

경영학석사학위논문

고객만족과 기업가치
-주식가격을 중심으로-

2007년 2월

서울대학교 대학원

경영학과 마케팅전공

박 윤

고객만족과 기업가치

: 주식가격을 중심으로

지도교수 김 병 도

이 논문을 경영학석사학위논문으로 제출함

2006년 12월

서울대학교 대학원
경영학과 마케팅전공

박 윤

박 윤의 석사학위논문을 인준함

2006년 12월

위 원 장 김 재 일 (인)

부 위 원 장 이 유 재 (인)

위 원 김 병 도 (인)



서울대학교

요약(국문초록)

충성고객을 확보하는 것은 기업의 장기적인 경쟁력의 근원이라 할 수 있다. 따라서 고객만족의 중요성은 점점 더 강조되고 있다. 그러나 고객만족이 구체적으로 기업의 가치에 어떤 영향을 미치는 지는 많이 알려져 있지 않다.

이 연구에서는 고객만족이 기업의 시장가치의 상관성에 대해서 검증을 하고, 고객만족 지수를 기반으로 한 투자 포트폴리오를 구성하여 실제 시장 수익률과 비교함으로써 고객만족지수를 기반으로 한 투자 전략에 대한 함축점을 발견하고자 하였다.

구체적인 방법으로는, 고객만족을 한국 능률협회에서 매년 발표하는 KCSI로 계량화하여, 고객만족지수와 기업의 시가총액을 중 회귀 분석을 통해 검증하였다. (연구1) 이의 유의성을 확인한 후, 고객 만족지수(KCSI)를 기준으로 주식 포트폴리오를 만든 후, 6년간의 주식 수익률을 분석하여 이 수익률이 시장수익률을 상회함을 확인하였다. (연구2)

연구결과를 요약하면,

첫째, 고객만족도는 기업의 시장가치에 유의미한 정(+)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 이는 고객만족도가 한 기업의 경제적인 자산(economic asset)임을 말해준다. 따라서 기업의 가치를 고려할 때 고객만족도를 중요시해야 하며, 회계나 재무지표 산정 시 이 같은 고객 자산의 가치를 반영하는 것 역시 고려할 필요가 있는 것으로 보인다.

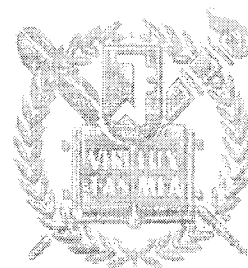
둘째, 고객만족도는 주식 시장에서도 투자이익으로 전환될 수 있는 것으로 보인다. 투자자들은 고객만족이 높은 기업을 투자의 기준으로 삼는 것을 고려할 필요가 있다.

결론적으로, 고객만족은 기업의 경제적 실익에 영향을 미치며, 이는 기업의 시장가치의 상승으로 이어지고, 투자자들에게도 상당한 수익을 거두게 할 수 있다.



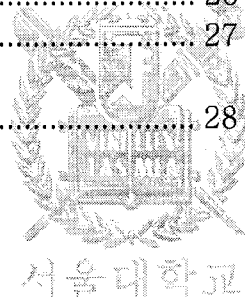
이 연구의 결과는 기업과 투자자들 모두에게 의미 있는 시사점을 제공한다. 기업의 마케팅 매니저들에게 고객관계의 들이는 비용을 정당화 할 수 있는 근거를 제시했다. 만족한 고객들은 기업의 의미 있는 경제적 자산이며, 가치 창출의 근본이자 성장의 척도이다. 따라서 고객관계형성을 위한 비용 지출은 그 지출을 넘어서는 수익을 창출할 수 있다. 투자자들과 주식분석가들은 고객만족이 높은 기업들이 가치창출이 높으며, 또한 안정된 현금흐름을 바탕으로 경제적인 실적을 낼 수 있다는 것에 주목해야 할 것이다.

.....
주요어 : 고객만족, 기업가치, 기업의 시장가치, KCSI, 주식 수익률, 고객 자산
학 번 : 2005-20661



목 차

1장 서론	4
제 1절 연구의 배경 및 목적	4
1. 연구의 배경	4
2. 연구의 목적	5
제 2절 연구의 구성 및 체계	5
2장 문헌 연구	6
1절 고객만족의 개념 및 정의	6
2절 고객만족의 측정	8
1. 단일 항목 척도	8
2. 복수 항목 척도	9
3절 고객만족의 의의	11
4절 업계의 고객만족도 조사	11
1. ACSI	12
2. NCSI	12
3. KCSI	13
5절 고객만족도와 기업 가치	14
3장 실증연구	18
제 1절 연구 가설	18
1. 고객만족과 기업의 시장 가치	18
2. 포트폴리오 연구 (Portfolio studies)	18
제 2절 연구 모형	19
1. 고객만족과 시장가치	19
2. 포트폴리오 연구 (Portfolio studies)	20
제 3절 실증연구	20
1. 자료 수집방법 및 기술 통계	20
2. 가설검증	22
4장 결론 및 시사점	26
제 1절 연구결과의 요약 및 시사점	26
제 2절 연구의 한계 및 향후 연구과제	27
참고문헌	28



1장 서론

제 1절 연구의 배경 및 목적

1. 연구의 배경

고객이 만족하는 상품, 서비스를 제공하는 기업은 경쟁력을 향상시켰다고 할 수 있다. 이 같은 경쟁력의 향상은 더 많은 수익으로, 그리고 기업가치의 증가로 이어질 것이다.

주식 시장의 투자자들은 기업 가치가 높은, 혹은 높아질 기업에 투자하여 기업의 성장에 따른 초과 투자 이익을 얻으려 노력한다.

고객 만족도가 높은 기업은 기업 가치가 높아지며 따라서 투자자들의 자본은 이 같이 가치가 높은 기업으로 흘러갈 것이다. 결국 고객만족도의 증대는 기업의 시장가치의 증가로 이어지고, 이는 투자자들의 수익과 연결될 것이다.

자유 자본주의 경제 시스템에서 소비자의 만족과 투자 자본의 배당은 밀접한 연관이 있다. 투자자로부터의 자본의 흐름과 소비자의 효용과의 밀접성은 시장이 얼마나 잘 기능하고 있는지를 나타내준다. 전체적인 경제 시스템에서 자원의 효율적인 배당은 상품/자본 시장에 참여하는 회사를 보상 혹은 벌하는 역할을 한다. 따라서 소비자의 효용을 충족시키지 못하는 회사는 소비자의 외면과 투자자들의 자본 철회를 통해 두 배로 처벌될 수 있고 반대로 고객들에게 잘 하는 회사는, 바로 그 고객들에게 두 배의 비즈니스로 보상 받을 것이며, 투자자들에게는 더 많은 자본을 받게 될 것이다. (Fonell et al 2006)

지금까지 고객만족의 결과는 전형적으로 재 구매의도, 불평행동, 구전과 같은 고객의 행동적 측면만을 중심으로 관심을 받아왔다 (Yeung et al 2002).



최근의 연구에서는 객관적인 지표를 사용하여 고객만족이 기업의 경제적 성과에 미치는 영향들을 조명하고 있다. 특히 고객 만족도와 기업의 경제적인 실적은 유의미한 관계가 있다는 연구들이 많이 발표되고 있다. (Anderson 1996; Anderson, Fornell, and Lehmann 1994; Anderson, Fornell, and Mazvancheryl 2004; Bolton 1998; Fornell 2001; Ittner and Larcker 1996, 1998; Rust, Moorman, and Dickson 2002) 그러나 고객만족이 기업의 시장가치 그리고 투자이익과 어떤 연관성이 있는지는 거의 알려진 바가 없다.

2. 연구의 목적

본 논문의 연구목적은 기업이 달성한 고객만족이 그 기업의 시장가치와 관련성을 가지고 있는지, 관련이 있다면 이를 투자이익으로 전환할 수 있는지를 알아보고자 함이다.

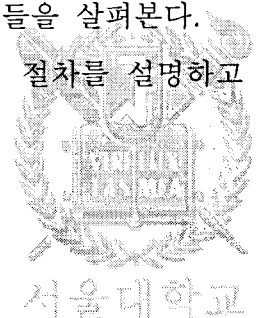
구체적으로는 Claes fornell, Sunil mithas, Forrest V. Morgeson & M.S. Krishnan 이 2006년 발표한 논문을 참고하여, 횡단면 분석을 통하여 고객만족도와 기업의 시장가치의 관련성 분석하고자 한다. 그리고 고객 만족 지수를 기반으로 한 포트폴리오를 구성하여 주식 시장에서의 고객 만족도를 기반으로 한 투자 전략에 대한 함축 점을 발견하고자 한다.

제 2절 연구의 구성 및 체계

제 1장은 서론 부분으로서 연구의 배경과 목적을 서술하였다.

제 2장에서는 기존 문헌들을 통해 고객만족의 정의와 그 중요성과 효과를 알아본다. 또한 고객만족과 기업에 성과에 대한 기존의 연구들을 살펴본다.

제 3장은 실증연구로 연구 가설, 연구 모형, 데이터 수집 절차를 설명하고 연구 분석 결과를 제시한다.



제 4장에서는 연구 분석 결과를 요약하고 연구의 공헌 점과 실무에의 시사점, 그리고 연구가 갖는 한계를 설명한다.

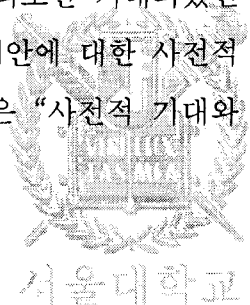
2장 문헌 연구

1절 고객만족의 개념 및 정의

고객만족경영의 개념은 일반적으로 목표 고객의 욕구를 파악하여 이것을 충족시켜줄 수 있는 제품과 서비스를 제공함으로써 고객의 만족수준을 최대화하고 이러한 고객만족의 최대화 결과로 기업의 목표인 이익극대화를 달성하는 것을 의미한다. (김태량, “경영성파로 보여지는 고객만족경영 한국능률협회 특집)

고객만족의 정의는 크게 두 가지로 대두된다. 하나는 결과 (outcome)에 강조를 두는 것이고 다른 하나는 과정 (process)에 강조를 두는 것이다. (이유재 1995). 전자는 고객만족을 소비경험으로부터 야기되는 결과로 개념화 하였다. 이와 관련된 정의로는 다음과 같은 것들이 있다. : “소비자가 치른 대가에 대해 적절히 혹은 부적절하게 보상되었다고 느끼는 소비자의 인지적 상태(Howard and sheth1969), “구매한 특정 제품이나 서비스, 소매상, 혹은 쇼핑이나 구매행동과 같은 행태와 관련된, 또는 이들에 의해 야기되는 경험에 대한 감정적 반응”(Westbrook and Reilly 1983).” 불 일치된 기대와 소비자가 소비경험에 대해 사전적으로 가지고 있던 감정이 복합적으로 결합하여 발생된 종합적 심리상태(Oliver 1981)이다. (이유재 2000)

반면 후자는 과정에 초점을 맞춰 고객만족을 “소비경험이 최소한 기대되었던 것보다는 좋았다는 평가(Hunt 1977)나 선택된 대안이 그 대안에 대한 사전적 신념과 일치되었다는 평가(Engel and Blackwell 1982) 혹은 “사전적 기대와



소비 후 지각된 제품성과간의 차이에 대해 보이는 소비자의 반응(Tse and Wilton 1988) 등으로 정의하고 있다. 이 정의들은 모두 고객만족의 근거에는 평가과정이 중요한 요소로 존재한다는 점을 강조하고 있다.

한편 박명호, 조형지(1999)는 선행연구를 검토한 결과 고객만족을 다음과 같은 4가지 개념으로 구분하고 있다. 첫째, 고객만족을 인지적 상태(cognitive states)로 보는 관점으로 결과지향적 접근법을 설명하면서 언급된 Howard and Sheth(1969)의 정의가 대표적인 예이다. 둘째, 고객만족을 평가(evaluation)으로 보는 관점으로 기대- 불일치 개념이 이에 속한다. 즉 고객만족은 욕구 및 요구를 충족시키는 정도에 대한 평가, 고객의 사전기대와 실제성과 또는 소비경험에서 판단되는 일치/ 불일치 정도 등 일련의 소비자의 인지적 과정에 대한 평가”로 대별되는 정의가 이에 속한다. 셋째, 고객만족을 정서적 반응(emotional response)로 보는 관점이다. 예를 들어 Babin and Griffin(1998)은 “고객만족이란 불일치와 지각된 성과 등을 포함한 일련의 경험에 대한 평가결과에 따라 유발되는 정서” 라고 정의하였다. 마지막으로 고객만족을 인지적 판단과 정서적 반응의 결합으로 보는 관점이다. 이러한 관점의 예로 Oliver (1997) 의 정의를 들고 있는데, 이는 “고객만족이란 제품/서비스에 대한 처리과정, 불일치 형성과정, 또는 단순한 감정상태인 행복감과 다른 것으로, 만족이란 소비자의 충족상태에 대한 반응으로써 제품/ 서비스의 특성(features) 또는 소비에 대한 충족상태를 유쾌한 수준으로 제공하거나 제공하였는가에 대한 판단”으로 정의하는 관점이다. (이유재 2000)

한편 고객만족의 정의는 일회적 거래를 기준으로 하느냐 여러 차례에 걸친 거래경험을 기준으로 하느냐에 따라 두 가지 관점에서 연구가 되고 있다. 전자는 거래 특유적(transaction-specific)관점에서 고객만족을 정의하는 것이고, 후자는 시간이 경과함에 따라 거래 및 소비경험이 누적되면서 형성 또는 유지되는 누적적 고객만족(cumulative CS)으로 정의한다. (조광행,



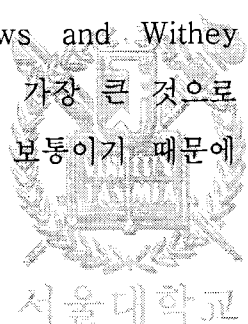
박봉규 1998; Anderson, Fonell and Lehmann 1995; Fonell et al. 1996; Johnson and Fornell 1991). 누적적 고객만족 개념을 적용한 연구는 주로 고객만족과 고객 충성도의 관계를 다루는 연구들에서 발견된다. (이유재 2000)

2절 고객만족의 측정

1. 단일 항목 척도

고객만족을 측정할 때, 많은 연구자들은 “매우 만족스럽다”에서 “매우 불만족스럽다”까지를 몇 개의 구간 (보통 4~7개)으로 나누어 서술하게 하는 단일 항목 리커트 척도를 사용해왔다. 단일 항목 척도는 간단하다는 이점에도 불구하고 여러 가지 단점을 가지고 있다. 예를 들어, 여러 구성요소에 대한 정보를 제공할 수 없고, 여러 다른 차원을 개별적으로 평가할 수 없다. 따라서 고객만족의 복잡성을 완전히 설명할 수 없으며, 무작위의 오차(*random), 항목 특유성(specific item), 방법 요인(method factor)등에 기인한 영향을 평가하거나 그 영향을 통제할 수 없게 된다. 그리고 척도의 신뢰성을 평가하는 것도 곤란하다. 신뢰성을 알아보는 유일한 방법은 반복 검사에서의 신뢰성(test-retest reliability)을 구하는 것이다. 그런데 이것은 고객만족의 실제 변화나 기억오류(memory bias)등의 영향을 통제하지 못한다.

Westbrook(1980b)은 반복 검사를 통해 몇몇 단일 항목 척도의 신뢰성을 비교했다. 즉, 감동-실망(Delighted-Terrible), 백분율(percentage)육구 S-D(need S-D), 그리고 내용 분석 척도(content analytical scales)등을 비교 분석하였다. 그 중 복지에 대한 사회학적 연구(Andrews and Withey 1976)에서 널리 사용된 D-T척도가 이 연구에서 신뢰성이 가장 큰 것으로 나타났다. (65~84) 그러나 대부분은 신뢰도 값이 낮거나 보통이기 때문에



단일 항목 척도를 사용하는 데 주의가 요구된다.

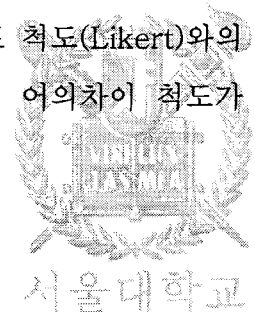
최근의 논문에서는 단일 항목 척도만을 사용 할 때의 문제를 감안하여 ‘전반적인 만족도’를 묻는 단일항목 척도에 추가하여 속성만족 등을 질문하는 복수 항목 척도를 동시에 사용하고 있다. (이기춘, 조희경 1996)

척도의 타당성은 단일 항목 척도를 사용하는 연구에서는 거의 조사되지 않았다. Westbrook(1990)은 수렴(convergent), 판별(discriminate), 이론(nomological)타당성을 다속성-다측정 방법(Multitrait- multimethod; MTMM)매트릭스를 이용하여 검토하였다. 이 연구는 D-T척도가 어느 정도 타당성을 가진다는 것을 보여주었다. 예를 들어, 수렴 타당성을 조사하는데 있어서 D-T척도와 다른 척도 사이의 상관계수를 검토할 수 있다. 안광호와 윤면상(1990)의 연구를 예로 들면, 고객만족의 전반적 느낌을 묻는 Oliver(1980)의 6문항 7점 리커트 척도 이외 기대-성과 불일치를 묻는 3문항 7점 리커트 척도를 동시에 사용하여 두 척도간 상관관계가 .69로 나타났음을 제심 함으로써 수렴타당성을 입증하고 있다.

판별타당성은 한제품의 만족평가가 동일한 척도로 측정된 다른 제품의 만족 평가와 독립적이라는 것을 보여줌으로써 입증될 수 있다. 예를 들어 구순이(1999)는 확인적 요인분석 결과를 제시함으로써 은행 서비스와 의료서비스간의 고객만족 측정척도의 판별 타당성을 입증하고 있다. (이유재 2000)

2. 복수 항목 척도

초기의 연구들에 비해 최근의 연구는 복수 항목 척도를 사용하는 경향이 있다. Westbrook and Oliver (1981)는 다섯 개의 복수항목 척도들을 비교 분석하였다. 즉 구두척도(verbal), 그림척도(graphic), 리커트 척도(Likert)와의 차이 척도(inferential)를 비교하였다. MTMM분석에 따르면 여의차이 척도가



가장 높은 신뢰도(α 계수는 .91과 .95)와 차별, 수렴타당성을 나타냈다. 반면 추론 척도는 α 계수가 .46~.76으로 가장 신뢰성이 낮았다. 그 밖의 다른 연구들에서도 단일 항목 척도에 비해 복수 항목 척도가 보다 신뢰할만하다는 것을 보여준다. 따라서 고객만족을 측정하기 위해서는 복수 항목 척도를 사용하는 것이 바람직할 것으로 보인다.

국내의 연구들은 대부분 고객만족을 복수의 측정항목으로 측정하고 있다. 측정 항목들은 주로 “전반적 만족”을 묻거나 또는 속성 만족도를 묻는 복수의 리커트 척도이다. 김완석과 강용주(1998)는 고객만족의 측정법에 대해 유용한 구분을 제시하고 있다. 이들은 전반적 만족(overall satisfaction)을 측정하는 직접 측정법과 부문별 만족의 복합점수(composite score)를 계산하는 간접 측정법으로 구분한다. 전반적 만족도가 상품에 대한 총체적인 지표를 제공하기 때문에 직접 측정법은 이론적 연구들에서 많이 사용되고 있다. 반면 복합점수는 상품의 여러 속성에 대한 진단적 지표를 제공하기 때문에 간접 측정법은 실용성을 강조하는 연구들에서 선호된다. 김완석과 강용주(1998)는 간접 측정법들의 준거 타당도가 상품의 종류의 따라 달라진다는 것을 보였다. 그러나 이 연구는 서비스 품질을 고객만족과 동일한 개념으로 사용하고 있기 때문에 엄밀한 의미에서는 고객만족 측정법의 검증으로 보기가 어렵다. 안광호, 임병훈, 김철중(2000)은 고객만족의 측정방법에 따라 고객만족도와 재 구매의도간의 상관관계가 달라지는 것을 보여 측정방법이 중요하다는 것을 시사하고 있다. 복수항목을 이용하는 경우 만족을 직접 측정하는 방법에 예측력이 높은 것으로 나타났다.

구순이(1996)은 의료서비스에 대한 전반적인 만족도를 묻는 7점 리 커트 척도와 치료 후 기분을 묻는 7점 D-T척도 및 치료 후 만족감을 묻는 백분율 척도를 동시에 사용하고 있다. 조광행과 박봉규(1999)는 고객만족을 누적적 개념으로 정의하고 만족도를 묻는 5점 리커트 척도와 더불어 얼굴그림 척도도 사용하였다. (이유재, 2000)



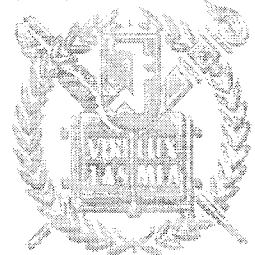
3절 고객만족의 의의

고객만족의 효시는 1981년부터 고객과의 접점(the moment of truth)을 중시하여 고객이 만족하는 서비스 창출을 성공적으로 이룬 스칸디나비아 항공사(SAS)이다. 그 이후 세계각지의 기업들이 이를 적용하여 성공하자 QC(Quality control)나 CI(corporate identity)을 대체할 수 있는 경쟁우위 창출의 근본적인 방법으로 평가 받게 되었다. (이두희 김준환 “ 고객만족의 측정과 분석에 대한 체계적 고찰 상품학 연구 제 12호 1995년 2월)

시장이 성장해 감에 따라 시장의 경쟁수준이 높아지며 새로운 고객의 확보가 어려워지면서 기업에 있어서 고객만족경영의 중요성이 대두되기 시작하였다. 이제는 고객은 기업이 제공하는 제품과 서비스를 수동적으로 받아들이는 환경 즉 push방식의 마케팅적 상황에서 고객의 욕구에 맞는 제품과 서비스를 적극적으로 요구하는 환경 즉 Pull방식의 마케팅적 상황으로 바뀌게 되었다. 따라서 장기적인 관점에서 보면 기업은 고객과의 관계를 중시하고 더 잘 이해함으로써, 상품과 서비스의 만족도를 높이며 동시에 재무적인 성과를 향상시킬 수 있게 된 것이다.

4절 업계의 고객만족도 조사

학계에서는 주로 개별 고객단위의 고객만족을 측정하는 것에 초점을 맞추어 왔다면 업계에서는 전체 고객집단의 고객만족도를 측정하는 것에 관심이 많다. 이러한 이유로 업계에서는 고객만족도를 지수화하여 해마다 발표하고 있는데, 그 예로는 미국에서 사용되고 있는 ACSI, 그리고 국내에서 사용되고 있는 NCSI와 KCSI가 있다. (이유재 2000)



1. ACSI

ACSI(American Customer Satisfaction Index)는 Fornell et al(1996)등이 개발한 고객만족 지수이다. ACSI의 조사범위는 소비재경제 부분의 7개 산업군, 40여 개 산업, 200여 개의 회사에 달한다. 조사방법은 RDD(Random-digit-dial)에 의한 전화 survey이며, 미국의 전국 전화 소유 가구 (전 가구수의 약 95%)를 대상으로 한다. 조사단위는 브랜드가 아닌 회사이며, 해당 회사의 제품/ 서비스를 구매 또는 소비한 경험자를 대상으로 조사한다. 한 회사 당 응답자 규모는 250명 정도로 해마다 약 50,000여명 정도의 고객을 대상으로 조사가 이루어진다.

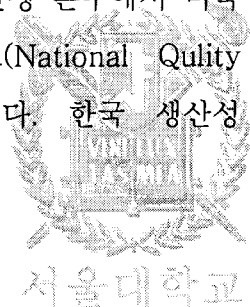
ACSI의 측정방법은 복수 변수들로부터 잠재 변수인 고객만족을 추정하는 방식이다. ACSI모형에서 고객만족의 선행변수는 고객기대, 지각된 품질, 지각된 가치이며 결과변수는 고객 불평과 고객 충성도 이다. 그리고 관측된 고객만족도는 진정한 고객만족도와 측정 오차의 합이며, 진정한 고객만족도는 여러 관측치로부터 측정오차를 제거하고 남은 관측치의 공통분모로 산출한다.

고객만족도의 측정은 제품/서비스의 대한 전반적 만족도, 구매 전 기대수준에의 부응도, 그리고 이상적 제품/서비스에의 근접도로서 측정한다.

ACSI 의 고객만족 개념은 고객의 과거로부터 현재에 걸친 구매 및 소비 경험의 누적적 종합적인 평가로 본다. 따라서 ACSI는 시장에서의 품질 성과이자 고객의 실제 구매행위를 예측할 수 있는 변수로 궁극적으로는 기업의 수익성을 예측할 수 있는 지표로 활용될 수 있다. (이유재 2000)

2. NCSI

NCSI(National Customer Satisfaction Index)는 한국 생산성 본부에서 미국 미시간 대학(University of Michigan)의 국가품질연구소(National Quality Research Center)와 공동으로 개발한 고객만족 지수이다. 한국 생산성



본부는 고객이 해당제품 및 서비스를 직접 평가한 일종의 품질 지표인 고객만족 지수의 우선적 개발과 함께 국가 경제 지표로서의 의미를 부여하기 위해 분석 대상을 중간재를 제외한 전 산업으로 확장하였으며 고객만족지수를 기업별, 산업별, 경제부분별, 국가단위로 측정, 발표하고 있다.

NCSI는 민간부분 대 공공부분, 국내부문 대 외국부문의 고객만족지수를 산출하기 위한 모형이다. 조사대상은 사용경험이 있는 고객이며 전국조사를 한다. 표본은 인구 센서스를 기준으로 한 할당표본추출방식(Quota Sampling)이며 지역별, 산업별 성별 특성을 고려한다. 설문지는 모든 산업 및 공공기관에 적용 가능한 세계공통의 설문지이며 설문은 전화 인터뷰나 일대일 인터뷰를 통해 실시한다. ACSI와 마찬가지로 NCSI 역시 개별 브랜드가 아닌 기업차원의 고객만족도를 측정하는 도구이다. (이유재 2000)

NCSI 모형에서 고객만족지수를 측정하는 선행 변수는 고객의 기대수준, 지각된 제품 품질/ 지각된 서비스 품질 그리고 지각된 가치이며, 결과변수는 고객 불만과 고객 충성도 이다. 고객만족지수는 종합적 만족도로서 전반적 만족도, 사전 기대에 대비한 만족도, 이상적 제품/서비스에 대비한 만족도의 세가지를 측정, 가중평균으로 산출된다. (이유재, 2000)

3. KCSI

KCSI(Korean Customer Satisfaction Index)는 1992년 이래 매년 7월-8월경 조사를 실시하여 해당 시장에서 가장 높은 만족도를 보인 상품이나 서비스를 선정하여 결과를 언론을 통해 매년 11월경 공표되고 있는 한국의 CSI조사이다. 본 조사는 한국산업의 주요 제품 및 서비스에 대한 고객 만족도 수준을 측정하여 각 산업 및 기업의 현재 위치를 확인하고, 고객의 불만 요인을 추출하여 향후 관련 산업 및 기업의 경쟁력 향상과 CS경영전략수립을 위한 기초자료를 제공하는데 사용하고 있다.

표본은 6대 광역시를 포함하여 전국의 20세 이상 50세 미만의 남녀



5,000명이며, 기업 및 브랜드당 1000표본 이상을 지역별 인구수에 비례에 의해 무작위 추출하여 가구 방문에 의한 일대일 면접을 통해 조사가 이루어진다.

종합적인 고객만족도 (KCSI)는 현재 사용하고 있는 제품/ 서비스에 대한 전반적 만족도와 세부 요소 중요도 및 만족도, 재 구입(재거래) 의향으로 측정되며 불만사항은 개방형 설문(Open-end Question)으로 기입하게 한다. 종합만족도는 전반적 만족도(40%), 요소만족도(40%), 재 구입 의향률(20%)을 모두 합한 점수이다. 그러나 지하철 관공서 등은 전반적 만족도 50%를 반영한다. 전반적 만족도는 해당 제품/ 서비스에 대해 전반적으로 어느 정도 만족하는지 묻는 질문에 '매우 만족한다.' '만족한다' 에 응답한 TOP 2% 비율이다. 요소 만족도는 세부요소 TOP 2%의 전체 가중평균값으로 각 세부요소의 TOP2% 비율과 해당 세부요소의 중요도를 곱한 것을 합한 것이다. 여기서 세부요소의 중요도는 전반적 만족도와의 상관계수를 구하여 백분 비율을 구함으로써 얻는다. 재 구입 의향율은 해당 제품/서비스를 향후 재 구입(이용)할 의향을 묻는 질문에 대한 TOP 2% 비율이다. (이유재 2000)

5절 고객만족도와 기업 가치

수요와 공급에 관한 정보가 집결되는 곳이면 모두 시장이 될 수 있다. 재화를 사고자 하는 의사(수요)와 팔고자 하는 의사(공급)가 한 곳에서 만나면 자연스럽게 거래가 발생한다. 그리고 그런 거래를 통해서 시장은 경제 내에 존재하는 수많은 재화와 서비스와 생산요소를 각기 필요한 곳으로 보내주는 역할을 한다. 이처럼 시장의 가장 중요한 기능은 바로 자원을 배분하는 것이다.

소비자들은 그들이 만족 수준에 따라서 기업을 재무적으로 보상 혹은



차별한다. 그리고 투자 자본은 이 같은 역할을 증대시킨다. 즉 잘 기능하는 시장에서는 자본을 포함한 자원은 가능한 효율적으로 제일 큰 고객만족을 창출하기 위해서 분배된다. 어떤 고객이 자신의 효용을 충족하지 못했다면, 그 시장이 독점시장 혹은 과점시장이기 때문에 대안이 없는 경우 혹은 대안재가 너무 비싼 경우를 제외하고는 고객으로 남아있지 않을 것이다. 즉 대안이 풍부한 경쟁 시장에서 고객 만족이 증가한 회사는 재 구매, 낮은 가격 탄력성, 높은 가격, 더 많은 크로스 셀링 기회, 더 많은 마케팅 효율성, 그리고 수익 증대로 이어지는 재무적인 보상으로 받게 될 것이다. (Fornell et al. 2006). 즉 고객의 만족도 정도는 자본주의 시장에서는 기업에게 생존 담보하는 절대적인 척도이다.

기존의 연구를 살펴보면, 고객만족은 고객불평에는 부정적 영향을 미치고, 고객 로열티와 사용 행동에는 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. (Bolton 1998; Fornell 1992). 증가된 고객 로열티는 사용 레벨을 증가시키고(Bolton, Kannan, and Bramlett 2000), 미래의 수익을 확보하며 (Rust and Keiningham 1994; Rust, Moorman, and Dickson 2002), 미래의 거리비용을 감소시킨다. (Reichheld and Sasser 1990). 또한 가격탄력성을 낮추고 (Anderson 1996), 고객 탈퇴를 줄인다.(Anderson and Sullivan 1993; Mithas, Jones, and Mitchell 2004) 또한 고객 만족은 보증, 불만, 불량품, 에프터 서비스와 관련된 비용을 줄이는데 기여한다. (Anderson, Fornell, and Lehmann 1994; Fornell 1992; Garvin 1988). 뛰어난 품질에 대한 소비자 지각은 높은 경제적 이익과 연관되어 있다고 보고 된 바 있다. (Aaker and Jacobson 1994; Capon, Farley, and Hoenig 1990; Fornell 2001). Naumann and Hoisington (2001) 은 IBM Rochester 에서 직원 만족과 고객만족, 마켓 쉐어, 생산성이 긍정적인 연합을 맺고 있다고 보고하였다. 몇몇 케이스 연구들은 고객만족이 직원 로열티와, 비용 경쟁, 수익 정도(profitable performance)와 긍정적으로 연합되고 있다고 보고하고

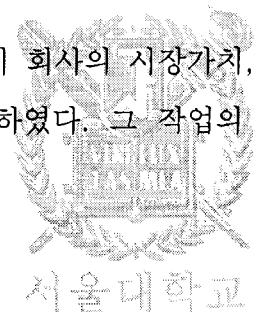


있으며 또한 장기적인 성장과도 '정'의 관계를 보인다고 보고한다. (Heskett, Sasser, and Schlesinger 1997; Reichheld and Teal 1996). 그리고 Anderson et al(2004)은 고객만족 지수가 주주가치에 미치는 영향을 ACSI와 토빈의 q를 이용하여 분석한 결과, 고객만족지수가 높을수록 토빈의 q도 높다는 것을 확인하였다. Gruca and Rego(2005)는 주주가치로 미래의 현금흐름(future cash flow)을 사용하여 분석한 결과 고객만족 지수가 높은 기업은 현금 흐름이 활발한 동시에 현금 흐름의 변화량이 적은 것으로 나타났다.

요약하면, 고객만족은 고객의 재 구매와 사용빈도를 증가시키고, 미래의 매출, 구전효과, 예약 가격, market share, 생산성, cross- buying, 가격경쟁력, 장기적 성장을 증가시킨다. 또한 고객만족은 고객 불만, 거래 비용, 가격 탄력성, 보증 비용, 서비스 비용, 제품 불량률, 고객 철회, 이직률을 감소시킨다.

위에 언급된 많은 고객만족의 수많은 효과들은 고객 만족이 재무 지표 상에 보이지는 않지만, 실제적으로 존재하고 있는 경제적 자산이라는 것은 의심하기 힘들다고 보여진다. 이처럼 고객만족을 경제적 자산(customer asset)으로 이야기 한다면, 이는 가격결정(capital asset pricing)이론으로 논리적으로 연결 될 수도 있을 듯 하다. (Fornell and Wernerfelt's [1987, 1988] Wayland and Cole [1997]) Srivastava, Shervani, and Fahey [1998], Grucaand Rego [2005], Gupta, Lehmann, and Stuart [2004], Anderson, Fornell, and Mazvancheryl [2004], Hogan, Lemon, and Rust [2002], Venkatesan and Kumar [2004],and Rust, Lemon, and Narayandas [2005]등의 연구에서 이 같은 “고객을 유지하는 것”의 경제적 가치를 산정하고 분석하는 이론적인 작업을 시도한 바 있다.

Srivastava, Shervani, and Fahey (1998) 등은 고객만족이 회사의 시장가치, 주식 가격, 주주 가치와의 관계에 연결될 수 있다고 보고하였다. 그 작업의



일환으로 Srivastava et al (1998)은 그들의 연구에서 회사의 시장 가치를 결정하는 4가지 요소와 고객 자산과의 관계를 정리한 바 있다. 이들의 연구를 살펴보면, 시장가치를 결정하는 요소는 (1) 현금흐름의 가속 (2) 현금흐름의 증가 (3) 현금흐름과 관련된 리스크의 감소 (4) 사업의 잉여 가치의 증가이다. 고객 자산(customer asset)은 현재와 미래의 고객으로부터 예상되는 순 현금흐름 할인 (expected future discounted net cash flow)으로 정의 될 수 있고, 이 같은 고객 자산은 기업의 기장가치를 결정하는 4가지 요소에 영향을 미칠 뿐만 아니라 회사의 모든 경제적 자산의 합으로 볼 수 있다는 것이다. Wayland and Cole (1997), Gupta, Lehmann, and Stuart (2004) 역시 이 같은 견해를 지지했다.

좀더 구체적으로 살펴보면, 첫째, 현금흐름이 가속되는 것은 마케팅 노력에 반응하는 구매자의 속도에 영향을 받는다. 이미 만족한 고객을 설득하는 것은 더 적은 노력이 들기 마련이다. (Keller 1993) 따라서 만족된 고객들은 기업의 마케팅 노력에 더 빨리 반응할 것이고, 만족한 고객의 빠른 반응은 역시 기업의 현금흐름을 가속화 시킬 것이다. 둘째, 고객만족과 순 현금흐름이 증가 수준과는 역시 관련성이 있다. 세일즈와 마케팅의 한계 비용은 더 작으며, 또한 운전자금과 고정 투자비용 역시 작아진다. (Srivastava, Shervani, and Fahey 1998). 이에 덧붙여 수익은 재 구매에 의해서 더 늘어난다. Gruca and Rego (2005) 는 또한 고객만족이 증가하는 상당한 현금흐름의 증가를 보인다고 보고 했다. 그들의 연구에서 고객만족 지수의 1점 증가가 약 7% 현금흐름의 증가를 보이는 것으로 보고했다. 세 번째로, Gruca and Rego(2005)는 미래 현금흐름과 연관된 리스크가 높은 고객만족을 가진 회사에게는 감소된다는 것을 발견했다. 만약 현금흐름이 변동성이 작아진다면, 자본비용(cost of capital) 역시 내려갈 것이며 따라서 주식 가격의 증가의 다른 원천을 제공할 것이다. 마지막으로, 사업의 잉여가치의 증가 역시 고객 자산과 관련이 있다. 고객기반의 크기, 고객의 로열티, 그리고



고객 기반의 질적인 면 등 역시 모두 고객 만족과 관련이 있다고 볼 수 있기 때문이다. (Srivastava, Shervani, and Fahey 1998)

이 같은 선행연구를 통해서 고객자산, 그리고 고객만족은 그 회사의 가치산정에 영향을 미칠 것 수 있음을 예측할 수 있다.

3장 실증연구

제 1절 연구 가설

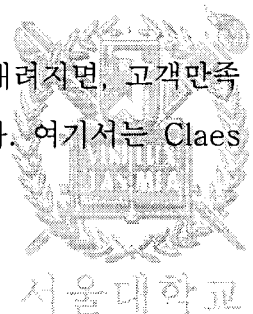
1. 고객만족과 기업의 시장 가치

선행 연구는 주로 해외에서 주로 이루어졌다. 국내 연구도 최근 활발해지고 있지만 무형 자산의 여러 요소 중 고객만족이 기업의 시장 가치에 영향을 준다는 정확한 근거를 제시하고 있지 못하다. 여기서 기업의 시장가치란 주가 총액을 의미한다. 선행 연구에서 검토한 바와 같이 고객만족이 기업 가치 전체에 있어서 큰 영향을 미치는 무형의 경제적 자산 (economic asset)이라면, 고객만족과 기업의 시장가치는 긍정적인 연합이 예상된다. 따라서 본 논문에서는 고객만족 지수가 기업의 시장가치에 유의미한 영향을 준다는 가설을 제시한다

H 1: 고객만족은 기업의 시장가치에 대해 정(+)의 관계를 가질 것이다.

2. 포트폴리오 연구 (Portfolio studies)

고객 만족이 그 회사의 시장가치와 연관이 있다고 결론 내려지면, 고객만족 지수를 기반으로 한 투자는 초과수익을 거둘 수 있을 것이다. 여기서는 Claes



fornell, Sunil mithas, Forrest V. Morgeson & M.S. Krishnan 의 논문에 따른 방법으로 포트폴리오를 구성하여 실제 시장 수익률과의 비교를 해보고 고객만족 지수가 높은 기업들에 투자하는 매매 전략에 대한 함축점을 찾고자 한다.

H 2: 고객만족은 기업의 주가에 긍정적인 영향을 줄 것이다.

제 2절 연구 모형

1. 고객만족과 시장가치

이 연구에서는 Barth and McNichols 1994; Ittner and Larcker 1998; Landsman 1986) 중회귀 분석 모델을 설정하였다.

이 모델에서 자산(the book value of total assets)과 부채(the book value of liabilities)의 장부가치를 통제하면서 고객만족(KCSI)은 지분의 시장가치에 대해 유의적인 정(+)의 관계를 가진다는 가설을 알아보려 한다. 특히 1) KCSI가 기업의 시장가치와 유의미한 관계가 있는지에 대해 알아보고 2) 기록된 장부 자산과 부채 그리고 KCSI의 효과의 크기를 알아보려고 한다.

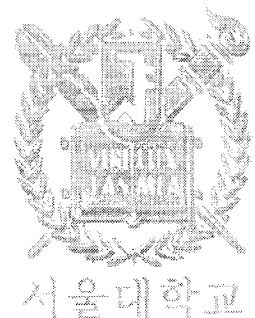
$$\ln MVE = \alpha + \beta_1 \ln BVA + \beta_2 \ln BVL + \beta_3 \ln KCSI$$

MV: 기업의 시가총액

BVA 자산 장부가치

BVL 자산 부채가치

KCSI 고객만족도



2. 포트폴리오 연구 (Portfolio studies)

Claes fornell, Sunil mithas, Forrest V. Morgeson & M.S. Krishnan 이 2006년 발표한 논문을 참고하여, 이들이 구성한 방식으로 KCSI 지수가 높은 종목들로 포트폴리오를 구성하여 Kospi200, 그리고 Kosdaq 지수와 수익률을 비교해 본다. 표본기업의 중에 KCSI의 점수가 상위 20%안에 드는 종목을 선정하여 98년 10월 1일부터 포트폴리오를 구성한다. 또한 이 상위 20%의 종목의 KCSI점수는 KCSI 점수의 평균값을 넘는 종목을 그 조건으로 하였다. (Johnes and SAsser(1995) Ittner and larcker(1998) KCSI점수는 1년에 한번 발표되기 때문에, 이 포트폴리오는 KCSI점수 점수가 발표된 날을 기준으로 다시 상위 20%에 해당하는 기업, 또 KCSI점수가 평균을 넘는 종목을 선정하여, 포트폴리오에 편입하고, 그에 해당되지 않는 기업은 제외하는 매매 전략을 세웠다. 98년도에 4개 기업으로 시작된 포트폴리오는 2004년에는 6개 기업으로 마감되었다.

제 3절 실증연구

1. 자료 수집방법 및 기술 통계

본 연구에서는 국내에 가장 먼저 도입된 고객만족 지수인 한국 능률협회 컨설팅의 KCSI를 이용하여 고객만족 지수가 기업의 성과에 미치는 영향을 분석하고자 한다. KCSI는 1992년 처음 실행되었으나 1996년까지는 조사대상 산업이나 기업수가 극히 제한적이었다. 1997년에는 공공부문을 조사대상에 추가하였으며, 1998년에 와서야 조사대상 산업과 기업수가 대폭 확대되었다. 본 연구에서는 자료의 연속성을 위해 조사 대상이 크게 확대된 1998년부터 2004년까지 연속적으로 조사된 산업분야를 분석대상으로 선정하였으며, 이들 산업에 해당하는 기업들 중에서 현존하는 기업들만을 분석대상으로 삼았다.



또한 기업의 재무적 성과나 가치산출이 어려운 공공기업은 제외하였다. 이 중에서 금융업에 속하는 기업은 영업활동, 자산구조 및 회계처리방법이 다른 일반기업들과는 상이하게 다르기 때문에 분석대상에서 제외하였다. 또한 기업의 인수/ 합병이나 계열사로 분리/분할된 경우에는 해당시점을 기점으로 해당기업의 데이터를 적용하였으며. 업종이 다르게 중복된 기업은 가장 높은 KCSI점수를 사용하였다. 따라서 최종적으로 분석에 사용된 총 관측치는 280개 였다.

각 기업의 시장 가치, 즉 시가 총액 및 주당 장부가액, 그리고 KOSPI지수와 코스닥 지수의 일별 가격, 기업의 일별 시가총액의 자료는 한국신용평가정보에서 정보를 제공하는 KIS-value의 사이트와 Date stream을 이용하였다. 독립변수인 기업의 시장 가치에 고객만족 지수와의 상관관계에 대해 SPSS WIN 12.0 통계 패키지를 이용하여 가설을 검증하였다.

표1) 1998년부터 2004년까지의 245개 관측치에 대한 기술통계량

	평균	표준편차
MVE	8,207,862,077	11,737,381,532
BVA	3,626,274,247	4,396,348,080
BVL	125,081,209,552	341,211,213,978
KCSI	55	6

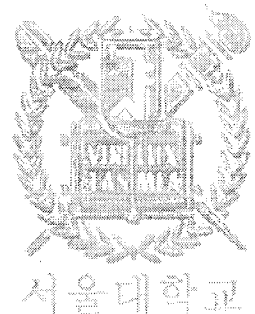


표2) 모형 변수들간의 상관관계

		MVE	BVA	BVL	KCSI
Pearson 상관	MVE				
	BVA	.871			
	BVL	-.202	-.230		
	KCSI	.280	.127	.431	
유의확률)	MVE		.000	.001	.000
	BVA	.000			
	BVL	.001	.000		
	KCSI	.000	.029	.000	

2. 가설검증

1) 가설 1의 검정 결과

KCSI지수가 시장 가치에 유의미한 상관관계가 있는지를 알아보기 위하여 기업의 시장가치를 종속변수로 하여 중 회귀분석을 실시하였다. 비 표준화 회귀계수는 종속변수에 대한 상대적 기여도를 직접적으로 비교하는 것이 불가능하기 때문에 독립 변인간의 상대적인 기여도를 비교하기 위해서는 표준화된 회귀계수인 베타 값을 통해 비교하였다.

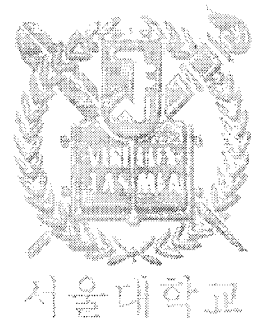
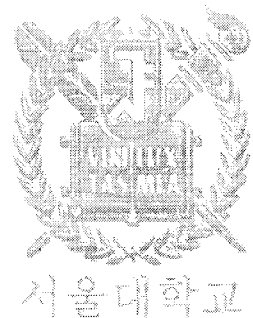


표3) 회귀식 1번 전체 관측치에 대한 통계 분석 결과 요약

Variable	표준화 계수	T (유의확률)	수정된 R ²	F (유의확률)
	베타			
BVA	0.817	25.092 (0.000)	0.793	283.024 (0.000)
BVL	-0.110	-3.060 (0.002)		
KCSI	0.223	6.349 (0.000)		

이 분석결과를 보면, 같이 KCSI지수와 기업의 시장가치는 상관성이 있는 것으로 나타난다. 회귀식 모델은 R 제곱값이 0.793으로 유의하며, 또한 KCSI의 베타계수는 0.223으로 정 (+)의 상관성이 있다는 것을 나타내준다. 자산 장부가의 베타 계수는 0.817로 가장 높게 나오며, 부채의 장부가치는 (-) 상관을 보이고 있다. 위의 결과에서 KCSI 즉 고객만족도는 기업의 시장 가치에 정 (+)의 관계가 있다고 결론 내릴 수 있으며 따라서 가설은 채택된다.



2) 가설2 의 검증결과

1998년 10월 1일부터 2005년 9월까지 포트폴리오의 수익률을 알아보았다. 포트폴리오의 누적이익은 무려 1689%였다. 이 포트폴리오의 수익률을 시장 평균의 수익률을 크게 앞서는 것으로 나타났다. 같은 기간동안 Kospi의 수익률은 354%. 그리고 코스닥의 수익률은 177% 이었다. 고객만족도가 높은 기업들로 구성된 포트폴리오의 수익률은 기간동안 Kospi와 Kosdaq의 수익률을 능가했음을 알 수 있다. 아래의 차트는 그 결과를 보여준다.

그림1) KCSI 상위 20% 로 구성된 포트폴리오와 코스피 지수의 수익률

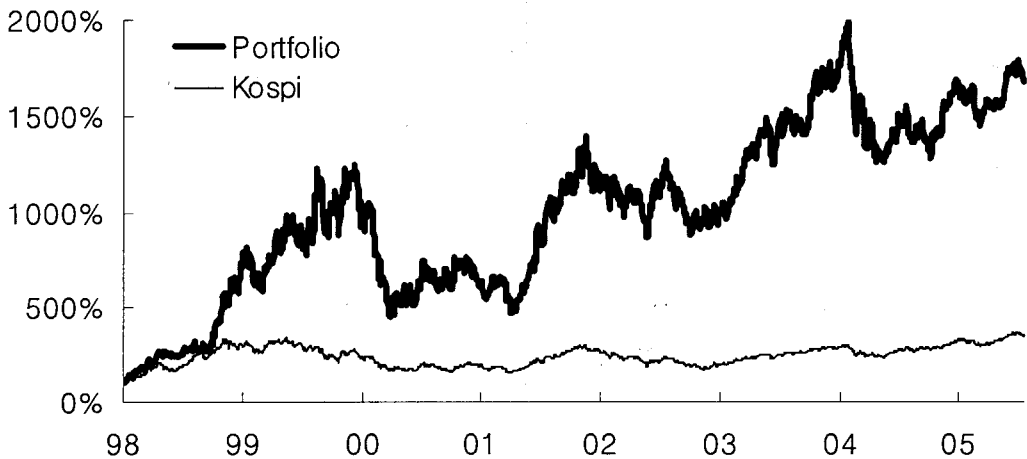
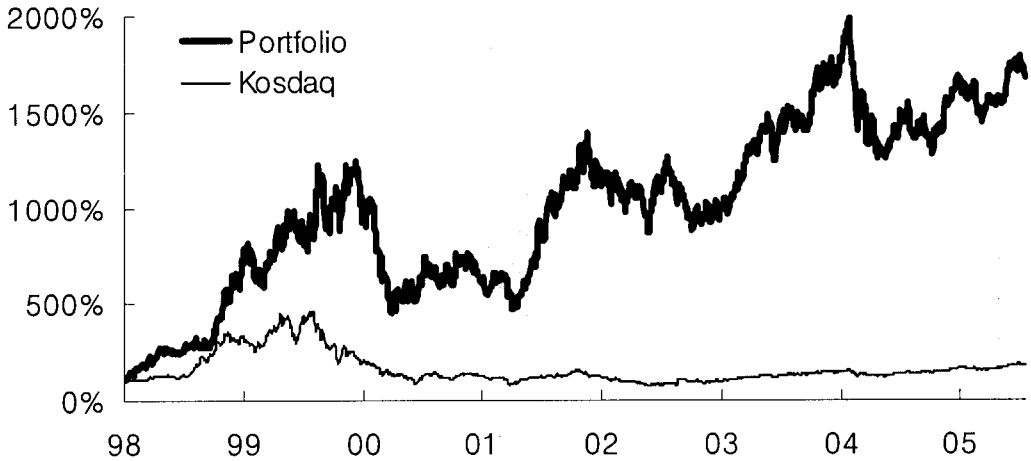


그림2) KCSI 상위 20% 로 구성된 포트폴리오와 코스닥 지수의 수익률



선정된 종목과 포트폴리오의 운영에는 KCSI 지수 이외의 전혀 다른 변수가 고려되지 않았다. 고객만족도가 주가수익에 긍정적인 영향을 미친다고 결론 내릴 수 있으며, 가설은 채택되었다. 이 같은 높은 수익률의 원인이 고객만족도 이외의 다른 요인이 있을 것이라는 반박이 있을 수 있다. 그러나 선행연구에서 살펴본 바와 같이 기존의 문헌에서 이론적인 틀을 제공하였음을 고려해야 한다. 또한 많은 전문적인 주식 분석가들, 펀드매니저들이 시장보다 높은 수익을 올릴 수 있는 주식을 선정하고, 시장을 지속적으로 이길 수 있는 포트폴리오를 운영하려 노력하고 있지만 현실적으로 시장을 지속적으로 이기는 수익을 창출하는 것은 매우 힘들다는 점 역시 고려할 때 위의 결과는 많은 함축점을 준다고 할 수 있다.

4장 결론 및 시사점

제 1절 연구결과의 요약 및 시사점

많은 기업들이 고객 서비스 및 고객을 기업경영에서 가장 중요한 요소로 인식하고 있고 이를 통해 기업의 경쟁 우위와 기업의 영속성을 달성하고자 하고 있다.(최정환 이유재 2001) 이는 고객만족이 그만큼 중요하다는 것을 뜻한다.

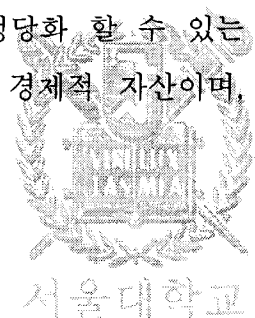
논문의 결론을 요약하면,

첫째, 고객만족도는 기업의 시장가치에 유의미한 정(+)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 이는 고객만족도가 한 기업의 경제적인 자산(economic asset)임을 말해준다. 고객만족도가 높은 기업은 무형이지만 기업 가치에 중대한 영향을 주는 자산(고객 자산)을 확보했다고 할 수 있다. 따라서 기업의 가치를 고려할 때 고객만족도를 중요시 해야 하며, 회계나 재무지표 산정 시 이 같은 고객 자산의 가치를 반영하는 것도 역시 고려할 필요가 있는 것으로 보인다.

둘째, 고객만족도는 주식 시장에서도 투자이익으로 전환될 수 있는 것으로 보인다. 고객만족도가 높은 기업은 높은 고객 자산을 확보했다고 할 수 있으며, 이는 기업가치를 높인다. 이 같은 기업에 투자하는 것은 투자이익을 거둘 수 있는 것으로 보인다.

결국 고객만족은 기업의 경제적 실익에 영향을 미치며, 이는 기업의 시장가치의 상승으로 이어질 수 있고, 투자자들에게도 상당한 수익을 거두게 할 수 있다.

이 연구의 결과는 기업과 투자자들 모두에게 의미 있는 시사점을 제공한다. 기업의 마케팅 매니저들에게 고객관계의 들이는 비용을 정당화 할 수 있는 근거를 제시했다. 만족한 고객들은 기업의 의미 있는 경제적 자산이며,



가치 창출의 근본이자 성장의 척도이다. 따라서 고객관계형성을 위한 비용 지출은 그 지출을 넘어서는 수익을 창출할 수 있다. 투자자들과 주식분석가들은 고객만족이 높은 기업들이 가치창출이 높으며, 또한 안정된 현금흐름을 바탕으로 경제적인 실적을 낼 수 있다는 것에 주목해야 할 것이다.

제 2절 연구의 한계 및 향후 연구과제

본 논문과 관련하여 수행 과정 상에서의 연구의 한계점과 보다 발전적인 연구 성과를 위한 향후 과제를 제시하면 다음과 같다.

우선, 연구 대상의 기간과 연구 대상의 범위를 넓힐 필요가 있다고 보여진다. 연구의 범위가 1998년부터 2002년까지로 최근 7년간만으로 한정되어 비교적 중단기적인 기간만을 분석하였기에, 보다 장기적인 관점에서의 유효성을 파악하지 못했다. 또한 금융 산업등이 제외되었기 때문에 좀더 넓은 범위의 연구가 필요하다고 할 수 있다.

두 번째로 포트폴리오 연구의 추가 보충이 필요하다고 보여진다. 선행연구에서의 이론적인 배경이 탁월한 수익률을 일정부분 설명해준다. 그러나 논문의 결과를 좀더 엄밀하게 검증하는 많은 보충연구가 필요하다고 보여진다.

이 같은 한계점에도 불구하고, 고객만족도가 기업의 시장가치와 기업의 주식가격, 더 나아가서 투자 이익으로 이어질 수 있다는 논의를 촉발하였다는 것에 이 연구의 의의가 있다고 할 수 있다.

참고문헌

- 김건우(1996). "고객만족과 기업성과와의 관계" 고객만족 경영연구 1(1).1-24
- 박상준, 김현철(2003) "고객만족 지수와 기업성과" 마케팅연구, 18(2),19-50
- 박정식, 박종원 조재호(2001). 현대 재무관리 6판 서울, 다산출판사.
- 이유재(1997) " 고객만족형성과정의 제품과 서비스간 차이에 대한 연구"
소비자학연구,8(1) 101-118.
- 이유재(2000). "고객만족 연구에 관한 종합적 고찰." 소비자학 연구11(2).
139-166.
- 이유재, 이창림(2006) 고객만족이 기업의 수익과 가치에 미치는 영향 마케팅
연구 제 21권 제 2호 2006년 6월 (85-113).
- 이유재, 이창림(2005), " 전환비용의 선행 요인 및 결과변수에 대한 연구:
서비스 가입형태의 조절효과를 중심으로" 마케팅 연구. 20(3), 1-28.
- 윤창훈(2003), 경영분석., 서울, 진양사.
- 전인수, 김현정(205), " ROCSI: 고객만족 투자 과연 효과 있는가?" 마케팅
연구 ,20(3) 65-84.
- 최정환, 이유재(2001), 죽은 CRM, 살아있는 CRM서울, 한연.
- Aaker, David A. and Robert Jacobson (1994), "The Financial Information
Content of Perceived Quality," Journal of Marketing Research, 31
(May), 191-201.
- Anderson, Eugene W. (1996), "Customer Satisfaction and Price
Tolerance," Marketing Letters, 7 (3), 19-30.
- Anderson, Claes Fornell, and Donald R. Lehmann (1994), "Customer
Satisfaction, Market Share, and Profitability: Findings from Sweden,"
Journal of Marketing, 58 (July), 53-66.
- Anderson, Claes Fornell, and Sanal K. Mazvancheryl (2004), "Customer



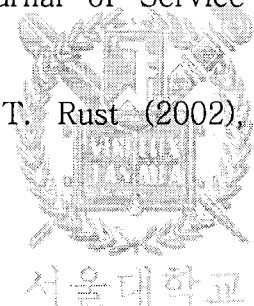
- Satisfaction and Shareholder Value,” *Journal of Marketing*, 68 (October), 172–85.
- Anderson, Claes Fornell, and Roland T. Rust (1997), “Customer Satisfaction, Productivity, and Profitability: Differences Between Goods and Services,” *Marketing Science*, 16 (2), 129–45.
- Anderson and Mary W. Sullivan (1993), “The Antecedents and Consequences of Customer Satisfaction for Firms,” *Marketing Science*, 12 (2), 125–43.
- Banz, R. (1981), “The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks,” *Journal of Financial Economics*, 9(March), 3–18.
- Barclay, M.J. and R.H. Litzenberger (1988), “Announcement Effects of New Equity Issues and Use of Intraday Price Data,” *Journal of Financial Economics*, 21 (1), 71–99.
- Barth, M.E. and M.E. McNichols (1994), “Estimation and Market Valuation of Environmental Liabilities Relating to Superfund Sites,” *Journal of Accounting Research*, 32 (Special Issue), 177–209.
- Bell, David, John Deighton, Werner J. Reinartz, Ronald T. Rust, and Gordon Swartz (2002), “Seven Barriers to Customer Equity Management,” *Journal of Service Research*, 5 (1), 77–85.
- Berger, Paul D., Ruth N. Bolton, Douglas Bowman, Elten Briggs, V. Kumar, A. Parasuraman, and Creed Terry (2002), “Marketing Actions and the Value of Customer Assets: A Framework for Customer Asset Management,” *Journal of Service Research*, 5 (1), 39–54.
- Bernard, V.L. and J.K. Thomas (1989), “Post-Earnings Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium,” *Journal of Accounting Research*, 27, 1–36.



- Blattberg, Robert C. and John Deighton (1996), "Manage Marketing by the Customer Equity Test," *Harvard Business Review*, 74 (July–August), 136–44.
- Bolton, Ruth N. (1998), "A Dynamic Model of the Duration of the Customer's Relationship with a Continuous Service Provider: The Role of Satisfaction," *Marketing Science*, 17 (1), 45–65.
- Bolton, P.K. Kannan, and Matthew D. Bramlett (2000), "Implications of Loyalty Program Membership and Service Experiences for Customer Retention and Value," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 28 (1), 95–108.
- Bolton, Katherine N. Lemon, and Peter C. Verhoef (2004), "The Theoretical Underpinnings of Customer Asset Management: A Framework and Propositions for Future Research," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 32 (July), 271–92.
- Bursk, Edward C. (1966), "View Your Customers as Investments," *Harvard Business Review*, 44 (May–June), 91–94.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47(2), 427–65.
- (Claes Fornell, Sunil Mithas, Forrest V. Morgeson III, & M.S. Krishnan "Customer Satisfaction and Stock Prices: High returns, Low risk" (*Journal of marketing*, Jan, 2006, Vol. 70).
- Fornell, Claes (1992), "A National Customer Satisfaction Barometer: The Swedish Experience," *Journal of Marketing*, 56 (January), 6–22.
- Fornell, Claes (1995), "The Quality of Economic Output: Empirical Generalizations About Its Distribution and Relationship to Market Share," *Marketing Science*, 14 (3), G203–G211.



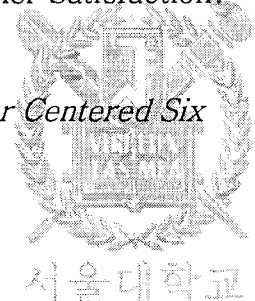
- Fornell, Claes (2001), "The Science of Satisfaction," *Harvard Business Review*, 79 (March), 120-21.
- Fornell, Claes, Michael D. Johnson, Eugene W. Anderson, Jaesung Cha, and Barbara Everitt Bryant (1996), "The American Customer Satisfaction Index: Nature, Purpose, and Findings," *Journal of Marketing*, 60 (October), 7-18.
- Fornell, Claes and Birger Wernerfelt (1987), "Defensive Marketing Strategy by Customer Complaint Management: A Theoretical Analysis," *Journal of Marketing Research*, 24 (November), 337-46.
- Fornell, Claes (1988), "A Model for Customer Complaint Management," *Marketing Science*, 7 (Summer), 271-86.
- Garvin, David A. (1988), *Managing Quality: The Strategic and Competitive Edge*. New York: The Free Press.
- Gruca, Thomas and Lopo Rego (2005), "Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value," *Journal of Marketing*, 69 (July), 115-30.
- Gupta, Sunil, Donald R. Lehmann, and Jennifer Ames Stuart (2004), "Valuing Customers," *Journal of Marketing Research*, 41 (February), 7-18.
- Heskett, J.L., W.E. Sasser Jr., and L.A. Schlesinger (1997), *The Service Profit Chain: How Leading Companies Link Profit and Growth to Loyalty, Satisfaction and Value*. New York: The Free Press.
- Hogan, John E., Donald R. Lehmann, Maria Merino, Rajendra K. Srivastava, Jacquelyn S. Thomas, and Peter C. Verhoef (2002), "Linking Customer Assets to Financial Performance," *Journal of Service Research*, 5 (1), 26-38.
- Hogan, John E., Katherine N. Lemon, and Ronald T. Rust (2002),



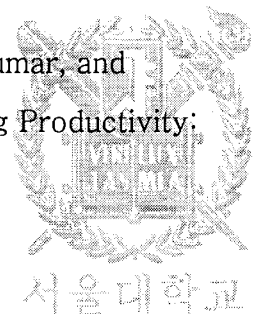
- “Customer Equity Management: Charting New Directions for the Future of Marketing,” *Journal of Service Research*, 5 (1), 4–12.
- Ittner, C.D. and D.F. Larcker (1996), “Measuring the Impact of Quality Initiatives on Firm Financial Performance,” in *Advances in the Management of Organizational Quality*, Vol.1, Soumen Ghosh and Donald Fedor, eds. Greenwich, CT: JAI.
- Ittner, C.D. and D.F. Larcker (1998), “Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction,” *Journal of Accounting Research*, 36 (Supplement), 1–35.
- Ittner, C.D. and D.F. Larcker (2003), “Coming Up Short on Non-Financial Performance Measurement,” *Harvard Business Review*, (November), 88–95.
- Jackson, Barbara Bund (1985), *Winning and Keeping Industrial Customers: The Dynamics of Customer Relationships*. Lexington, MA: Lexington Books.
- Jones, Thomas O. and W. Earl Sasser (1995), “Why Satisfied Customers Defect,” *Harvard Business Review*, 73 (November–December), 88–100.
- Keller, Kevin L. (1993), “Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer-Based Brand Equity,” *Journal of Marketing*, 57 (January), 1–22.
- Krishnan, M.S., Venkat Ramaswamy, Mary C. Meyer, and Paul Damien (1999), “Customer Satisfaction for Financial Services: The Role of Products, Services, and Information Technology,” *Management Science*, 45 (9), 1194–1209.
- Lambert, Richard A. (1998), “Customer Satisfaction and Future Financial



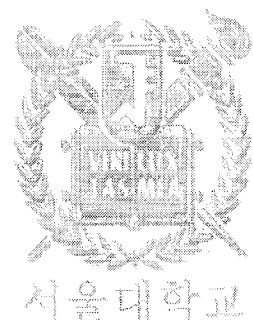
- Performance: Discussion of ‘Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Empirical Analysis of Customer Satisfaction,’” *Journal of Accounting Research*, 36 (Supplement), 37–46.
- Landsman, W. (1986), “An Empirical Investigation of Pension Fund Property Rights,” *Accounting Review*, 61 (4), 662–91.
- Lyon, John D., Brad M. Barber, and Chih-Ling Tsai (1999), “Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns,” *Journal of Finance*, 54 (1), 165–201.
- McGeehan, Patrick (2001), “Market Place: Study Questions Advice from Brokerage Firms,” *The New York Times*, (May29), C4.
- McWilliams, Abigail and Donald Siegel (1997), “Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues,” *Academy of Management Journal*, 40 (3), 626–57.
- Mithas, Sunil, Joni L. Jones, and Will Mitchell (2004), “Determinants of Governance Choice in Business-to-Business Electronic Markets: An Empirical Analysis,” working paper, Ross School of Business, University of Michigan.
- Mithas, M.S. Krishnan, and Claes Fornell (2005a), “Effect of Information Technology Investments on Customer Satisfaction: Theory and Evidence,” working paper, Ross School of Business, University of Michigan.
- Mithas, M.S. Krishnan, and Claes Fornell (2005b), “Why Do Customer Relationship Management Applications Affect Customer Satisfaction?” *Journal of Marketing*, 69 (October), 201–209.
- Naumann, Earl and Steven H. Hoisington (2001), *Customer Centered Six*



- Sigma: Linking Customers, Process Improvement, and Financial Results*. Milwaukee: ASQ Quality Press.
- Penman, Stephen H. and Xiao-Jun Zhang (2001), "Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns," *The Accounting Review*, 77 (2), 237-64.
- Prahalad, C.K., M.S. Krishnan, and Sunil Mithas (2002), "Customer Relationships: The Technology Customer Disconnect," *Optimize*, (December), (accessed March 15, 2005), [available at <http://www.optimize.com/issue/014/customer.htm>].
- Reichheld, Frederick F. and W. Earl Sasser Jr. (1990), "Zero Defections: Quality Comes to Services," *Harvard Business Review*, 68 (September-October), 105-111.
- Reichheld and T. Teal (1996), *The Loyalty Effect: The Hidden Force Behind Growth, Profits, and Lasting Value*. Boston: Harvard Business School Press.
- Reinartz, Werner J. and V. Kumar (2000), "On the Profitability of Long-Life Customers in a Noncontractual Setting: An Empirical Investigation and Implications for Marketing," *Journal of Marketing*, 64 (October), 17-35.
- Reinartz, Werner J. and V. Kumar (2002), "The Mismanagement of Customer Loyalty," *Harvard Business Review*, 80 (July), 86-94.
- Reinganum, R.M. (1981), "Misspecification of the Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Values," *Journal of Financial Economics*, 12 (March), 89-104.
- Rust, Roland T., Tim Ambler, Gregory S. Carpenter, V. Kumar, and Rajendra K. Srivastava (2004), "Measuring Marketing Productivity:



- Current Knowledge and Future Directions,” *Journal of Marketing*, 68 (October), 76–89.
- Sambamurthy, V., Anandhi Bharadwaj, and Varun Grover (2003), “Shaping Agility Through Digital Options: Reconceptualizing the Role of Information Technology in Contemporary Firms,” *MIS Quarterly*, 27 (2), 237–63.
- Shiller, Robert J. (2000), *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Srinivasan, Raji and Christine Moorman (2005), “Strategic Firm Commitments and Rewards for Customer Relationship Management in Online Retailing,” *Journal of Marketing*, 69 (October), 193–200.
- Srivastava, Rajendra K., Tasadduq A. Shervani, and Liam Fahey (1998), “Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis,” *Journal of Marketing*, 62 (January), 2–18.
- Venkatesan, R. and V. Kumar (2004), “A Customer Lifetime Value Framework for Customer Selection and Resource Allocation Strategy,” *Journal of Marketing*, 68 (October), 106–125.
- Wayland, Robert E. and Paul E. Cole (1997), *Customer Connections: New Strategies for Growth*. Boston: Harvard Business School Press.



Abstract

Customer satisfaction and market value of firms

Yoon Park

Marketing, College of Business Administration

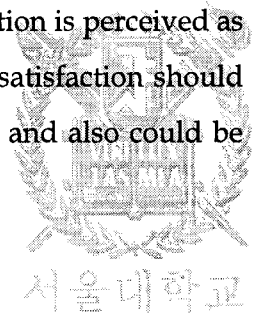
The Graduate School

Seoul National University

The study is basically focused on the verification of mutual correlation between customer satisfaction and the market value of firms and the finding of the implication of investment strategy based on the customer satisfaction, by constructing investment portfolio based on the customer satisfaction index and comparing it with the overall market return.

In study 1, the customer satisfaction was quantified as Korea Customer Satisfaction Index (KCSI) presented annually by KMAC) and then demonstrated the correlation between produced KCSI and market capitalization of firms with multiple regression analysis. In study 2, a portfolio was designed based on the KCSI and the performance of the portfolio was back tested for 6 years, which confirmed that the return of the portfolio exceeded the return of the market.

As a result, the most important findings led by the study are epitomized as follows. Firstly, customer satisfaction was identified to have positive impact on the market capitalization of firms. It means customer satisfaction is perceived as economic asset of firms by the market. Therefore customer satisfaction should be seriously considered for the purpose of valuation of firms and also could be



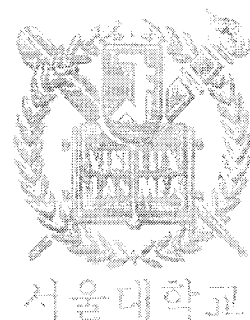
considered to be included in the financial statements for the accounting purpose. Secondly, customer satisfaction can be counted into investment profit in the stock market. Therefore investors should consider investing in the firms with higher customer satisfaction.

The findings of this study offer significant suggestions to the both firms and investors. It provides marketing managers with reasonable and justifiable ground for the expenses in regard to customer relations. Satisfied customers are the economic assets for firms. They are the significant sources of firms in creating value and the parameter of the growth. The expenses for customer relations can be led to create more profits beyond the expenses. Investors and analysts should note that the firms with higher customer satisfaction create higher value and make higher economic performance with stable net cash flows.

.....

**Key Word: customer satisfaction, market value of firms, investment return, KCSI,
customer asset**

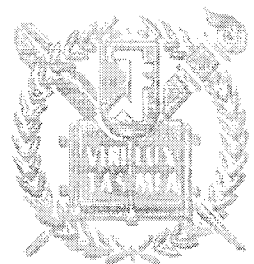
학 번 : 2005-20661



감사의 글

본 논문을 작성하는데 너무나도 소중한 가르침과 격려의 말씀을 아끼지 않으신 김병도 교수님을 비롯하여, 항상 믿고 도와주시는 가족들 - 아버지, 어머니, 오빠- 깊이 감사드립니다. 많은 도움을 주고 즐거움을 나눴던 고마운 친구들 - 현, 은, 수, 성, 승, 희, 영, 혜, 철, 민, 훈, 연, 정, 빈, 석, 진, 경, 호, 홍, 손- 그리고 선배님들과 동료들께도 감사드립니다.

2007. 1. 박 윤



서울대학교