업성과의 연관성을 분석하는 것이다.

고객만족과 기업성과에 대한 국외 실증연구는 크게 보아 고객만족 우수기업 발표시점을 전후로 하는 단기 사건연구(event study)와 고객만족지수를 이용한 장기 주식성과 연구라는 두 가지로 나눌 수 있다. 사건연구에 대한 실증연구는 비유의적(Ittner & Larcker 1998; Fornell et al. 2006)이라는 결론에 도달하였는데, 그 이유로 주식시장이 이미 고객만족이라는 정보를 공시 이전에 흡수하여 반영하였거나 고객만족이라는 비재무적인 정보를 적절하게 반영하지 못할 가능성이 대두되고 있다. Daniel & Titman(2006)은 무형자산 정보가치에 대하여 자본시장이 신속하고 충분하게 반영하지 않는다고 하였고, 무형자산인 연구·개발(R&D)에 대하여 분석한 Chan et al.(2001) 및 Eberhart et al.(2004)은 정확한 가격이 반영되지 못하는 것을 발견하였다. Hauser et al.(1994)은 고객만족도 같은 마케팅자산(marketing assets) 정보 역시 R&D 정보가치와 비슷하게 현재의 회계·재무 시스템에서는 잘 반영되지 않는다고 하였다.

한편 고객만족의 장기 주식성과에 대한 연구는 긍정적 효과와 비유의적 결과가 혼재되어 있다. 예컨대 Anderson et al.(2004)에 의하면 고객만족이 토빈큐에 긍정적 효과를 미치는 것을 발견하였고, Gruca & Rego(2005)는 고객만족이 미래 현금흐름을 증가시키고 변동성을 감소시켜 결국 주주가치를 극대화시킨다고 하였다. 또한 Fornell et al.(2006)은 고객만족도가 높은 기업들로 구성된 포트폴리오를 대상으로 6년간 롱숏투자전략을 구사한 결과, DJIA와 S&P 500 보다 주식 성과가 월등하게 좋은 것을 발견하였다. Aksoy et al.(2008) 역시 고객만족도가 높은 기업들로 구성된 포트폴리오에 대하여 CAPM과 Fama-French 3요인모형 및 Carhart 4요인모형을 적용한 결과 주식성과에 긍정적(+) 영향을 미치는 것을 발견하였다.

그러나 이와 대조적으로 Jacobson & Mizik(2009)은 고객만족도가 높은 기업들로 구성된 포트폴리오를 산업별로 분류하여 조사한 결과 긍정적(+)효과는 IT산업에서만 나타나고 나머지 대다수 산업에서는 긍정적 영향을 발견할 수 없었다고 하였고, Ittner et al.(2009) 및 O'Sullivan et al.(2009)의 연구 역시 비유의적인 결과를 발견하였다. 이와 같이 실증결과가 다른 이유로 분석목적의 불일치, 시장 환경(국가)의 상이함, 분석대상(산업)과 분석기간의 상이함, 조사방법론의 차이 등을 들 수 있다. 예로써 동일한 미국시장을 분석했는데도 Fornell et al.(2006)은 롱숏투자전략의 조사방법론을 이용하여 월등한 주식성과를 발견한 반면, Ittner et al.(2009)과 O'Sullivan et al.(2009)은 Fama-French 3 요인모형의 조사방법론을 이용한 결과 비유의적인 주식성과를 발견하였다.

고객만족에 대한 국내 연구는 공시효과는 김주완·백재승(2019) 뿐이고, 기업성과에 관한 연구는 긍정적 효과를 발견한 것이 우세하다. 전자인 공시효과 연구로 김주완·백재승(2019)은 고객평판 지수인 NCSI와 K-BPI에서는 정(+)의 공시수익률이 나타났으나 KCSI에서는 그렇지 않게 나타나 일관성이 결여되었다. 후자인 기업성과의 연구로 안태식·김완중(2000)은 분석결과 은행고객의 우수한 평가는 재무성과와 무관하다고 하였고, 박상준·김현철(2003)은 고객만족 지표(NCSI)를 이용하여 기업성과를 분석한 결과 비유의적인 현상을 발견하였다. 이와는 반대로 전인수·김현정(2005)은 고객만족 지표(KCSI)가 매출성과에 긍정적 영향을 미치는 것을 발견하였고, 이유재·이청림(2006) 및 이유재 외(2008)은 고객만족 지표(KCSI)가 기업의 수익성과 기업가치에 긍정적 효과를 끼치는 것을 발견하였다. 정혜영·임대규(2010)은 고객만족 지표(NCSI)가 주주지분가치(Market Value of Equity)와 기업가치(토빈규)에 긍정적 영향을 미치는 것을 발견하였고, 김주완·백재승(2019) 역시 고객만족지표(NCSI, K-BPI, KCSI)와 토빈규는 긍정적 관계에 있다고 보고하였다.

그러나 박상준·김현철(2003)은 기업성과의 대응치로 시장점유율(market share)을 이용하였는데, 시장점유율은 기업성과가 아니라 기업특성변수로 간주되는 것이 보통이다. 전인수·김현정(2005)은 매출성장률과 매출액이익률 및 총자산이익률을 분석하였는데, 이는 모두 회계적 성과이다. 이유재·이청림(2006) 및 후속연구인 이유재 외(2008)는 기업의 수익성을 총자산이익률인 회계적 성과로 측정하였고 기업가치를 경제적 부가가치(Economic Value Added, EVA)로 측정하였는데, 이는 재무분야의 실증연구에서 사용하는 측정치와는 다소 거리가 있다. 김주완·백재승(2019)은 기업성과를 분석할 때, 본 논문과는 달리 이론적 배경이나 설명없이 비교기업을 선정하였으며, 역시 본 논문과는 달리 패널회귀분석을 이용하지 않았다.

이상에서 보듯이 국내연구는 회계적 성과를 주로 분석하였고, 자본시장을 반영한 연구는 정혜영·임대규(2010)와 김주완·백재승(2019)으로 극히 제한적이라고 할 수 있었다. 결론적으로, 기업성과를 자본시장에서 대표적으로 측정하는 주식수익률 등에 대한 실증분석이 부족하여 이에 관한 필요성이 제기된다. 고객만족도가 높다고 알려지면 그 기업의 광고·선전측면에는 긍정적 영향을 미칠 것이다. 그러나 자본시장에서 나타나는 기업성과는 고객만족도 보다도 설비자산에 대한 투자결정(investment decision), 주식이나 채권발행에 의한 자본조달결정(financing decision), 배당의 증감이나 자사주정책(dividend decision), 기업인수 및 합병(M&A), 획기적인 제품이나 디자인(예를 들어 제약업종에서 신약개발) 등

에 의해 직접적으로 영향을 더 받는 것이 현실이다.

한편 경기확장기(호경기)와 경기수축기(불경기)라는 경기국면에 따라, 자본시장에서 나타나는 공시효과(Choe et al. 1993; 조지호·김용현 1996), 펀드성과(Kosowski, 2011), 기업의 투자결정 및 자본조달결정(이동원·조재호 2016) 등이 달라진다는 것이 국내외적으로 발견되었다. 이것은 실증결과가 기간에 따라 다를 수 있으므로, 연구기간을 호경기와 불경기 국면 등으로 나누어 조사해야 한다는 것을 시사하는데, 이는 기존연구에서 볼 수 없었던 것이다. 예컨대 조지호·김용현(1996)은 주식수익률이 경기국면에 따라 상이하게 나타나는 현상을 발견하여 수많은 외국연구와 비슷함을 보였는데, 본 연구기간과 유사한 김주완·백재승(2019)은 이러한 점을 전혀 고려하지 않았다. 또한 후술하겠지만 회귀분석시 내생성문제를 고려하는 패널모형을 이용하여 고객만족이 기업성과에 미치는 영향을 분석할 것인데, 이 역시 기존연구에서는 없는 것이다.

요약하여 본 논문의 목적은 장기간에 걸쳐 고객만족이 기업성과에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는 것인데, 기업성가로 주식수익률 뿐만 아니라 영업성과 및 토빈큐라는 다양한 측정치를 이용한다. 전체기간 뿐만 아니라 경기확장기와 경기수축기로 분류하여 조사하며, 고객만족요인이 기업성과에 미치는 영향을 패널회귀모형을 이용하여 분석하고자 한다.

### III. 자료와 연구방법

#### 1. 데이터

본 연구에서는 고객만족의 대용치로 한국능률협회컨설팅(KMAC)이 개발한 고객만족지수인 KCSI(Korean Customer Satisfaction Index)를 사용하였다. KCSI는 1992년에 처음 발표되었으나 1996년까지는 업종이나 기업숫자가 매우 제한적이었다가 1997년에 공공서비스 업종을 추가하였고, 2000년 이후에 대폭 확대되는 모습을 보이고 있다. 본 연구의 분석기간은 2008년부터 2018년까지의 11년이다.

한국능률협회컨설팅에 의하면 KCSI 지수는 전반적 만족도 30%, 요소 만족도(산업별 특성 고려) 50%, 재이용(구입) 의향률 20%를 반영하여 산출된다. 전반적 만족도는 설문지상의 전반적인 만족정도를 묻는 질문에 '매우 만족'과 '만족'에 응답한 비율(Top2 비율)이다. 요소만족도는  $\sum C_i \cdot W_i$ 로 표시하는데,  $C_i$ 는  $i$ 번째

세부요소의 TOP 2 비율이고  $W_i$ 는  $i$ 번째 세부요소의 중요도 가중치이다. 재이용(구입)의향율은 향후 재이용(구입) 의향을 묻는 문항에서의 Top 2 비율을 의미한다(한국능률협회컨설팅 홈페이지 자료).

연구대상기업은 12월 결산법인 중 한국거래소의 유가증권시장에 상장기업 또는 코스닥에 등록된 법인 중 제조업체로 제한한다. 따라서 재무제표 구조나 회계처리방법이 다른 서비스업종이나 금융업종 및 기업성과를 산출하기 어려운 공공서비스 업종은 제외한다. 또한 기업의 인수와 합병이나 계열사로 분리나 분할된 경우 해당 시점을 기준으로 자료를 적용한다. 12월 결산기업의 재무제표 자료는 차기연도 3월 이후에 공시되는 것이 보통이므로 차기연도에 발표되는 고객만족도 지수를 당해연도 고객만족 수준으로 사용한다. <표 1>은 KCSI 1위로 선정된 기업을 연도별로 표시한 것이다.

<표 1> 연도별 KCSI 1위 기업

연도	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
기업 수	21	21	20	20	24	21	22	20	22	21	20

표는 매년 20~22개의 표본기업 숫자를 보이고 있다. 후술하겠지만 자료의 숫자가 적으므로 모수(parametric) 검정 뿐만 아니라 비모수(non-parametric) 검정을 함께 사용하여 실증분석의 강건성을 제고하였다.

## 2. 경기국면의 분류

### 1) 통계청의 분류

<표 2>는 통계청이 분류한 경기순환국면으로 우리나라의 제1 순환기(1972년 3월~1975년 6월)부터 제 11순환기까지 발표되었지만, 본 연구기간이 관련된 부분을 발췌한 것이다. 표는 2019년 10월 시점의 정보에 기초한 것으로, 최근 경기정점을 2017년 9월이라고 정부(기획재정부)는 발표하였다. 이번 경기 전환점 설정은 경기지표와 경제성장률 등을 종합적으로 분석한 뒤 잠정적으로 내려진 결정이고, 최종 확정은 오류가 없음이 확인 된 뒤 나중에 이뤄지지만 그대로 굳어질 가능성이 높다는 점에 기초하였다.



〈표 2〉 통계청의 경기순환국면

	기준순환일			지속기간 (개월)		
	저점	정점	저점	확장기	수축기	순환기
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
제9 순환기	2005년 4월	2008년 1월	2009년 2월	33	13	46
제10 순환기	2009년 2월	2011년 8월	2013년 3월	30	19	49
제11 순환기	2013년 3월	2017년 9월				
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮

2) 본 연구의 분류

기업성과의 대응치인 영업성과(Operating Performance, OP)와 토빈큐(Tobin's Q, TQ)자료는 월간(monthly)이나 계간(quarterly)자료가 아닌 연간(yearly)자료만 존재하므로, 분석의 일관성을 유지하기 위하여 주식수익률(Stock Return, SR)도 연간단위로 조사하였다. 월별단위로 구분한 통계청의 경기순환국면을 이용하여 본 논문의 표본기간(2008~2018년)을 확장기와 수축기로 분류하되, 연도별로 분류한 것이 <표 3>이다.

〈표 3〉 본 연구의 경기국면 분류

	통계청 분류 (연도와 월별)					본 연구 (연도)
확장기		2009년 2월 }		2013년 3월 }		2009년, 2010년, 2011년, 2013년, 2014년, 2015년, 2016년, 2017년
수축기	2008년 1월 }		2011년 8월 }		2017년 8월 }	2008년, 2012년, 2018년
	2009년 2월		2013년 3월			

표에서 2009년은 통계청 분류의 수축기에 2개월 속하지만 확장기에 10개월 속하여, 본 연구는 확장기로 분류하였다. 마찬가지로 2011년과 2017년은 통계청 분류의 수축기에 8개월 속하지만 확장기에 2개월 속하여, 본 연구는 수축기로 분류하였다.

### 3. 기업성과의 측정

한국능률협회컨설팅(KMAC)이 분류한 세그먼트(segment)<sup>2)</sup>에서 KCSI 1위 기업과 이에 매칭(대응)시킨 벤치마크의 장기적 기업성과(주식수익률, 영업성과, 토빈큐)를 차례로 분석한다. KCSI 1위 기업의 성과를 단순히 업종평균 성과나 전체평균 성과와 비교하는 조악한(crude) 방법보다는 기업규모와 시장가치/장부가치 등에서 비교가능한 매칭기업(comparable firm 혹은 matching firm)의 성과와 견주는 것이 적절한 방법일 것인데, 이에 대한 것은 후술한다.

#### 1) 주식수익률

주식수익률(stock return, SR)은 두 가지 방법으로 측정하였는데, 첫 번째는 연말(end of year)증가와 연초(beginning of year)증가를 비교한 EBR이다.

$$EBR_{i,t} = (\log P_{i,t} - \log P_{i,t-1}) \times 100$$

두 번째는 한국증권시장에서 사건연구를 위한 가장 적합한 장기 수익률은 BHAR이라고 Jung(2008)이 제시함에 따라, 본 연구는 보유기간 수익률(BHAR)도 사용하였다. BHAR은 KCSI 1위 기업의 주식수익률에서 매칭(대응)한 기업의 주식수익률을 차감한 매년 수익률로 다음의 식을 이용하였다.

$$BHAR_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{b,t})$$

위 식에서  $R_i$ 는 KCSI 1위 기업의 주식수익률,  $R_b$ 는 매칭기업의 주식수익률을 각각 나타낸다.

2) 자세한 세그먼트 분류는 한국능률협회컨설팅(KMAC) 홈페이지의 자료에 있다.

주식초과수익률은 KCSI 1위 기업의 주식수익률에서 대응(매칭)기업의 주식수익률을 차감한 값인데, 대응기업 선정은 Barber & Lyon(1997)이 제시한 기업규모와 시장가치/장부가치(market value/book value, MB) 접근법에 의거하였다. 대응기업은 ㉠ 표본년도에 KCSI 1위 기업의 보통주 시장가치(market value of equity)의 ±30%에 속하고, ㉡ KCSI 1위 기업의 MB 비율과 가장 가까운 기업으로 선정하였다(Bae et al. 2002).

## 2) 영업성과

영업성과(OP)의 측정치로 영업이익(Hansen & Crutchley 1990), 순이익(Healy & Palepu 1990) 등이 사용되었으나, Barber & Lyon(1996)은 영업성과를 측정하는 가장 적절한 변수는 총자산대비 감가상각전 영업이익(EBITDA/TA)이라고 제시함에 따라, 본 연구는 이 변수를 이용하였다.

$$\text{영업성과(OP)} = \frac{\text{감가상각전 영업이익(EBITDA)}}{\text{총자산(TA)}}$$

따라서 초과영업성과는 표본기업의 총자산대비 감가상각전 영업이익(EBITDA/TA)에서 대응(매칭)기업의 그것을 차감한 값이다. 대응기업은 ㉠ 표본년도에 표본기업의 총자산 장부가치(book value of total assets)의 ±30%에 속하고, ㉡ 표본기업의 영업성과와 가장 가까운 기업으로 선정하였다(Bae et al. 2002).

## 3) 토빈큐

토빈큐(TQ)는 Chung & Pruitt(1994)의 방법을 이용하여 (보통주 시장가치+우선주 시장가치+총부채 장부가치)/(총자산 장부가치)로 산출하였다.

$$\text{토빈큐(TQ)} = \frac{\text{보통주 시장가치} + \text{우선주 시장가치} + \text{총부채 장부가치}}{\text{총자산}}$$

위와 동일한 논리로 초과토빈큐는 표본기업의 토빈큐에서 매칭(대응)기업의 그것을 차감한 값이다. 즉 대응기업은 ① 표본년도에 표본기업의 총자산 장부가치의  $\pm 30\%$ 에 속하고, ② 표본기업의 토빈큐와 가장 가까운 기업으로 선정하였다. Barber & Lyon(1997)은 매칭기업 선정시 산업은 고려하지 않았는데, Loughran & Ritter(1995)는 산업을 고려하는 것이 오히려 기업성과 측정능력을 감소시키며 동일기업이 매칭기업으로 중복 선정되는 문제가 있다고 지적하였다.

<표 4>는 표본기업의 주식시장가치(market value of equity, MVE), 총자산 장부가치(book value of total assets, TA), 주식수익률(EBR), 영업성과(OP), 토빈큐(TQ)에 관한 기초통계량을 보여준다.

〈표 4〉 표본기업의 기초통계량

	평균값	표준편차	최소값	최대값
보통주 시장가치(MVE) (백만원)	16,963,495	48,818,837	18,007	328,942,963
총자산 장부가치(TA) (백만원)	15,469,624	38,060,625	85,670	219,021,357
주식수익률(EBR)	0.02098	0.29886	-0.98385	0.73971
영업성과(OP)	0.10611	0.07344	-0.08831	0.38722
토빈큐(TQ)	1.72282	1.33263	0.40794	6,87388

2008~2018년 동안에 KCSI 1위로 선정된 표본기업의 보통주 시장가치는 약 16조 9천 6백억원, 총자산 장부가치는 약 15조 4천 7백억원이었다. 또한 표본기업의 주식수익률(EBR)과 영업성과(OP) 및 토빈큐(TQ)는 평균적으로 2.098%와 10.611% 및 1.723으로 나타났다.

#### 4. 패널회귀분석

실증결과의 타당성 확보 및 강건성 제고를 위하여 다중회귀분석(multiple regression analysis)을 실시한다. 현실적으로 기업성과에 영향을 주는 모든 변수들을 완벽하게 포함시키는 것이 불가능할 것이므로, 복수 이상의 모형을 설정하여 회귀분석을 할 것이다. 본 연구는 시간에 걸친 기업의 특성을 나타내는 패널 데이터를 사용하는데, 횡단면적 특성과 시계열적 특성을 모두 가지고 있는 패널

자료는 패널회귀분석을 사용해야 한다.

고객만족이 기업성과에 미치는 영향을 분석하기 위하여 패널회귀모형을 이용하는데 내생성(endogeneity) 문제가 발생할 수 있다. 즉 고객만족으로 인하여 기업성과가 향상될 수 있지만, 기업성과가 원래 우수한 관계로 고객만족도가 높을 수 있는 인과관계(causal relationship)가 대두할 수 있다. 이러한 경우 내생성문제가 발생되는데 이를 완화하기 위해 시차를 이용하거나, 고객만족도와는 관련이 있되 기업성과에는 영향을 미치지 않는 적절한 도구변수를 찾아내는 2단계 회귀분석(2SLS)을 이용하는 등의 조사방법론을 사용할 수 있다.

본 연구와 같이 시계열이 길지 않고 적절한 도구변수를 찾기 난해한 경우에는 1기간 시차방법을 많이 이용하므로(김영식·위정범, 2011), 여기에서도 1기간 시차인 패널회귀모형을 사용하기로 한다. 토빈큐를 분석한 국내연구인 정혜영·임대규(2010) 및 김주완·백재승(2019)과 비교하기 위하여 기업성과 측정치 중 토빈큐를 분석하기로 하는데, 아래 모형과 같다. 종속변수(TQ)는 토빈큐이고 설명변수(DUM)는 KCSI 1위 기업 여부이며, 국내외 기존연구에 근거하여 기업규모(SIZE), 수익성(PRO), 연구개발비(RD), 광고선전비(ADV), 기업연령(AGE)을 통제변수로 선정하였다.

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUM_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 PRO_{i,t-1} + \beta_4 RD_{i,t-1} + \beta_5 ADV_{i,t-1} + \beta_6 AGE_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

이 모형에서 가장 중요한 변수는 DUM(더미변수)으로 KCSI 1위로 선정된 기업이면 1, 그렇지 않은 매칭기업이면 0을 부여하였다. 고객만족도 1위 기업이라는 정보가치가 기업성과에 긍정적으로 영향을 미친다면 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보일 것이고, 그렇지 않다면 비유의적인 값을 보일 것이며, 반대로 부정적으로 영향을 미친다면 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보일 것이다.

통제변수(control variables)는 기업성과인 토빈큐에 영향을 미치는 기업특성적인 변수인데, 각 변수의 측정치와 근거한 기존연구는 각각 다음과 같다. 기업규모(SIZE)는 보통주 시가총액의 로그값으로 측정하였는데, 기업규모가 크면 규모의 경제로 인해 기업성과가 우수할 수 있다. 대체로 기업규모가 크면 거래비용과 정보취득비용이 낮아져 결국 정보비대칭이 감소하므로 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(정혜영·임대규 2010; Anderson et al. 2004). 수익성(PRO)은 당기순이익/총자산으로 측정하였는데, 이론적으로 볼 때 수익성이 좋으면 기업성과에 긍정적 영향을 미칠 것이다(Ittner & Larcker 1998; 정혜영·임대규 2010). 연구개발비(RD)는 (연구개발비+경상연구비)/매출액으로 측정하였다(Gruca &

Rego 2005). 연구개발비는 기업성과에 긍정적 영향을 미치지만(Eberhart et al. 2004), 비유의적인 영향도 발견되어(최정호 1994; 김병기 2009) 다소 일관성이 결여된다. 광고선전비(ADV)는 (광고선전비+판매촉진비)/매출액으로 측정하였는데, 기업성과에 긍정적 영향을 미칠 것이다(정혜영·임대규 2010; Gruca & Rego 2005). 마지막으로 기업업력(AGE)을 (해당 회계연도 - 기업설립연도)로 측정하였다(이유재·이청림 2006; 이유재 외 2008). 기업이 오래될수록 영업노하우 축적, 기술축적, 용이한 자금조달, 정보망구축, 유통채널 등의 우위로 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으나, 라이프사이클(life-cycle)상 산업자체가 성숙단계(mature stage)에 이르면 좋은 투자기회를 찾기 힘들거나 쇠퇴단계(decline stage)로 접어들어 레드오션 효과로 기업성과에 부정적 영향을 미칠 수 있다.

## IV. 실증결과

여기에서는 KCSI 1위로 선정된 기업과 대응(매칭)기업의 기업성과인 주식수익률과 영업성과 및 토빈큐를 차례로 비교·분석하기로 한다.

### 1. 주식수익률 분석

전체 표본기간인 11년 동안에 걸쳐 KCSI 1위 기업과 대응기업의 기업성과인 주식수익률의 평균값에 대하여, T검정(T값)과 윌콕슨 순위부호검정(Z값)을 사용하여 비교·분석한 것이다. T검정은 모수(parametric)검정 방법이고 윌콕슨 순위부호검정은 비모수(non-parametric)검정 방법인데, 본 연구의 자료의 숫자가 적으므로 비모수검정도 함께 사용하여 강건성을 보강하였다. <표 5>와 <표 6>은 각각 주식수익률을 EBR 및 BHAR로 측정하여 분석한 결과이다.

〈표 5〉 KCSI 1위 기업과 비교기업의 주식수익률(EBR) 분석 (전체기간)

	KCSI 1위 기업	비교기업	T값	Z값
2008년	-23.8015	-20.3803	-0.32	0.25
2009년	27.2421	65.4846	-2.20**	2.23**
2010년	14.9048	21.1388	-0.58	-0.70
2011년	13.1191	8.9173	0.51	-0.28
2012년	3.0048	-2.7380	0.53	-1.41
2013년	2.3642	8.1950	-0.76	-0.62
2014년	15.5648	7.4944	0.57	0.31
2015년	13.8257	8.9625	0.43	-0.10
2016년	-7.1645	2.3674	-2.11*	0.84
2017년	3.1701	2.1867	0.68	-0.86
2018년	-8.4757	-10.0816	0.52	-0.45

\* 10% 유의수준, \*\* 5% 유의수준

〈표 6〉 KCSI 1위 기업과 비교기업의 주식수익률(BHAR) 분석 (전체기간)

	KCSI 1위 기업	비교기업	T값	Z값
2008년	0.7934	0.8160	-0.64	0.44
2009년	1.6984	2.0061	-2.68**	-2.11**
2010년	1.1916	1.2659	-1.46	-0.37
2011년	1.1192	1.8173	-0.91	-0.17
2012년	1.0348	1.0738	0.53	0.27
2013년	1.0645	0.9691	1.19	-0.76
2014년	1.5648	1.0044	1.37	-1.28
2015년	1.2044	1.1970	0.20	0.15
2016년	1.7645	1.9674	-1.65	-1.42
2017년	1.0509	1.0381	-0.03	-0.87
2018년	0.9560	0.9732	-0.23	-0.41

\*\* 5% 유의수준

KCSI 1위로 선정된 기업의 EBR은 벤치마크에 비하여, 전체기간인 11년 중 1개 연도만 통계적으로 열등하였지만 나머지 10개 연도에서는 비유의적인 결과를 보였으며, BHAR 역시 매우 비슷한 결과를 보였다. 이는 국내시장을 분석한 기존연구는 없어서 비교할 수 없지만, 미국시장을 대상으로 분석하여 비유의적인 주식성과를 발견한 Ittner et al.(2009) 및 O'Sullivan et al.(2009)과 일맥상통한 결론이다.

## 2. 영업성과 분석

<표 7>은 전체 표본기간인 11년 동안에 걸쳐 KCSI 1위 기업과 대응기업의 기업성과인 영업성과의 평균값에 대하여, T검정(T값)과 월각슨 순위부호검정(Z값)을 사용하여 비교·분석한 것이다.

〈표 7〉 KCSI 1위 기업과 비교기업의 영업성과 분석 (전체기간)

	KCSI 1위 기업	비교기업	T값	Z값
2008년	0.1145	0.1365	-0.19	-0.28
2009년	0.1436	0.0978	2.78**	-1.68*
2010년	0.1274	0.1297	-0.35	0.90
2011년	0.1192	0.1124	0.27	-0.09
2012년	0.1169	0.1436	-1.54	1.21
2013년	0.1026	0.1478	-1.10	0.69
2014년	0.1099	0.0903	1.03	-0.60
2015년	0.1194	0.1191	0.18	-0.13
2016년	0.0971	0.1061	-0.78	0.17
2017년	0.1235	0.0999	0.70	0.34
2018년	0.1096	0.1101	-0.07	0.02

\* 10% 유의수준, \*\* 5% 유의수준

KCSI 1위로 선정된 기업의 영업성과는 벤치마크에 비하여, 전체기간인 11년 중 1개 연도만 통계적으로 열등하였지만 나머지 10개 연도에서는 비유의적인 결과를 보였다. 이는 KCSI 1위 기업의 성과가 대응기업에 비해 우수하지 못하다는



주식수익률 경우와 부합하는 결론이라고 할 수 있다.

### 3. 토빈큐 분석

<표 8>은 전체 표본기간인 11년 동안에 걸쳐 KCSI 1위 기업과 대응기업의 기업성과인 토빈큐의 평균값에 대하여, T검정(T값)과 윌콕슨 순위부호검정(Z값)을 사용하여 비교·분석한 것이다.

<표 8> KCSI 1위 기업과 비교기업의 토빈큐 분석 (전체기간)

	KCSI 1위 기업	비교기업	T값	Z값
2008년	1.2685	1.1849	0.82	-0.40
2009년	1.6075	1.7179	0.15	0.29
2010년	1.7851	1.9699	-0.37	0.73
2011년	1.6734	1.8436	-0.11	-0.09
2012년	1.8372	1.9746	0.39	0.23
2013년	1.7289	1.8347	-0.32	-0.05
2014년	2.0743	1.5724	1.73	-0.15
2015년	2.1320	2.1722	0.87	0.22
2016년	1.9748	1.6926	0.81	-0.10
2017년	2.1610	1.7868	1.89*	-0.03
2018년	1.9063	1.8160	1.65	0.35

KCSI 1위로 선정된 기업의 토빈큐는 벤치마크에 비하여, 전체기간인 11개 연도 모두에서 비유의적인 결과를 보였다. 이 결과 역시 KCSI 1위 기업의 성과가 대응기업에 비해 우수하지 못하다는 주식수익률 및 영업성과 경우와 동일한 결론이라고 할 수 있다.

### 4. 경기국면별 분석

<표 9>는 KCSI 1위 기업과 비교대상기업의 기업성과인 주식수익률과 영업성

과 및 토빈큐를 T검정을 사용하여 경기국면별(확장기 vs. 수축기)로 비교·분석한 것이다.

〈표 9〉 경기국면별 기업성과

기업성과		경기확장기	경기수축기
주식수익률 (EBR)	존경기업	10.9534	-3.6174
	비교기업	15.8547	-7.7542
	T값	-1.08	0.81
	Z값	0.61	-1.02
주식수익률 (BHAR)	존경기업	1.2036	0.9889
	비교기업	1.2275	0.9900
	T값	-0.98	0.32
	Z값	0.3116	-0.5529
영업성과 (OP)	존경기업	0.1174	0.1191
	비교기업	0.1132	0.1305
	T값	0.30	-0.75
	Z값	0.16	0.66
토빈큐 (TQ)	존경기업	1.8927	1.7690
	비교기업	1.8310	1.7728
	T값	1.53	1.44
	Z값	-0.65	0.30

EBR과 BHAR로 측정한 주식수익률 뿐만 아니라 영업성과와 토빈큐로 측정한 기업성과 모두, KCSI 1위로 선정된 기업은 비교기업인 벤치마크에 비해 경기확장기(호경기) 뿐만 아니라 경기수축기(불경기)에서도 차이가 없었다. 따라서, 경기국면에 따르는 KCSI 1위 기업과 비교기업간 기업성과는 통계적으로 차이가 없다고 할 수 있을 것이다.

## 5. 패널회귀분석

패널회귀분석을 시행할 때, 하우스만(Hausman) 테스트 결과가 비유의적이면

랜덤효과(random effect) 모형을 선택하고 유의적이면 고정효과(fixed effect) 모형을 선택하는 것이 좋다고 알려져 있다. 본 패널자료에 대한 하우스만 테스트 결과는 비유의적으로 나와 랜덤효과모형을 보고하기로 한다. 전술하였듯이 정혜영·임대규(2010) 및 김주완·백재승(2019)과 비교하기 위하여 기업성과 측정치 중 토빈큐만 분석하였는데, 이 결과가 <표 10>이다.

<표 10> 토빈큐에 대한 패널회귀분석 결과

	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6	모형 7
상수	2.0964 (7.29***)	-0.8865 (-1.16)	-0.0346 (-0.05)	-0.0380 (-0.07)	0.8249 (1.33)	0.2605 (0.41)	0.3015 (0.47)
DUM	-0.4357 (-1.41)	-0.3092 (-1.05)	-0.1792 (-0.67)	-0.0523 (-0.20)	0.1245 (0.51)	-0.0234 (-0.10)	0.0118 (0.05)
SIZE		0.1971 (4.26***)	0.0939 (2.06**)	0.1918 (4.61***)	0.0834 (2.06**)	0.1153 (2.85***)	0.1107 (2.68***)
PRO			8.8519 (5.74***)		8.8881 (6.57***)	7.0261 (4.71***)	7.1254 (4.73***)
RD					2.3123 (0.85)		1.5343 (0.57)
ADV						6.4602 (2.56**)	6.2883 (2.47**)
AGE				-0.0297 (-6.02***)	-0.0302 (-6.83***)	-0.0267 (-6.06***)	-0.0273 (-6.04***)
F 값	1.99	10.77***	19.25***	20.51***	24.49***	26.64***	22.15***
수정 R2	0.0066	0.1102	0.2700	0.2834	0.4425	0.4642	0.4616

\*\* 5% 유의수준, \*\*\* 1% 유의수준

본 논문의 주제인 ‘KCSI 1위 기업’ 더미변수(DUM)이라는 설명변수는 모든 모형에서 일관되게 비유의적으로 나타났다(음영처리 부분). 이는 KCSI 1위 기업이라는 명성효과는 토빈큐라는 기업성과에 긍정적인 영향을 미치는 못한다는 것으로, <표 8>의 결론과 일치한다. 하지만 본 결과는 고객만족이 토빈큐에 긍정적 영향을 미치는 것을 발견한 정혜영·임대규(2010) 및 김주완·백재승(2019)과 대조되는데, 이는 고객만족지수가 다르고 분석기간이 다르며 조사방법론이 상이한 이유 등이 있겠다. 예컨대 본 연구와 달리 정혜영·임대규(2010)의 고객만족지수는 한국생산성본부가 발표하는 NCSI이고, 분석기간은 1999년~2008년이며,

Ohlson모형에 기초한 조사방법론을 사용하였다. 또한 패널회귀분석을 사용한 본 연구와는 달리, 김주완·백재승(2019)은 내생성문제를 외면하는 횡단면 회귀분석을 사용하였다.

통제변수인 기업규모(SIZE)의 계수는 모든 모형에서 유의적인 정(+)의 결과를 보였다. 이는 기업규모가 클수록 규모의 경제가 실현되고 거래비용 및 정보비대칭이 낮아지는 등의 효과로 기업성장에 긍정적인 영향을 미쳤다고 할 수 있다. 수익성(PRO) 변수는 모든 모형에서 정(+)의 유의수준을 보여주어 본 연구의 이론적 기대에 부응하였다. 연구개발(R&D)은 이론적으로 정(+)의 값을 보여야 하지만 본 실증결과는 비유의적인 결과를 보였는데, 국내 기존연구인 최정기(1994) 및 김병기(2009) 등의 연구도 비유의적으로 나타났다. 광고선전(ADV)은 기대한 대로 유의한 정(+)의 결과를 보여, 기업성과인 토빈큐에 긍정적 영향을 주었다. 마지막으로, 기업연령(AGE)은 전술하였듯이 기업의 특성에 따라 정(+) 혹은 음(-)의 결과를 나타낼 수 있는데, 본 실증결과는 유의한 음(-)의 관계를 보였다.

요약하여 <표 10>은 고객만족도 1위로 선정되었다는 정보는 기업성장에 직접적인 영향을 미치지 못한 것을 보여주었는데 논의는 결론부분에서 언급하기로 하는 한편, 통제변수들은 대체로 예상했던 결과를 보여주었다.

## V. 결 론

### 1. 연구의 요약

한국능률협회컨설팅(KMAC)에서 발표하는 고객만족도 지수(KCSI)는 상품과 서비스에 대한 소비자의 만족정도를 나타내는 지수로, 우리나라 산업의 질적 성장을 유도하고 산업과 기업들의 경쟁력을 확보할 수 있도록 개발되었다. 고객의 만족도가 높으면 매출증대, 원가감소, 가격민감도 감소 등으로 기업경쟁력이 향상되므로 기업성과는 우수해질 것으로 KMAC는 주장하고 있다. 고객만족도 1위로 선정되었다는 정보는 해당기업의 광고·선전에는 긍정적 영향을 미칠 것으로 보인다. 그러나 기업성과는 경영활동 과정에서의 수많은 요인과 각종 정보에 의하여 영향을 더 받는 것이 현실적이다. 본 연구는 고객만족도 1위 기업으로 선정되는 명성효과가 기업성장에 미치는 영향을 분석하기 위하여 2008~2018년의 11년 동안 한국능률협회컨설팅(KMAC)에서 발표한 KCSI 1위 기업을 연구대상으로 하였다.

본 논문은 기업성과로 주식수익률 뿐만 아니라 영업성과와 토빈큐의 세 가지를 이용하였고, 표본기간을 전체기간 뿐만 아니라 확장기(호경기)와 수축기(불경기)의 경기국면별로 나누어 분석하였다. 비교대상인 벤치마크를 선정할 때 주식수익률 경우 Barber & Lyon(1997), 영업성과와 토빈큐는 Barber & Lyon(1996)의 조사방법론에 각각 의거하여, 단순히 업종평균이나 전체평균과 비교하는 조악한 방법을 피하였다. 또한 고객만족도 1위라는 명성효과와 기업성과간의 내생성문제를 완화하기 위하여 1기간 시차를 두는 패널회귀모형을 이용하였다.

전체기간의 결과로, 주식수익률과 영업성과 및 토빈큐 모두 KCSI 1위 기업과 비교기업 간의 통계적 차이를 발견하지 못하였다. 경기국면별 결과 역시, KCSI 1위 기업의 주식수익률과 영업성과 및 토빈큐로 측정된 기업성과는 확장기와 수축기 모두 비교기업과 통계적 차이가 없었다. 패널회귀모형에서도 KCSI 1위 선정변수는 기업성과(토빈큐)와 관련이 없었다. 한 마디로, KCSI 1위 기업으로 선정되었다는 명성효과는 기업성과에 직접적인 영향을 미치지 못한 것을 발견하였는데, 국내의 유사한 제도라고 할 수 있는 히든챔피언 선정효과를 분석한 박진우·조장은(2015) 및 길재욱 외(2017)의 연구와 일치되는 결론이다.

## 2. 시사점과 향후 연구

이러한 실증결과는 기업명성이라는 무형자산은 현존하는 재무·회계시스템에 반영이 되기 힘들다는 외국문헌의 주장(Capraro & Srivastava 1997)과 부합할 뿐만 아니라 외국의 일부 실증연구(Ittner et al. 2009; O'Sullivan et al. 2009)와 일치하지만, 논의는 필요할 것이다. 예컨대 한국능률협회컨설팅(KMAC)은 고객만족도를 구성하는 전반적 만족도와 요소 만족도 및 재이용(구입)의향률을 지수화하여 KCSI 1위 기업의 선정여부를 결정하는데, KCSI 1위 기업 지수와 비(非) KCSI 1위 기업 지수의 격차가 미세한 관계로 이러한 비유리적인 실증결과가 나왔을 가능성이 있을 수 있다. 또한 복수의 고객만족지수(한국생산성본부의 NCSI, 한국표준협회의 KS-SQI 등)나 대체가능한 제도<sup>3)</sup> 등 많이 존재하고, 이러한 것이 나올 때마다 적극적으로 홍보되는 것이 현실이다. 이러한 각종 제도는 문제점이 있어 개선책이 제시되어야 한다는 지적도 있지만, 선정되었다는 사실을 기업의

3) 예로써 한국능률협회컨설팅(KMAC)이 주관하는 존경받는 All Star기업 및 고객이 가장 추천하는 기업, 한국표준협회(KSA)가 주관하는 품질대상수상기업, Great Place to Work(GPTW) Institute가 주관하는 일하기 좋은 기업, 한국거래소(KRX)가 주관하는 히든챔피언 등이 있다.

제품이나 서비스에 연결시키면 해당 기업의 광고효과에는 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 언급하였듯이 고객만족 보다 기업성과에 직접적으로 영향을 미치는 요인(시설투자결정, 자본조달결정, 배당결정, 기업인수 및 합병, 획기적인 제품출시 등)은 많이 존재한다. 이러한 현실적 상황과 본 연구결과를 종합적으로 고려하면, KCSI 1위 기업이라는 정보는 광고·선전 같은 (간접적) 효과를 누릴 수 있어도, 자본시장에서 측정되는 주식수익률 같은 기업성과에 미치는 영향력은 미미할 수 있다.

KCSI라는 고객만족지수가 1992년에 처음 개발되어 2000년 이후에 본격적으로 확대되었으니, 확대시점 기준으로 보아도 20년이 경과되었다. 위에서 언급하였듯이 대체가능한 제도가 많아졌고 자본시장의 환경이 변함에 따라, 고객만족 1위의 유무가 예전과는 달리 기업성과에 영향을 미치지 않을 수 있다. 본 연구의 한계점으로 고객만족지수라는 제도를 하나의 라이프사이클(life-cycle)로 보아, 개척기(도입기)-성장기-안정기-성숙기 등으로 분류하여 기업성과를 분석할 필요가 있을 것이고, 이를 향후 연구과제로 넘긴다.

## 참고문헌

### 국문 자료

- 길재욱, 김송희, 이은정. 2017. “강소기업을 위한 히든챔피언 선정 효과에 관한 연구.” 『증권학회지』 46(3), 687-722.
- 김병기. 2009. “연구개발투자 증가기업의 장기성과에 관한 연구.” 『기업경영연구』 16(2), 109-130.
- 김병기, 공명재. 2000. “유상증자 후의 장기 주가수익률 및 영업성과.” 『재무관리연구』 17(1), 13-44.
- 김영식, 위정범. 2011. “기업의 사회적 활동과 재무적 성과의 통합적 고찰.” 『대한경영학회지』 24(5), 2913-2950.
- 김주완, 백재승. 2019. “고객평판도와 기업가치: NCSI, K-BPI, KSCI 수상을 중심으로.” 『재무관리연구』 36(3), 89-118.
- 라선아, 이유재. 2015. “고객만족, 고객충성도, 관계마케팅, 고객관계관리 관련 문헌에 관한 종합적 고찰.” 『마케팅연구』 30(1), 53-104.
- 박상준, 김현철. 2003. “고객만족지수와 기업성과.” 『마케팅연구』 18(3), 19-50.
- 박진우, 조장은. 2015. “KOSDAQ 시장에서 “히든챔피언종목”은 과연 히든챔피언인가?” 『증권학회지』 44(4), 637-662.
- 안태식, 김원중. 2000. “고객만족과 재무성과간의 관계.” 『회계학연구』 25(1), 75-95.
- 윤평식. 1999. “유상증자의 장·단기효과.” 『증권학회지』 25, 71-105.
- 이동원, 조재호. 2016. “경기변동에 따른 한국 기업의 자금조달패턴에 관한 연구.” 『재무연구』 29(2), 235-264.
- 이유재. 2000. “고객만족 연구에 관한 종합적 고찰.” 『소비자학연구』 11(2), 139-166.
- 이유재, 이청림. 2006. “고객만족이 기업의 수익성과 가치에 미치는 영향.” 『마케팅연구』 21(2), 85-113.
- 이유재, 차경천·이청림. 2008. “기업의 수익성과 가치에 미치는 고객만족의 동태적 영향.” 『한국마케팅저널』 10(1), 1-23.
- 전인수, 김현정(2005), “ROCSI: 고객만족투자 과연 효과있는가?” 『마케팅연구』 20(3), 65-84.
- 정혜영, 임대규. 2010. “고객만족 지속성이 기업의 미래 재무성과와 시장가치에 미치는 영향.” 『회계학연구』 35(4), 163-162.

- 조지호, 김용현. 1996. "고정자산 매각공시가 주가에 미치는 영향." 『증권학회지』 19(1), 85-110.
- 최정호. 1994. "광고비 및 연구개발비 지출이 기업가치에 미치는 영향: 토빈Q에 의한 실증적 분석." 『회계학연구』 19, 103-124.

#### 영문 자료

- Aksoy, L., B. Cooil, C. Groening, T. Keiningham and A. Yalçın. 2008. "The Long-Term Stock Market Valuation of Customer Satisfaction." *Journal of Marketing* 72(4), 105-122.
- Anderson, E., C. Fornell and S. Mazvancheryl. 2004. "Customer Satisfaction and Shareholder Value." *Journal of Marketing* 68(4), 172-185.
- Bae, G., J. Jeong, H. Sun and A. Tang. 2002. "Stock Returns and Operating Performance of Securities Issuers." *Journal of Financial Research* 25(3), 337-352.
- Barber, B. and J. Lyon. 1996. "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics." *Journal of Financial Economics* 41(3), 359-399.
- Barber, B. and J. Lyon. 1997. "Detecting Long-Horizon Abnormal Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics." *Journal of Financial Economics* 43(3), 341-372.
- Capraro, A. and R. Srivastava. 1997. "Has the Influence of Financial Performance on Reputation Measures Been Overstated?" *Corporate Reputation Review* 1(1), 86-93.
- Chan, L., J. Lakonishok and T. Sougiannis. 2001. "The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures." *Journal of Finance* 56(6), 2431-2456.
- Choe, H., R. Masulis and V. Nanda. 1993. "Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence." *Journal of Empirical Finance* 1(1), 3-31.
- Chung, K. and S. Pruitt. 1994. "A Simple Approximation of Tobin's q." *Financial Management* 23(3), 70-74.
- Daniel, K. and S. Titman. 2006. "Market Reactions to Tangible and Intangible Information." *Journal of Finance* 61(4), 1605-1643.



- Demsetz, H. and B. Villalonga. 2001. "Ownership Structure and Corporate Performance." *Journal of Corporate Finance* 7(3), 209-233.
- Eberhart, A., W. Maxwell and A. Siddique. 2004. "An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases." *Journal of Finance* 59(2), 623-650.
- Fornell, C. 1992. "A National Customer Satisfaction Barometer: The Swedish Experience." *Journal of Marketing* 56(1), 1-21.
- Fornell, C., S. Mithas, F. Morgeson and M. Krishnan. 2006. "Customer Satisfaction and Stock Prices: High Prices, Low Risk." *Journal of Marketing* 70(1), 3-14.
- Gruca, T and L. Rego. 2005. "Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value." *Journal of Marketing* 69(3), 115-130.
- Hansen, R. and C. Crutchley. 1990. "Corporate Earnings and Financing: An Empirical Analysis." *Journal of Business* 63(3), 347-371.
- Hauser, J., D. Simester and B. Wernerfelt. 1994. "Customer Satisfaction Incentives." *Marketing Science* 13(4), 327-350.
- Healy, P. and K. Palepu. 1990. "Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers." *Journal of Accounting Research* 28(1), 25-48.
- Ittner, C. and D. Larcker. 1998. "Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction." *Journal of Accounting Research* 36, 1-35.
- Ittner, C., D. Larcker and D. Taylor. 2009. "Commentary - The Stock Market's Pricing of Customer Satisfaction." *Management Science* 28(5), 826-835.
- Jacobson, R. and N. Mizik. 2009. "The Financial Markets and Customer Satisfaction: Reexamining Possible Financial Market Mispricing of Customer Satisfaction." *Management Science* 28(5), 810-819.
- Jung, H. 2008. "Improved Testing Procedure for Long-Horizon Event Studies in the Korean Stock Market." *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 37(5), 765-811.
- Kosowski, R. 2011. "Do Mutual Funds Perform When It Matters Most to Investors? US Mutual Fund Performance and Risk in Recessions and Expansions." *Quarterly Journal of Finance* 1(3), 607-664.
- Loughran T. and J. Ritter. 1995. "The New Issues Puzzle." *Journal of Finance*

50(1), 23-51.

- Loughran, T. and J. Ritter. 1997. "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings." *Journal of Finance* 52(5), 1823-1850.
- McLaughlin, R., A. Sadieddine and G. Vasudevan. 1996. "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post-Issue Performance." *Financial Management* 25(4), 41-53.
- O'Sullivan, D., M. Hutchinson and V. O'Connell. 2009. "Empirical Evidence of the Stock Market's (Mis)Pricing of Customer Satisfaction." *International Journal of Research in Marketing* 26(2), 154-161.
- Spiess, D. and J. Affleck-Graves. 1995. "Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings." *Journal of Financial Economics* 38(3), 243-267.
- Wei, A., F. Xie and S. Zhang. 2005. "Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991-2001." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40(1), 87-108.

## Abstract

## Customer Satisfaction and Corporate Performance

Yong-Hyeon Kim ■ Hanyang Cyber University

Nam-Gon Kim ■ Dongduk Women's University

This study explores the relationship between customer satisfaction and corporate performance by examining whether the annual Korea Customer Satisfaction Index(KCSI) list of "Excellent Customer Satisfaction Companies(ECSC)" is value generating. Current study uses the three performance measures of stock returns, operating performance, and Tobin's Q. Two proxies of stock returns are used: The ratio of the end of year to the beginning of year stock prices(EBR) and the buy-and-hold abnormal returns(BHAR). The operating performance is defined as the ratio of earnings before interest, taxes, depreciation and amortization to total assets. Tobin's Q is defined as the sum of market value of common stocks plus preferred stocks and book value of bonds divided by total assets. Also, this paper deliberately employs random-effects panel regression models with 1-year lag to alleviate the endogeneity problem.

The annual KCSI lists from the Korea Management Association Consulting(KMAC) from 2008 to 2018 are used. The three performances of sample firms are compared with those of matching firms which are selected by the methodologies of Barber and Lyon(1996 & 1997).

The empirical results show that the ECSC firms have statistically insignificant performance of stock returns, operating performance, and Tobin's Q compared with the matching firms. In addition, stock returns, operating performance and Tobin's Q of the ECSC firms over the comparable firms are statistically insignificant in all aspects of economic states. Moreover, the results of panel regression models clearly show that the customer satisfaction factor has nothing to do with the performance measure of Tobin's Q. This suggests that investors in the capital market may be more directly affected by factors such as investment decisions, financing decisions, dividend and share repurchase decisions, mergers

& acquisitions than the corporate customer satisfaction factor.

In a nutshell, this paper shows that intangible asset of customer satisfaction factor does not have any positive effect on corporate performance, which is very similar to existing papers analyzed the hidden champion effect.

Key Words: Customer Satisfaction, Intangible Assets, Firm Performance,  
Economic States, Endogeneity