

The Effect of ESG Performance Feedback on the Internal and External Search Behaviors of Firms*

ESG 성과 피드백이 기업의 내부적과 외부적 탐색 행동에 미치는 영향

Tae Young Park(First Author)

Yonsei University

(john.taeyoungpark@yonsei.ac.kr)

Yong Suhk Pak(Corresponding Author)

(Yonsei University, School of Business)

(yspak@yonsei.ac.kr)

.....

This study explores the effects of performance feedback—the discrepancy between aspiration and actual performance—regarding ESG metrics and how they relate to firms’ internal (R&D) and external (acquisition) search behaviors. According to the behavior theory of the firm (BTOF), firms evaluate their performance based on their aspiration levels, and choose their subsequent behavior according to the discrepancy between their actual performance and aspiration. ESG metrics performance has become a prominent pillar in firm evaluation in recent years, and their effects on firm behavior as well as interaction with financial performances have gone largely unstudied. With a sample of 254 publicly listed firms from U.S. materials and energy industry from 2017 to 2021, we find that as the firm ESG performance rises above its aspiration level, it engages in both internal and external search activities. However, firms’ financial performance negatively moderates the relationship between positive ESG performance feedback and internal and external search activities. Results and future research directions on the effects of ESG on firms’ strategic responses are further discussed at the end of the manuscript.

Key Words: ESG, Performance feedback, Internal search, External search, Firm behavior

.....

1. 서론

조직학습 이론(organizational learning)과 기업 행동론(behavioral theory of the firm)에 따르면 기업은 지속적으로 급변하는 환경에 적응하고 경쟁 우위를 선점하기 위해 가지고 있는 역량을 활용

(exploitation) 하거나, 새로운 기술, 제품, 활동을 탐구(exploration)해왔다(March, 1991; Greve, 2008; Katila & Ahuja, 2002). 조직학습 이론과 기업 행동론에서 흔히 언급되는 성과 피드백(performance feedback)에 의하면, 기업은 스스로 받아들일 수 있는 최소한의 열망 수준(aspiration level)과 자신의 실제 성과를 비교 평가하고, 그 결과에 따라 외부 자

Submission Date: 08. 03. 2022

Revised Date: (1st: 08. 30. 2022)

Accepted Date: 09. 14. 2022

* This work was supported by the 'BK21 FOUR (Fostering Outstanding Universities for Research)' in 2022

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

원, 자본, 인력, 또는 기회를 탐색하는 행동이 달라진다(Cyert & March, 1963; Bromiley, 1991; Lant, 1992; Levinthal & March, 1981). 기업의 열망 수준은 자신의 과거 성과, 그리고 비슷한 외부자들--경쟁자, 파트너 등과 같은 산업내 기업들(similar others)의 성과에 따라 결정된다(Levinthal & March, 1981; March & Simon, 1958; Cyert & March, 1963; Lant, 1992). 따라서 기업은 현재 성과가 자신의 과거 성과와 외부 기업들의 성과보다 높기를 열망한다. 성과 피드백 이론에 따르면 현재 성과가 열망 수준보다 낮은 기업들은 그 실패를 만회하기 위해 '문제해결적 탐색(problemistic search)'을 진행한다(Cyert & March, 1963; Iyer & Miller, 2008; Greve, 1998). 열망 수준보다 성과가 낮은 기업은 문제해결적 탐색에 기반해 낮은 성과를 만회하고자 인수합병, 혁신, 다각화, 모방 등 다양한 활동을 수행한다(Chen & Miller, 2007; Greve, 1998, 2007; Cyert & March, 1963). 반면 열망 수준보다 성과가 높은 기업들은 변화와 탐색을 꺼려할 수도 있지만, 높은 성과로 인한 자신감 상승과 자원 확보를 바탕으로 실험적인 슬랙 탐색 활동(slack search)을 진행하기도 한다(Cyert & March, 1963; Levinthal & March, 1981; March & Simon, 1958; Lant, 1992). 그러나, 전통적으로 조직학습 이론과 기업행동이론에서 진행되어 왔던 선행 연구에서는 대부분 성과 피드백의 '성과'를 재무적 성과로 측정했고, 이러한 재무적 성과와 열망한 성과 간의 차이를 기준으로 기업이 취하는 다양한 행동과 전략을 분석하는데 집중했다(e.g. Greve, 2007; Iyer & Miller, 2008; Chen & Miller, 2007; Choi et al., 2019). 그러나, 오늘날에는 기업의 재무적 성과뿐 아니라 재무제표에 포함되지 않는 '비(非)재무적' 성과에 대한 관심이 커지

고 있다(Drempetic et al., 2020; Mardini, 2022; Abdi et al., 2022). 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 의미하는 ESG는 가장 대표적인 비(非)재무적 지표로, 기업 외에도 다양한 조직에서 활용되면서 대중적인 관심을 얻고 있다(Drempetic et al., 2020; Mardini, 2022). 이러한 대중적인 관심에도 불구하고 조직학습이론과 기업행동이론 분야 선행연구에서는 기업의 비재무적 성과가 기업 행동에 미치는 영향에 대해서는 고려하지 않았고, 경영학계에선 ESG 성과를 중시하긴 했으나 기업의 재무적 성과와의 관계 측면에서만 선행연구가 진행되어 왔다(e.g. Fatemi et al., 2018; Coleman, 2011; Kim et al., 2021; Abdi et al., 2022; Aouadi et al., 2018).

ESG는 재무적인 관점을 떠나 환경보호, 사회문제 해결, 지배구조 개선을 통해 추구하는 지속 가능한 가치를 대표하는 지표다(Kim et al., 2021). 최근 들어 ESG는 투자자들에게 높은 관심을 끌고 있을 뿐만 아니라, 미국 회계감사기관(U.S. Government Accountability Office)같은 다양한 기관에서도 기업 평가를 위한 항목 중 하나로 사용되고 있다(Kim et al., 2021). 2011년부터 지속적으로 활동범위를 넓힌 Sustainability Accounting Standards Board (SASB), 임팩트 투자 산업의 성장과 같이 경영 분야에서 지속가능성을 추구하는 새로운 트렌드가 형성되고 있는 것을 볼 수 있다(Kim et al., 2021; Abdi et al., 2022; Aouadi et al., 2018; Mardini, 2022). 즉, 이제는 기업 입장에서 매출, 영업이익, 주가와 같은 재무적 성과 뿐 만 아니라, ESG와 같은 비재무적 성과에도 상당한 관심을 기울일 필요가 있다(Kim et al., 2021; Abdi et al., 2022; Aouadi et al., 2018). ESG성과는 재무적 성과가 표현하지 못하는 다양한 정보를 공유하고, 재무적 성과와는 다

른 성질을 갖고 있다(Abdi et al., 2022). 재무 성과가 기업이 주주들에게 얼마나 많은 이익을 창출해주는지를 보여준다면, ESG성과는 기업이 이해관계자들에게 얼마나 많은 가치를 창출해주는지를 보여준다(Kim et al, 2021; Aouadi et al, 2018). 이렇게 출발점이 다른 두가지 성과 지표는 당연히 기업 자체에 미치는 효과도 다를 수 밖에 없다. 이러한 새로운 맥락 속에서 조직학습과 기업행동이론 학계에선 물론, 경영학계에서도 ESG와 같은 비재무적 성과 지표가 기업 행동에 미치는 영향에 대한 연구는 충분하지 않다. 또한 경영학계에서 주로 다루는 ESG 연구주제 마저도 대부분 ESG 성과와 기업 가치, 재무적 성과의 관계에 특화되어있고, 이 연구들의 결과 또한 다양하다(e.g. Mardini, 2022; Friede et al, 2015; Huang, 2021; Linnenluecke, 2022; Park & Han, 2021). 나아가 ESG 성과와 재무 성과의 관계에 대한 연구는 굉장히 다양한 맥락 속에서 진행되었고, 이들을 대표하는 경영 시스템, 이해관계자의 참여 같은 맥락적인 변수들의 영향도 함께 연구되었다(Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Ortas et al, 2019; Linnenluecke, 2022). 결과적으로 경영학계에서 ESG성과와 재무 성과의 관계에 대한 연구는 많이 진행되었지만, ESG성과와 열망 수준의 차이에 기반한 피드백이 기업의 행동에 미치는 영향에 대한 연구는 찾기 어렵다. 또한, 기업 평가에서 재무 성과 다음으로 높은 기여를 하는 비재무적성과가 서로 기업의 탐색 행동에 미치는 상호작용 효과에 대한 연구 마저도 찾아보기 어렵다. 최근 기업 평가와 투자 결정에 재무 성과와 ESG와 같은 비재무적 성과 모두 영향을 미치는 트렌드를 고려했을 때, 두 요인이 함께 기업 행동에 미치는 영향에 대한 연구는 필수적인 것으로 보인다.

성과 피드백 연구분야에서 기업의 다양한 탐색 행동

을 다루왔는데, 대표적으로 지식기반이론(knowledge-based theory)을 통해 기업의 탐색 활동을 분석한다. 이에 따르면 기업들은 성과 피드백 결과를 통해서 결국 자신의 지식을 향상시킬 방법을 탐색한다(March & Simon, 1958; Iyer & Miller, 2008; Chen & Miller, 2007; Choi et al, 2019; Cheng et al, 2022). 기업의 다양한 지식 탐색 활동 중 성과 피드백과 기업 행동 간의 관계를 심도 깊게 탐구하기 위해선 기업 행동을 임의적으로 한가지에 초점을 맞추는 것 보다 행동 범주를 상위 개념으로 나누어 연구를 진행할 필요가 있다(Posen et al, 2018; Cheng et al, 2022). 지식기반이론의 선행 연구에 따르면, 대표적으로 학자들은 조직의 지식 개발 방법과 지식 탐색 방법을 각각 내부적(internal)과 외부적(external)으로 나누어 연구를 진행하였다(e.g. Cockburn & Henderson, 1998; Arora & Gambardella, 1990; Cassiman & Veugelers, 2006). 내부적 지식 개발은 기업이 직접 내부적으로 자원을 투자하여 인적자원 교육, 현재 제품 개선, 신제품 개발 등의 활동을 진행하는 것이고, 외부적 지식 탐색은 지식 원천을 인수합병, 인적자원 고용, 아웃소싱 등을 활용해 기업외부에서 이전해 오는 것을 의미한다(Cassiman & Veugelers, 2006; Berchicci & Tucci, 2010). 선행연구에서 기업은 내외부적 활동을 동시에 진행을 하는 것으로 밝혀졌고, 이러한 내부 지식 자원의 개발(exploitation)과 외부 지식의 탐색(exploration) 중 한 쪽만 강조하기보단 양쪽 모두를 추구하는 것의 중요성을 강조하고 있다(Levinthal & March, 1993; Cohen & Levinthal, 1990). 따라서, 기업행동이론과 조직학습의 연구에서도 하나의 탐색 활동을 연구하는 것 보다 위 두 종류의 탐색 활동을 모두 연구하는 것이 필수적인 것이다. 특히 경영학 분야에서 비재무적 성과가 내부

지식 개발과 외부지식 탐색에 미치는 영향에 대한 선행연구가 부족한 만큼 해당 분야에 대한 이해도를 증진시킬 수 있을 것이다.

이에 따라 본 연구는 경영학계에 3가지 기여점이 있다. 첫째, 본 연구는 기업행동과 조직학습 분야에서 관심을 받지 않았던 비재무적 성과, 즉 ESG 성과 피드백과 기업 탐색 행동간의 관계를 탐구할 예정이다. ESG 평가 지표가 대중화된 오늘날에 기업들은 확실히 자신의 ESG 성과를 명확히 인지하고 있고, 외부 이해관계자들의 관심을 받고 있다(Drempetic et al, 2020; Kim et al, 2021). 이에 따라 최근 ESG와 같은 비재무적 성과가 주요 기업 평가 요인이 된 현대 경영세계에서 ESG 성과와 기업 행동에 집중한 연구는 이해관계자 경영이론 뿐 아니라 기업 행동과 조직학습 관점에서 기업 자체에 대한 이해도를 높이고 관련 이론을 확장해 나갈 수 있을 것이다.

둘째, 본 연구는 기업의 탐색 활동을 임의적으로 한 활동에 초점을 맞추기 보다 내·외부적으로 나누어 ESG 성과와 재무적 성과가 목적과 기능이 다른 두 방향의 탐색에 어떤 영향을 미치는지 탐구한다. 기존 성과 피드백 선행연구는 한가지의 탐색 활동에만 집중하여 활동의 장단점과 기능적인 맥락에 대해선 고려하지 않았다(Posen et al, 2018; Cheng et al, 2022). 본 연구는 기업의 탐색 활동을 내부적과 외부적 활동으로 분류하여 ESG 성과가 서로 다른 맥락과 특징을 가진 탐색 활동에 어떤 영향을 미치는지 탐구한다. 이를 통해 기업행동이론 연구에 더욱 포괄적인 관점을 제공하고 ESG가 기업에 미치는 영향에 대해서도 이해도를 높일 수 있다.

마지막으로 본 연구는 전통적으로 진행되어 온 ESG 성과와 재무적 성과 간의 관계만 탐구하는 이론적 틀에서 벗어나 두가지 유형의 성과가 탐색 행동에 미치는 상호작용 효과를 보고자 한다. ESG 성과는 재

무적 성과 만큼이나 현대 경영 평가와 투자 과정에 큰 영향을 주고, 다양한 기관들로 인해 사회에 표준화되고 일반화되고 있다(e.g. Kim et al, 2019; Wong et al, 2021). 결과적으로 더 이상 기업의 성과를 기반한 연구를 진행할 때 둘 중 하나를 제외할 수 없는 시대가 왔다. 따라서 본 연구는 두 성과 지표의 상호작용 효과를 탐구하며, 두 성과가 기업 행동에 어떤 영향을 미치는지 알아보하고자 한다.

II. 문헌연구 및 가설도출

2.1 ESG의 대중화와 기업에 영향

ESG라는 개념은 1970년대에 대중화된 “지속가능금융(sustainable finance)”이라는 개념에서 관심을 받았고, 엑슨 발데즈(Exxon Valdez) 및 셸(Shell)의 기름유출 사건을 통해서 대중들의 관심이 지속적으로 증가하였다. 이러한 흐름에 따라 UN은 2006년에 책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, PRI) 1을 발표하면서, 기업의 책임을 비롯해 투자와 평가 기준을 바꾸는 방식으로 기업경영의 혁신을 불러일으키는 것을 언급하였다. 특히 최근에 ESG가 대중과 다양한 조직에게 급격히 관심을 끌게 된 계기는 심각한 기후변화의 우려와 COVID-19 같은 자연사회적 재앙 사이에서 기업이 산출하는 다양한 외부효과(externality), 가치(value)를 측정하고 공공에게 알릴 수 있는 투명성(transparency)을 요구하는 글로벌 시민들의 니즈 확대일 것으로 예상된다(Dabija et al, 2019; Gazzola et al, 2020; Bulut et al, 2017).

UN의 책임투자 원칙 보고서 발표와 2015년에 발

표한 Sustainable Development Goals를 토대로 서론에서 언급한 다양한 ESG Rating에 특화된 기관들이 기업들의 ESG 성과를 측정하고 기업들은 그 결과를 대중들에게 알리기 시작했다. 이로 인해 기업의 ESG 성과는 투자 의사결정의 핵심기준으로 고려되기 시작하고, 실제로 블랙락(BlackRock) 같은 세계 최대 규모의 자산운용사도 화력, 석탄, 삼림벌채 등을 통해서 매출을 올리는 기업들을 투자 대상에서 제외하겠다고 발표하기도 했다(BlackRock, 2020). 한국에서도 한국기업지배구조원, 서스틴베스트와 같은 다양한 ESG 성과 평가 기관이 설립되기 시작했고, 많은 컨설팅 기업들 또한 ESG 성과 평가 체계를 개발해 투자자들의 의사결정에 도움을 주고 있다(Kim et al, 2021). ESG 성과 측정이 활발해짐에 따라 많은 국제 기관들이 ESG 성과를 의무적으로 공개하는 방향으로 변화해 가고 있다.

ESG 성과의 영향력은 선행연구에서도 나타난다. ESG 성과 지표는 재무회계 성과 지표로 표현할 수 없는 다양한 정보를 제공한다. 앞서 언급한 바와 같이 투명성과 가시성을 제공함으로써 ESG 성과가 기업이 경험하는 재정적 제약(financial constraint)을 완화시킬 수 있는 요인 중 하나다(Kim et al, 2021; Wong et al, 2021). 투명성과 가시성의 중요성은 경영학에서 흔히 언급되는 투자자와 피투자자 간의 복잡한 관계에서 보이는 정보 비대칭성(information asymmetry)을 완화시키는 것에서 볼 수 있다(Williamson, 1979; Zhang et al, 2022; Banerjee et al, 2020). 정보 비대칭성으로 투자자들이 피투자자를 정확히 평가하는 것이 어려워지고, 그로 인해 피투자자들은 편당을 받는 것이 어려워진다(Zhang et al, 2022). 실질적으로 ESG 정보와 재무회계 정보의 취합 과정이 다르기 때문에 ESG 정보는 재무회계 지표로 나타나지 않는

정보를 공유한다(Li et al, 2018). 예를 들어 ESG 성과는 제조 기술, 원자재 납품 과정, 규제 기관들과의 관계에 대한 중요한 정보를 제공하며, 기업의 장기 계획 전략을 평가하는 데도 높은 인사이트를 제공한다(Van Duuren et al, 2016; Li et al, 2018). ESG 성과 지표는 주로 제 3자 기관에서 평가되고, 투자자들에게 피투자기업에 대한 재무적 지표에 더해 추가적인 정보를 주는 역할을 한다(Zhang et al, 2022). 또한 높은 ESG 성과 지표는 투자자 관점에서 포트폴리오를 다각화할 뿐만 아니라, 피투자자 관점에서 이익을 포기하지 않으면서도 윤리적 경영을 실행하고, 지속가능한 방법으로 기업의 위기를 모면할 가능성이 높다는 것을 보여준다(Pedersen et al, 2020; Zhang et al, 2022). 결과적으로 ESG 성과 지표는 투자자와 피투자자 간의 정보 비대칭성을 낮춤으로써 피투자기업의 재정적 제약을 완화시키는 중요한 요인 중 하나로 거듭났다고 볼 수 있다.

또한 제도이론(institutional theory) 관점에서 ESG지표가 기업과 관계를 맺고 있는 이해관계자들에게 정당성(legitimacy)을 향상시킨다는 연구도 진행되었다(Brown & Deegan, 1998; Cho & Patten, 2007). UN, Global Reporting Initiative (GRI), International Integrated Reporting Council(IIRC, 2013, 2014) 같은 기관에서 ESG 지표를 포함시키고, ESG 지표 보고화를 사회적으로 표준화하고 일반화하면서 기업들은 ESG 지표 보고를 준수해야 한다는 모방(mimetic) 심리와 강압적(coercive) 압박을 느끼게 되었다(Reber et al, 2022; Hahn & Kuhnen, 2013). ESG 성과가 높은 기업들은 평균 이상의 리스크 관리 시스템이 구축되어 있다고 밝혀졌고, 결과적으로 이러한 기업들은 비윤리적인 경영을 수행할 확률이 낮다고

나타났다(Galbreath, 2013). 따라서 ESG 성과가 높은 기업들은 ESG 성과가 낮은 기업에 비해 정당성을 낮출 수 있는 산업 사고, 사기, 부패 사건들이 적다는 것이다. Reber et al.(2022)은 미국의 신규 상장(initial public offering)을 거친 기업들의 ESG 성과와 변동성(volatility), 위험성(risk)의 부정적인 관계를 발견했고, 이를 토대로 ESG 성과로 인한 정당성의 향상을 설명해냈다.

ESG로 인한 정당성의 향상은 네트워크 이론으로도 설명될 수 있다(Branco & Rodrigues, 2006). ESG의 시발점은 이해관계자 이론이다. Post et al. (2002, p.8)에 따르면, 기업의 이해관계자는 기업의 가치 창출 능력과 활동에 기여하는 개인과 기관으로, 이들은 기업을 통해 이익을 보거나 리스크를 부담한다. ESG는 이해관계자에 대한 사회적 책임을 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance)로 표현한 것으로, 기업이 이해관계자들에게 어떤 가치를 제공하고, 어떤 비용을 감소시키는지 보여주는 지표이다(Branco & Rodrigues, 2006; Fatemi et al, 2018). 투자자, 직원, 고객, 시장 파트너 같은 이해관계자는 기업이 창출하는 다양한 외부효과(externalities)에 영향을 받고, 기업으로부터 받는 이익과 피해가 달라진다(Branco & Rodrigues, 2006). ESG 지표 향상으로 이해관계자들의 이익과 가치를 증가시킴으로써 기업은 다양한 이해관계자들과 깊은 신뢰 관계를 형성할 수 있다는 것이다(Branco & Rodrigues, 2006). 신뢰로 형성된 네트워크는 네트워크 내에서도 다양한 혜택을 제공한다(Granovetter, 1985; Powell, 1990). 네트워크를 통해서 정치적 연계, 인적 자원, 지식 이전 같은 다양한 자원을 얻을 수 있으며, 이러한 관계에 기반한 자본을 사회적 자본이라고도 한다(social capital) (Branco & Rodrigues, 2006). ESG 성

과는 기업이 사회적으로 표준화된 윤리경영 지표를 준수한다는 시그널을 주며, 지역사회 간의 유대감 형성, 투자 기회 확대뿐만 아니라 계약 협상에도 상당히 긍정적인 효과를 보인다(Fombrun et al, 2000; Branco & Rodrigues, 2006).

2.2 성과 피드백

기업은 그들이 이론 실제 성과를 그들이 열망하는 성과 수준과 비교하여 성과 피드백의 과정을 실행한다(Cyert & March, 1963). 이는 주로 연속적인 특성을 가진 성과 지표를 성공과 실패로 이분법화하고 단순화시키기 위함이다(March & Simon, 1958). 따라서, 기업의 행동은 그들이 열망하는 성과와 실제 성과의 차이에 의해 조정되고 결정된다(Cyert & March, 1963; Greve, 1998). 조직의 행동 변화는 리스크가 따르는 결정이지만(Lopes, 1987; Thaler & Johnson, 1980; Greve, 1998), 선행연구는 조직이 열망했던 성과 수준 또는 그 이상의 성과를 거두지 못했을 때 위험을 더욱 감수하는 경향이 있다는 것을 보여준다(Lant & Montgomery, 1987; Wehrung, 1989; Greve, 1998).

선행연구에서는 주로 열망 성과 수준을 사회적, 역사적(social, historical aspiration) 두 가지로 나누었다(Cyert & March, 1963; Levinthal & March, 1981; Lant, 1992; Greve, 1998). 사회적 비교 이론에 뿌리를 둔 사회적 열망 수준은 기업이 자신의 성과를 다른 기업들의 성과와 비교하기 위해 사용하는 기준으로 정의할 수 있다(Festinger, 1954; Cyert & March, 1963; Greve, 1998; Greve, 2003a). 사회적 비교 대상을 선정하는 기준은 비숙한 규모, 산업, 지리적 근접성, 생산 방법, 시장 등으로 구성되고, 기업이 견제하는 비교대상 기업들을 참

조 그룹(reference group)이라고도 한다(Haveman, 1993; Baum & Dahlin, 2007). 역사적 열망 수준은 기업이 과거에 획득한 성과 이력으로 정의할 수 있다(Cyert & March, 1963; Levinthal & March, 1981; Greve, 1998). 따라서 기업은 자신의 과거 성과에 현재 성과를 비교하여 현재 성과를 성공 혹은 실패로 지정한다(Greve, 1998).

일반적으로, 열망 수준과 관련된 조직의 반응과 조정은 열망 성과와 실제 성과 수준 사이의 차이, 그리고 조직의 목표 자체가 충족되는지에 따라 달라질 수 있다(Greve, 1998, 2003a; Baum & Ingram, 1998; Chen & Miller, 2007). 기업은 열망 수준의 성과를 충족하지 못한 경우 성과를 회복하는 방법을 모색하기 위해 리스크를 더욱 허용하며 문제해결적 탐색(problemistic search)을 진행하게 된다(Cyert & March, 1968; Singh, 1986; Levitt & March, 1988; Bromiley, 1991; Lant, 1992; Greve, 2003a). 또한 실제 성과가 열망 수준에 미치지 못한 경우, 기업은 기존 루틴, 자원, 능력 등에 의문이 제기할 수 있고 이를 통해서 기업의 탐색 및 조직 변화를 주도한다(Levitt & March, 1988). 반면에 실제 성과가 열망 성과보다 높은 결과를 보였을 때, 기업은 주로 그 성과를 유지하기 위해 탐색 활동과 조직적 변화를 꺼려한다(Levitt & March, 1988; Cyert & March, 1968; Bromiley, 1991; Lant, 1992; Greve, 2003a). 그러나 이에 대한 반대의 결과 역시 선행연구를 통해 밝혀졌다. 열망한 수준보다 높은 성과가 나왔을 경우, 기업은 자신감이 높아지고 성공으로 인해 확보한 많은 자원들을 더욱 자유롭게 사용하게 되고, 리스크를 감안할 수 있는 여력이 커지면서 슬랙 탐색(slack search)을 실행하기도 한다(Antonelli, 1989; Nohria & Gulati, 1996; Singh 1986). 슬랙 자원이란 기업 내에서

활용되지 않아 남아도는 자원을 의미한다(Levinthal & March, 1981; Chen & Miller, 2007). 슬랙 탐색이란 기업이 슬랙 자원을 통해 새로운 기술을 개발하거나, 예측불가능한 미래를 대비하기 위해 외부 지식을 탐구하는 것을 의미한다(Chen & Miller, 2007; Greve, 2008; Milliken & Lant, 1991). 높은 성과로 인해 자원이 증가한 기업들은 그 자원을 활용하여 다양한 실험적인 활동이 가능해지고, 기업이 느끼는 재정적 여유 때문에 더욱 쉽게 탐색 활동에 투자할 수 있다(Chen & Miller, 2007; Iyer & Miller, 2008).

성과 피드백과 다양한 기업 행동과의 관계를 탐구한 선행연구들이 존재한다(e.g. Choi et al, 2019; Greve, 1998; Iyer & Miller, 2008; Jiang & Holburn, 2018; Klueter & Monteiro, 2017; Xie et al, 2019; Ref & Shapira, 2017; Mazzelli et al, 2019; Rudy & Johnson, 2016; Souder & Bromiley, 2012; Wang & Lou, 2020). 하지만 거의 대부분의 연구들이 기업의 행동 관점에서 진행됐으며, 기업의 성과 측면에선 재무적 성과를 다뤘다. 물론, 선행연구의 데이터와 연구 산업에 따라서 특정 산업 내의 핵심 성과 지표(key performance indicator)를 통하여 성과를 탐구한 연구들도 있지만, ESG 지표처럼 표준화된 비재무지표를 주요 성과로 표현한 연구는 상당히 드물다(Greve, 2008; Souder & Bromiley, 2012; Chen & Miller, 2007; Baum et al, 2005; Baum & Dahlin, 2007).

2.3 내부적 탐색과 외부적 탐색

지식기반이론은 지식이 기업이 지닌 자원 중 가장 전략적으로 유의미한 자원이라는 것을 강조한다(Grant,

1996; Kogut & Zander, 1992). 기업은 주로 지식을 쌓기 위해 내부적으로 연구개발 활동을 진행하며, 현재 제품을 개선하거나 신제품과 신기술을 개발하기도 한다(Cassiman & Veugelers, 2006). 반면 기업들은 외부에서 활용 가능한 지식을 가져와 내부화 하기도 한다(Cassiman & Veugelers, 2006; Arora & Gambardella, 1990; Cockburn & Henderson, 1998). 기업이 이렇듯 두가지 지식 향상 방법을 동시에 활용하는 것을 보면 두가지 방법엔 어느 정도의 상보성(complementarity)이 존재한다는 것을 알 수 있다(Cassiman & Veugelers, 2006). Cohen & Levinthal(1989)도 기업의 흡수 역량을 서술하면서 기업이 외부 지식을 찾고 내부화 하려면 기업 내 축적된 사전 지식이 중요하다고 서술하고 있다.

선행연구에서 가장 대표적인 내부적 탐색활동으로 연구되어 온 것은 바로 기업의 연구개발 활동이다(in-house R&D) (Cassiman & Veugelers, 2006; Cohen & Levinthal, 1989; Cheng et al, 2022; Chen & Miller, 2007). 특히 기업의 연구개발 강도와 집중도는 다양한 종속변수에 미치는 영향으로 연구되어 왔다. 전통적으로 기업의 연구개발 활동은 기업이 내부적으로 지식을 향상시킴으로써 혁신, 외부 지식 내부화, 신제품 개발, 제품 개선, 그리고 인적자원 교육과 같은 기업 역량으로 이전되는 활동으로 정리되어 왔다(Arora & Gambardella, 1994; Cohen & Levinthal, 1989; Cassiman & Veugelers, 2006). 또한 연구개발은 기업이 내부적으로 투자를 하여 지식을 확장하는 행동이기 때문에 상당히 성과가 불확실하고 과정이 장기적이라는 특성을 지니고 있다(Cassiman & Veugelers, 2006; Veugelers & Cassiman, 1999).

외부적 탐색 활동은 다양한 연구개발 아웃소싱,

외부 인력 고용, 라이선싱 등 다양한 활동이 연구되어 왔지만, 가장 대표적인 것은 바로 인수합병이다(Cassiman & Veugelers, 2006; Iyer & Miller, 2008). 인수합병은 기업이 외부 기업을 흡수함으로써 피인수 기업의 지식과 기술을 인수 기업으로 내부화시키는 것을 의미한다(Iyer & Chen, 2008). 인수합병을 통해 기업은 다양한 지식을 얻을 수 있다(Delios & Beamish, 1999; Shimizu et al, 2004). 예를 들어 산업, 기술, 시장, 해외 국가 관련 지식 등 다양한 지식을 인수합병을 통해 내부화 시키고 해당 기업 자신의 지식을 향상할 수 있다(Luo & Tung, 2007; Buckley et al, 2016; Junni et al, 2015). 내부적 연구개발과는 달리, 인수합병은 외부 기업을 흡수하는 것이기 때문에 과정적인 측면에서 연구개발보다 더 빨리 성과를 관찰할 수 있다. 하지만 인수기업과 피인수 기업의 조직 문화 차이, 소통 방식, 그리고 구성원의 커리어에 미치는 영향 등의 요소들이 인수합병을 실패하게 만들기도 한다(Schweiger & Denisi, 1991; Hambrick & Cannella, 1993; Larsson & Lubatkin, 2001).

2.4 가설 도출

2.4.1 ESG 성과 피드백과 탐색 활동

ESG 성과 피드백은 기업의 탐색 활동에 재무적 성과 피드백과는 사뭇 다른 효과를 미칠 것으로 예상된다. 전통적으로 재무적 성과 피드백은 실제 성과가 열망했던 수준 보다 낮게 나왔을 때 기업이 진행하는 문제적 탐색 활동에 많은 관심을 두고 있다(Cyert & March, 1968; Singh, 1986; Levitt & March, 1988; Bromiley, 1991; Lant, 1992; Greve, 2003a). 재무적 성과가 열망했던 수준 보다

낮으면 실제로 재무적 손실이 일어나고, 계속 손실이 일어나면 언젠가는 파산할 위험이 크다. 따라서 실패를 경험하면 더욱 리스크를 감안하고 성과를 다시 올릴 수 있는 방법을 탐색하기 마련이다(Greve, 2003a; Bromiley, 1991). 하지만 ESG 성과는 오히려 다를 수 있다. ESG 성과가 열망했던 레벨보다 낮다고 해서 기업에게 직접적인 재무적인 손실이 있기 보단, 오히려 투자 받을 기회를 놓치거나 기업 이미지가 하락하는 등 간접적인 영향이 있기 때문에 기업 입장에선 선불리 리스크가 많은 탐색 활동을 하지 않으려 할 수 있다. 마찬가지로 열망했던 수준보다 높은 ESG 성과는 기업에게 외부 투자를 받을 기회를 확대하고 기업 이미지를 올려 줄 수 있으며 기업의 재정적 제약을 완화시킬 수 있기 때문에 기업에게 더 많은 여유를 제공해 슬랙 탐색(slack search)을 이끌어낼 것으로 보인다.

연구개발은 신제품, 신기술 개발, 시장 확장을 위해 기업이 내부적으로 자원을 투자함으로써 흡수 역량(absorptive capacity)을 향상시키는 가장 보편적이고 보수적인 탐색 활동 중 하나다(Cohen & Levinthal, 1989). 기업이 열망했던 성과보다 낮은 ESG 성과는 재무적 손실과 직접적인 연관이 있다고 보기 어렵기 때문에 기업은 굳이 큰 리스크를 감안한 탐색 활동을 하지 않을 것이다. 또한 기업이 열망했던 수준보다 ESG 성과가 높았을 때, 기업의 재정적 제약이 완화되고, 외부 투자의 기회가 생김으로써 더욱 슬랙 탐색 활동에 참여하게 될 것이다. 또한, 앞서 언급한 것처럼 ESG 성과는 사회적 자본과 같은 다양한 무형자산을 기업 내부로 가져오게 되면서 기업은 이 무형자산들을 활용하려는 방법을 찾기 위해 내부적 연구개발 활동을 진행할 수 있다.

또 하나의 탐색 행동 중 하나는 인수합병이다. 선행 연구에 따르면 기업은 인수합병을 통해 지식 기반

자산을 얻고자 한다(Delios & Beamish, 1999; Iyer & Miller, 2008). 인수합병은 기업이 외부의 지식, 자산, 기술 등을 비교적 저렴하게 내부화할 수 있는 전략이지만, 인수는 기업이 외부 기업을 흡수함으로써 생기는 정보 비대칭성과 합병 후 내부화 과정의 어려움으로 인해 내부적으로 신기술이나 신제품을 개발하는 것보다 큰 리스크가 따른다(Iyer & Miller, 2008; Cheng et al, 2022). 따라서, 리스크가 높은 인수합병이 이뤄지면 기업은 열망 수준보다 낮은 ESG 성과가 도출됐을 때 상황을 더욱 회피하게 되고, 굳이 외부 지식을 불러들이면서까지 ESG 성과를 올릴 필요를 느끼지는 못할 것이다. 하지만 ESG 성과가 열망 수준보다 높은 결과가 나왔다면 이는 다양한 재정적 제약을 완화할 수 있는 기회이자, 다양한 투자와 다각화로 기업의 전략적 우위까지 높일 수 있는 여유를 갖게 된다. 인수합병도 앞서 언급한 것과 같이, ESG 지표를 통하여 이해관계자에게 정당성과 기업 이미지를 확보한 기업들은 자신의 네트워크 내에서도 높은 명성과 신뢰를 갖고 있을 확률이 크다(Branco & Rodrigues, 2006). 이러한 사회적 자본을 활용하여 자신이 속한 네트워크 내에서 외부적으로 지식을 확장하려고 할 것으로 예상된다. 따라서 가설 1과 2는 다음과 같이 설정하였다.

- 가설 1: 열망 수준보다 실제 ESG 성과가 높을 수록 기업의 연구개발 강도가 증가한다.
- 가설 2: 열망 수준보다 실제 ESG 성과가 높을 수록 기업의 인수합병 강도가 증가한다.

2.4.2 ESG 성과 피드백과 재무 성과의 조절효과

ESG와 같은 비재무적 성과 지표가 오늘날 아무리

대중화되었다고 해도, 경영학과 조직학은 본질적으로 기업의 재무 성과와 자원적인 요소들을 배제할 수는 없다. 또한 다양한 선행 연구들도 기업의 슬랙 자원(slack resource)을 강조하며, 기업은 슬랙 자원을 통해서 지속가능경영, 다각화 전략, 탐색 활동 등 다양한 전략적 선택에 참여하게 된다(Cupertino et al, 2022). 물론 전통적으로 경영학 연구는 기업의 재무 성과와 슬랙 자원의 관계에 대해 진행되어 왔지만, 지속가능경영, CSR 연구들이 등장하면서 슬랙 자원, 재무성과, 비재무성과 간의 관계를 광장히 밀접하게 바라보는 선행 연구들 또한 볼 수 있다(e.g. Cupertino et al, 2022; Leyva-de la Hiz et al, 2019). 따라서, 기업의 탐색 행동을 분석할 때에도 기업의 재무 성과와 비재무성과의 상호작용 효과에 집중할 필요가 있다.

대표적으로 성과 피드백 선행연구는 성과가 열망 수준보다 올라 갈수록 더욱 리스크를 피하고 성과를 잃지 않기 위해 진행해왔던 행동을 계속 진행한다고 한다(Cyert & March, 1963; Levinthal & March, 1981; March & Shapira, 1987). 이 현상은 주로 기업이 기대했던 수준보다 성과가 상당히 높고, 그 결과로 인해 기업에 주어진 자원이 많아져서 기존에 진행해 온 행동들을 그대로 활용한다는 것이다(Chen & Miller, 2008; Iyer & Miller, 2007; Cyert & March, 1963; Levinthal & March, 1981). 그리고 또한 재무적 성과와 비재무적 성과가 모두 높으면 오히려 자원 차원에선 중복된 자원(redundant resource)이 생길 수도 있다(Cyert & March, 1963). 중복 자원은 기업 내부에 축적되는 불필요한 슬랙으로, 효율적으로 활용되고 있지 않는 자원들을 의미한다(Cyert & March, 1963). 이러한 중복 자원은 기업이 외부 지식을 가져오거나 신기술 개발에 투자하기 보단, 현재 효율적으로 사용되고 있지 않고 기

업 프로세스 내에 융합되지 않은 자원들을 활용하게 할 것이다. 연구개발은 기업이 내부적으로 투자를 하여 신기술이나 신제품을 개발하는 과정이고, 인수합병은 외부 기업을 인수하여 기업 내로 통합시키는 과정으로 위에 언급된 다양한 기업합병 관련 문제 요소 때문에 인수 기업 측면에서 감안해야 하는 리스크가 높다(Schweiger & Denisi, 1991; Larsson & Lubatkin, 2001). 또한, 인수합병은 새로운 기술과 지식을 가져올 수 있을 뿐만 아니라, 새로운 시장, 국제화, 다각화를 진행할 수 있는 방법이기도 하다(Buckley et al, 2016; Junni et al, 2015; Hennart & Park, 1993). 따라서 ESG 성과가 열망 성과보다 높고 재무 성과도 증가하면 기업은 이러한 두가지 성공 요인으로 인해 조직적 변화를 꺼려하고, 좋은 성과를 가져온 과정과 전략을 계속 유지하려고 할 것이다(March & Shapira, 1987; Levinthal & March, 1981). 또한 높은 재무 성과와 ESG 성과로 인해 기업 내에 굉장히 많은 중복된 슬랙 자원이 생길 가능성이 높아지고, 더욱 이 자원들을 기업 프로세스로 융합시키기 위해 탐색 활동을 줄이고 활용(exploitation) 활동을 증가시킬 확률이 높다(Cyert & March, 1963). 그래서 ESG 성과가 열망 수준 보다 높고, 재무 성과도 높은 기업들은 연구개발과 인수합병을 진행하지 않을 가능성이 클 것이다. 따라서 가설 3과 4는 다음과 같다.

가설 3: 기업의 재무성과가 증가할수록 ESG 성과 피드백이 연구개발 활동에 미치는 영향을 약화시킨다.

가설 4: 기업의 재무성과가 증가할수록 ESG 성과 피드백이 인수합병 활동에 미치는 영향을 약화시킨다.

III. 연구설계

3.1 표본 선정

본 연구는 다음과 같은 기준으로 데이터를 취합하였다. 먼저 2017년부터 2021년까지 미국 상장된 기업 중 글로벌산업분류기준, The Global Industry Classification Standard(GICS)내 소재산업(materials)과 에너지 산업에 포함되어 있는 모든 기업의 재무 정보를 수집하였다. 미국은 현재 ESG 지표 공개가 다양한 산업에서 표준화되어 있고, 또한 다양한 기관들이 기업들의 ESG성적을 평가하고 있다(Shakil, 2021). 따라서, ESG 성과는 미국 시장에서 면밀한 주목을 받고 있고, 지표의 공개가 일반화 되어있다. 또한 에너지와 소재산업은 세계적으로 소비가 증가하고 있고, 다양한 국제기관에서 지속가능경영, 사회적 책임, 윤리경영, 이해관계자 이론 관점에서 주목을 받고 있다(Litvinenko et al., 2022). 기업의 재무정보와 ESG 정보는 Thomson Reuters Refinitiv Eikon 데이터베이스에서 수집하였다. Eikon 데이터베이스는 굉장히 다양하고 포괄적인 기업 자료를 소집하고 있으며, 학계와 연구자들도 대중적으로 사용하고 있다(Shakil, 2021).

처음 자료를 수집했을 때엔 822개 기업이 표본으로 수집되었으나, 결측 값으로 인해 분석이 불가능한 기업들은 표본에서 제거한 뒤 최종 분석용 표본의 수는 254개의 기업으로 줄어들었다. 표본 기업의 세부 산업은 다음 <Table 1>과 같다.

3.2 변수측정

3.2.1 종속변수

1) 연구개발

본 연구는 기업의 연구개발 활동을 분석하기 위해 기업이 연구개발 활동에 사용한 총 비용을 도출하였다. Refinitiv Eikon 데이터베이스에서는 R&D expenditure로, 기업이 직접 Thomson Reuters에게 공개한 수치다.

2) 인수합병

인수합병 변수 또한 기업이 인수합병 활동에 사용한 총 비용을 도출하였다. 인수합병 비용 또한 Refinitiv Eikon에서 제공하는 자료로, 신뢰성이 높은 변수로 사용되고 있다(Shakil, 2021; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

<Table 1> 표본기업의 세부산업

산업	기업수
석유, 가스, 소모성 연료	114
화학	66
금속, 광업	48
컨테이너, 패키징	16
건축 자재	5
임산물	5

3.2.2 독립변수

1) ESG 성과

ESG 성과 또한 Refinitiv Eikon 데이터베이스에서 제공하는 점수를 사용하였다. Eikon은 68가지의 환경(Environmental), 62 가지의 사회(Social), 그리고 56가지의 지배구조(Corporate Governance) 지표를 사용하여 0에서 100까지의 최종 점수를 도출해낸다(Refinitiv Eikon Datastream, 2020b). Refinitiv Eikon의 ESG 측정 지표는 다양한 학계에서도 가장 신뢰도가 높은 지표로 거듭나면서 현재 가장 대표적으로 사용되고 있는 지표다(Shakil, 2021).

2) ESG 성과 피드백

ESG 성과 피드백은 선행연구에서 진행된 것과 같이 기업의 열망 수준과 기업의 실제 ESG 성과의 차이를 기반으로 스플라인 함수(spline function)를 사용하여 0을 기준으로 샘플을 두가지 변수로 나누었다(Greve, 2003b). 기업의 사회적 열망 수준은 기업이 속한 세부 산업의 ESG 성과의 평균으로도 출하였고, 그리고 역사적 열망 수준은 기업의 과거 ESG 성과의 exponentially weighted moving average를 사용하여 도출하였다. 구체적으로, 열망 수준을 구하는 수식은 다음과 같다.

$$HA_{it} = a_1 ESG_{t-1} + (1-a_1)HA_{t-1}$$

$$SA_{it} = \sum_{j \neq i} ESG_{jt} / (N-1)$$

$$A_{it} = a_2 HA_{t-1} + (1-a_2)SA_{it}$$

t 는 년도를 의미하고, i 와 j 는 기업을 의미한다. a_1 는 과거 ESG 성과에 부여한 가중치를 의미하며, 기업들이 얼마나 과거 ESG 성과에 비중을 두는지 보여준다(Baum & Dahlin, 2007). a_2 는 사회적

열망 수준(SA)와 역사적 열망 수준(HA)간 비중이 어떻게 분열되는지를 표현한다. A_{it} 는 기업의 사회적 열망 수준과 역사적 열망 수준을 융합한 수식이다. 본 연구는 선행연구를 따라서 가중치에 0 부터 1까지 0.1의 단계로 증가시켜 가장 log likelihood 가 높은 수치를 보았다(Schumacher et al, 2020; Jiang & Holburn, 2018). 본 표본에서 가장 모델핏이 높았던 가중치는 $a_1 = 0.6$, $a_2 = 0.3$ 으로 도출 되었다.

3.2.3 조절변수

1) 재무성과

기업의 재무성과는 기업의 총자산순이익율(Return on Assets - ROA)로 설정하였다. 총자산순이익율은 당기순이익을 총자산으로 산출하는 것으로, 기업 관점에서 자산을 수익 창출에 얼마나 효율적으로 사용하였는가를 나타내는 지표이다(Kwak & Park, 2021). 또한 총자산순이익율은 기업 간 비교가 용이하고(Greve, 2003b), 상대적으로 다른 재무적 성과와 달리 기업의 재무적 구조에 덜 민감하게 반응한다(Park, 2007). 그리고 성과 피드백 선행연구에서도 가장 대표적으로 사용된 지표이다(Greve, 2003b; Chen & Miller, 2007; Posen et al, 2018; Cheng et al, 2022) ROA 또한 Refinitiv Eikon 데이터베이스에서 제공되는 자료로, 당기순이익/총자산으로 설정되었다.

3.2.4 통제변수

1) 기업규모

기업의 규모가 종속변수에 주는 영향을 통제하기 위해 기업의 총 직원 수에 자연 로그를 씌워 측정하였다.

2) 기업연령
기업의 연령을 통제하기 위해 분석연도-기업의 설립연도의 차이를 측정하였다.

3) 무형자산
기업의 무형자산이 탐색 활동에 미치는 영향을 통제하기 위해 Refinitiv Eikon에서 Intangible Asset 자료를 도출하였다.

4) 당기순이익
기업의 당기순이익이 탐색 활동에 미치는 영향을 통제하기 위해 Refinitiv Eikon에서 Net income 자료를 도출하였다.

3.3 모델설정

본 연구자료는 패널 데이터의 특징을 가지고 있다. 패널 데이터는 기업 간의 단면적 차이와 각 기업 내의 시간적 변화를 제공할 수 있다. 가설을 검증하기 전, 고정효과 모델과 랜덤효과 모델을 선정하기 위해 하우스만 검증 (Hausman Test)를 진행했다.

하우스만 검증 결과는 $p < .001$ 차원에서 유의했고, 결과를 통하여 널가설을 기각함으로써 본 연구의 회귀 분석 모델을 고정효과 패널 회귀 모델로 설정하였다.

IV. 결과

4.1 기술통계

기술통계 결과와 변수들 간의 상관관계는 <Table 2>에서 볼 수 있다. 결과와 같이 상관계수가 높은 변수들은 거의 없었지만, 무형자산과 연구개발 비용의 상관관계가 가장 높았다. 하지만 variance inflation factor(VIF) 검증을 통해서 VIF 수치가 2를 넘어가지 않았으므로 다중공산성 문제는 발견되지 않았다.

4.2 회귀분석 결과

회귀분석 결과는 <Table 3>과 <Table 4>에서 볼 수 있다. 우선 <Table 3>의 모델 2의 결과를 보면,

<Table 2> 기술 통계 결과

	평균	표준편차	기업규모	당기순이익	ESG 성과	인수 합병	연구 개발	무형 자산	총자산순이익율	기업 연령	ESG > 0
기업규모	6912	12650	1								
당기순이익	2.22E+08	2.06E+09	0.261	1							
ESG 성과	37.21	19.93	0.471	0.104	1						
인수합병	2.86E+08	1.31E+09	0.156	0.059	0.147	1					
연구개발비	1.42E+08	3.11E+08	0.621	0.178	0.294	0.032	1				
무형자산	1.15E+10	3.18E+10	0.644	0.341	0.254	0.229	0.758	1			
총자산순이익율	-0.008	0.228	0.098	0.178	0.096	0.027	0.034	0.038	1		
기업연령	26.99	30.01	0.276	0.112	0.197	0.047	0.263	0.214	0.102	1	
ESG > 0	3.891	7.095	0.379	0.098	0.844	0.216	0.287	0.297	0.044	0.192	1

〈Table 3〉 연구개발 회귀분석 결과 (Fixed Effects)

Variables	Model 1	Model 2	Model 3
당기순이익	-0.02* (0.011)	-0.024** (0.011)	-0.009 (0.087)
무형자산	0.333** (0.103)	0.323*** (0.101)	0.287* (0.101)
기업규모	-0.066 (0.081)	-0.096 (0.08)	-0.078 (0.082)
기업연령	0.078 (0.075)	0.078 (0.082)	0.063 (0.082)
총자산순이익율	-0.03 (0.111)	-0.04 (0.11)	0.08 (0.111)
ESG 성과 (열망수준 이하)		0.001 (0.002)	0.001 (0.002)
ESG 성과 (열망수준 이상)		0.012*** (0.004)	0.015*** (0.004)
ESG (열망수준이상)*총자산순이익율			-0.108*** (0.026)
Constant	-0.23 (0.829)	-0.381 (0.909)	-3.75 (4.22)
Observations	456	456	456
수정 R ²	0.61	0.63	0.63

***: $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

ESG 성과(열망 수준 이상)는 $p < .001$ 수준에서 유의한 결과가 도출되었고, 기호도 가설 1에서 예측한 방향으로 도출되어 가설 1은 지지되었다. 즉, ESG 성과가 열망했던 수준보다 증가할수록 더욱 연구개발 활동에 참여한다는 결과를 보이고 있다.

〈Table 4〉에서는 ESG 성과가 인수합병 비용에 미치는 결과를 보여주고 있다. 이 결과도 마찬가지로 ESG 성과(열망 수준 이상)는 정(+)의 영향을 미치고 있고, $p < .01$ 수준에서 유의한 결과가 도출되었으므로 가설 2가 지지되었다. 즉, ESG 성과가 열망했던 수준보다 증가할수록 더욱 인수합병에 많이 투자한다는 결과를 보이고 있다.

연구개발의 조절 효과 분석의 결과를 보면, 〈Table 3〉 모델 3에서 볼 수 있다. ESG 성과(열망 수준 이상)와 총자산순이익율의 조절 효과의 결과는 $p < .001$ 수준에서 유의하고 부정(-)적인 방향을 보이며 가설 3이 지지되었다. 즉, 재무 성과가 증가하고 열망수준보다 높은 ESG 성과가 연구개발 활동에 미치는 영향이 줄어든다는 것이다.

인수합병 비용의 조절 효과 분석의 결과를 보면, 〈Table 4〉에서의 모델 3에서 볼 수 있다. ESG 성과(열망 수준 이상)와 총자산순이익율의 조절 효과가 부정적(-)인 방향으로 $p < .1$ 수준에서 부분적으로 유의미한 결과를 보였다. 가설 4가 지지되었고,

〈Table 4〉 인수합병 회귀분석 결과 (Fixed Effects)

Variables	Model 1	Model 2	Model 3
당기순이익	0.333*** (0.078)	0.3*** (0.011)	0.363*** (0.086)
무형자산	2.345*** (0.285)	2.338*** (0.282)	2.312*** (0.281)
기업규모	-1.065*** (0.205)	-1.143*** (0.203)	-1.14*** (0.203)
기업연령	0.196 (0.318)	0.326 (0.316)	0.284 (0.316)
총자산순이익율	-0.486 (0.498)	-0.04 (0.11)	-0.195 (0.511)
ESG 성과 (열망수준 이하)		0.006 (0.006)	0.006 (0.006)
ESG 성과 (열망수준 이상)		0.039*** (0.011)	0.043*** (0.012)
ESG (열망수준이상)*총자산순이익율			-0.167* (0.1)
Constant	-0.369 (0.928)	-0.967 (0.934)	-0.849 (0.934)
Observations	456	456	456
수정 R ²	0.17	0.19	0.19

***: $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

기업의 재무 성과가 커질수록 열망 수준보다 높은 ESG 성과가 인수합병에 미치는 정적인 영향을 감소시킨다는 것이다.

V. 결론

5.1 연구요약

본 논문은 흔히 기업행동과 조직학습 학계에서 진행해온 성과 피드백 연구와 달리 ESG 성과 관점으

로 기업의 탐색 활동을 탐구하였다. 특히, 본 논문은 높은 ESG 성과가 불러오는 슬랙 자원, 정당성, 그리고 사회적 자본을 기반으로 ESG 성과가 열망수준보다 증가할수록 기업은 탐색 활동을 더욱 활발하게 진행할 것이라고 주장하였다. 그리고 본 연구는 기존 연구와는 달리 기업의 비재무적 성과와 재무적 성과가 탐색 활동에 미치는 상호작용 효과를 검토하였고, 탐색 활동을 내부적, 외부적으로 나누어 기업의 연구개발, 그리고 인수합병 활동에 미치는 영향을 도출하였다. 실증분석을 위해 본 연구는 254개의 기업에 대한 장기적 자료를 도출하여 분석에 활용하였다. 결론적으로 기업이 열망했던 수준보다 ESG

성고가 높을수록 내부적 탐색과 외부적 탐색 활동에 투자하는 결과가 도출되었다. 즉, 이 결과는 좋은 ESG 성과는 기업의 투자 기회를 확대하고 자원적 제약을 완화시켜 기업이 확보할 수 있는 긍정적인 기회를 더욱 조명하는 결과가 될 수 있다. 실무계에서도 높은 ESG 성과가 불러오는 이득과 기업의 탐색 행동 간의 관계에서 많은 인사이트를 얻을 수 있고, ESG 성과로 인한 슬랙 탐색으로 기업의 전략적, 재무적, 그리고 비재무적 우위를 향상시킬 기회가 될 수 있다.

ESG 성과 피드백과 기업의 재무 성과의 조절 효과 분석에서도 흥미로운 결과가 나왔다. 본연구 결과에 따르면, 기업은 재무 성과가 증가할수록 ESG 성과에서부터 오는 탐색 행동을 감소시킨다. 이 결과는 ESG 성과와 재무 성과가 둘 다 우수할 때에는 오히려 탐색 활동을 꺼려하고 기업의 현 자원을 활용하는 exploitation 전략을 선호할 수도 있다고 본다. 향후 연구에서도 ESG 성과 피드백이 탐색 활동 뿐 아니라 다른 다양한 전략적 선택에 미치는 영향에 대한 분석도 필요하다.

선행 연구에 따르면 기업은 열망하는 수준보다 성과가 높을 때 더욱 높은 리스크를 감안하려 하는 성향이 있다(Cyert & March, 1963; Iyer & Miller, 2008; Chen & Miller, 2007). 이 점은 ESG 성과 피드백과 탐색 활동만 고려했을 때 본 연구에서 가설 1과 2의 입증으로 확인되었다. 그러나, 기업의 재무 성과가 증가할수록 열망수준보다 높은 ESG 성과가 내부적 탐색과 외부적 탐색에 미치는 영향을 감소하였다. 이 결과는 기업이 터득한 중복 슬랙 자원의 분류로 설명이 될 수 있을 가능성이 있다. 슬랙 자원은 대표적으로 흡수된 슬랙 자원, 흡수되지 않은 슬랙 자원 두가지로 나뉜다(Peng et al, 2010; Bourgeois, 1981). 흡수되지 않은 슬랙 자원은 아

직 기업 내에 융합되지 않고 사용하지 않고 있는 자원이며, 기업의 역량에 따라서 다양한 방향으로 활용 가능한 자원이다. 반면에 흡수된 슬랙 자원은 이미 기업 내에서 활용되고 있지만, 비효율적으로 활용되고 있거나 자원의 역량을 최대한 활용하지 못하고 있는 것을 의미한다(Cyert & March, 1963; Lu & Fang, 2013). 따라서, 열망 수준보다 높은 ESG 성과가 기업에게 어떤 슬랙 자원을 제공하는지도 고려를 해볼 필요가 있다. 또한 ESG 성과와 재무적 성과가 각각 어떤 슬랙 자원에게 영향을 미치는지를 고려해 볼 필요가 있으며, 이러한 것들이 ESG 성과와 재무적 성과, 그리고 기업의 행동의 관계를 설명할 수 있는 중요한 메커니즘이 될 것으로 보인다. 또한 기업의 구조적, 지배적 특징이 어떤 자원을 더욱 효과적으로 활용하는지도 ESG 성과와 탐색 활동 간의 관계를 더욱 자세히 설명해 줄 수 있을 것이다.

5.2. 한계점 및 향후 연구방향

본 연구의 크게 두 가지 한계를 가지고 있다. 첫째는 데이터의 한계점이다. Refinitiv Eikon 굉장히 유용한 데이터베이스이지만, 더욱 다양한 연구를 진행하기 위해 다양한 데이터 소스를 사용하여 더욱 완결된 데이터를 구축하는 것이 중요하다. 다양한 데이터 소스를 통해서 기업의 특징들을 더욱 정밀하게 표현할 수 있고, ESG 성과를 포함한 다양한 모델과 분석이 가능하다. 두번째 한계점은 본 연구가 오로지 미국의 기업을 대상으로 이루어졌다는 점이다. ESG를 비롯한 비재무적 성과, 지속가능경영, 이해관계자 이론은 세계적으로 관심을 얻고 있다. 또한 국가들의 비재무적 성과 측정방법도 다양할 뿐 더러, 국가마다 강조하는 ESG의 요인도 모두 다르다.

이 국가적, 사회적, 문화적 차이를 넘어서 연구가 가능한 방향이 필요하다. 평가 방법, 측정 방법이 국가의 제도에서 받는 영향, 소비자들의 환경적, 사회적 문제에 대한 인지도 등 국경을 뛰어넘어 이 분야에 대한 연구를 발전시킬 필요가 있다. 앞서 언급한 것과 같이 기업이 인식하는 리스크는 기업이 활동하는 맥락에 영향을 받을 가능성이 있다. 따라서, 향후 ESG 성과와 기업의 행동을 탐구하는 연구는 기업이 활동하고 있는 다양한 환경 변수들을 분석에 포함해야 한다.

또한 본 연구는 기업의 탐색 활동을 내부적과 외부적으로 나누어 연구개발과 인수합병 활동을 탐구했지만, 향후 연구는 기업의 활동 범위를 더욱 넓히고, 다양한 행동 방식들을 고려할 필요가 있다. Cheng et al.(2022)은 성과 피드백과 기업의 전략적 방향을 가치 창출(value creation)과 가치 도용(value appropriation)으로 나누어 연구를 진행했다. 이처럼 ESG성과와 기업의 전략적 지향성을 초점으로 한 연구도 기업행동이론과 조직학습이론을 확장시키는 것에 기여를 할 것으로 판단된다. 또한 기업의 활동을 본 연구와 같이 각각 나누어 연구하는 것 보단, Cheng et al.(2022)의 연구와 같이 두가지 활동을 하나의 변수로 계산하여, 전략적 방향(strategic orientation)으로 볼 필요가 있다. 그래서 기업이 두가지 활동 중에서 어떤 방향을 더욱 비교적으로 진행하는지 볼 수 있다. 다른 관점으로 보았을 때 기업의 다양한 맥락 아래 경영활동 중 연구개발과 인수합병은 상대적으로 리스크가 낮은 활동일 가능성도 존재한다. 예를 들어 다국적기업 관점에서는 해외 국가의 기업을 인수하는 것이 국내 기업을 인수하는 것보다 훨씬 리스크가 클 수 있다(Hennart & Park, 1993; Maekelburger et al, 2012). 이렇게 기업이 활동하는 다양한 맥락이 기업이 인식하는

리스크(perceived risk)에 영향을 줄 수 있고, 이러한 맥락적인 변수들도 향후 ESG성과와 기업 행동 연구에 포함되어야 한다.

참고문헌

- Abdi, Yaghoub, Li, and Càmara-Turull(2022), "Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: the moderating role of size and age," *Environment, Development and Sustainability*, 24(4), pp. 5052-5079.
- Al-Hiyari, A., and M. C. Kolsi(2021), "How do stock market participants value ESG performance? Evidence from Middle Eastern and North African Countries," *Global Business Review*, 09721509211001511.
- Ali, R., S.M. Nor, M.A. Naseem, M. Hasan, and M.I. Ahmad(2021), "The integration of conventional equity indices with environmental, social, and governance indices: evidence from emerging economies," *Sustainability*, 13(2), pp.676.
- Antonelli, C.(1989), "A failure-inducement model of research and development expenditure: Italian evidence from the early 1980s," *Journal of Economic Behavior & Organization*, 12 (2), pp.159-180.
- Aouadi, Amal, and Sylvain Marsat(2018), "Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data," *Journal of Business Ethics*, 151(4), pp.1027-1047.
- Arora, A., and A. Gambardella(1990), "Complementarity

- and external linkages: the strategies of the large firms in biotechnology," *The Journal of Industrial Economics*, pp.361-379.
- Banerjee, R., K. Gupta, and P. Mudalige.(2020), "Do environmentally sustainable practices lead to financially less constrained firms? International evidence," *International Review of Financial Analysis*, 68, pp.101337.
- Baum, J. A., and Dahlin, K. B.(2007), "Aspiration performance and railroads' patterns of learning from train wrecks and crashes," *Organization Science*, 18(3), pp.368-385.
- Baum, J. A., and Ingram, P. (1998), "Survival-enhancing learning in the Manhattan hotel industry," 1898-1980, *Management Science*, 44(7), pp.996-1016.
- Berchicci, L., and C. L. Tucci(2010), "There is more to market learning than gathering good information: The role of shared team values in radical product definition," *Journal of Product Innovation Management*, 27(7), pp. 972-990.
- Bhaskaran, R. K., I. W. K. Ting, S. K. Sukumaran, and S. D. Sumod(2020), "Environmental, social and governance initiatives and wealth creation for firms: an empirical examination," *Managerial and Decision Economics*, 41(5), pp.710-729.
- Billinger, S., K. Srikanth, N. Stieglitz, and T. R. Schumacher(2021), "Exploration and exploitation in complex search tasks: How feedback influences whether and where human agents search," *Strategic Management Journal*, 42 (2), pp.361-385.
- BlackRock(2020), "Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing."
- Bromiley, P.(1991), "Testing a causal model of corporate risk taking and performance," *Academy of Management Journal*, 34(1), pp.37-59.
- Brammer, S., G. Nardella, and I. Surdu(2021), "Defining and deterring corporate social irresponsibility: embracing the institutional complexity of international business", *Multi-national Business Review*, 29(3), pp.301-320.
- Bower, J. L., and C. G. Gilbert(2005), "A revised model of the resource allocation process," *From Resource Allocation to Strategy*, pp. 439-455.
- Branco, M. C., and L.L. Rodrigues(2006), "Corporate social responsibility and resource-based perspectives," *Journal of Business Ethics*, 69 (2), pp.111-132.
- Brown, N., and C. Deegan(1998), "The public disclosure of environmental performance information—a dual test of media agenda setting theory and legitimacy theory," *Accounting and Business Research*, 29(1), pp. 21-41.
- Buckley, P. J., S. Munjal, P. Enderwick, and N. Forsans(2016), "Cross-border acquisitions by Indian multinationals: Asset exploitation or asset augmentation?" *International Business Review*, 25(4) pp.986-996.
- Bulut, Zeki Atıl, Füsün Kökalan Çımrın, and Onur Doğan(2017), "Gender, generation and sustainable consumption: Exploring the behaviour of consumers from Izmir, Turkey," *International Journal of Consumer Studies*, 41(6), pp. 597-604.
- Cassiman, B., and Veugelers, R. (2006), "In search of complementarity in innovation strategy: Internal R&D and external knowledge acquisition," *Management Science*, 52(1), pp.

- 68-82.
- Chen, W. R., and K. D. Miller(2007), "Situational and institutional determinants of firms' R&D search intensity," *Strategic Management Journal*, 28(4), pp.369-381.
- Cheng, L., E. Xie, J. Fang, and N. Mei(2022), "Performance feedback and firms' relative strategic emphasis: The moderating effects of board independence and media coverage," *Journal of Business Research*, 139, pp.218-231.
- Cho, C. H., and D. M. Patten(2007), "The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note," *Accounting, Organizations and Society*, 32(7-8), pp.639-647.
- Choi, J., M. Rhee, and Y. C. Kim(2019), "Performance feedback and problemistic search: The moderating effects of managerial and board outsidersness," *Journal of Business Research*, 102, pp. 21-33.
- Cockburn, I. M. and R. M. Henderson(1998), "Absorptive capacity, coauthoring behavior, and the organization of research in drug discovery," *The Journal of Industrial Economics*, 46(2), pp.157-182.
- Cohen, W. M., and D. A. Levinthal(1990), "Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation," *Administrative Science Quarterly*, pp.128-152.
- Coleman, L. (2011), "Losses from failure of stakeholder sensitive processes: Financial consequences for large US companies from breakdowns in product, environmental, and accounting standards," *Journal of Business Ethics*, 98(2), pp.247-258.
- Cupertino, S., G. Vitale, and P. Taticchi(2022), "Interdependencies between financial and non-financial performances: a holistic and short-term analytical perspective," *International Journal of Productivity and Performance Management*.
- Cyert, R. M., and J. G. March(1963). *A behavioral theory of the firm* (Vol. 2, No. 4, pp. 169-187).
- Dabija, Dan-Cristian, B. M. Bejan, and V. Dinu(2019), "How sustainability oriented is Generation Z in retail? A literature review," *Transformations in Business & Economics*, 18(2).
- Delios, A., and P. W. Beamish(1999), "Ownership strategy of Japanese firms: Transactional, institutional, and experience influences," *Strategic Management Journal*, pp.915-933.
- Dorfleitner, Gregor, G. Halbritter, and M. Nguyen (2015), "Measuring the level and risk of corporate responsibility - An empirical comparison of different ESG rating approaches," *Journal of Asset Management*, 16(7), pp. 450-466.
- Drempetic, Samuel, C. Klein, and B. Zwergel(2020), "The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review," *Journal of Business Ethics* 167(2), pp.333-360.
- Duque-Grisales, E., and J. Aguilera-Caracuel(2021), "Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack," *Journal of Business Ethics*, 168(2), pp.315-334.
- Fatemi, A., M. Glaum, and S. Kaiser(2018), "ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure," *Global Finance Journal*, 38, pp.45-64.
- Festinger, L. (1954), "A theory of social comparison

- processes," *Human Relations*, 7(2), pp.117-140.
- Fombrun, C. J., N. A. Gardberg, and J. M. Sever (2000), "The Reputation QuotientSM: A multi-stakeholder measure of corporate reputation," *Journal of Brand Management*, 7(4), pp.241-255.
- Friede, Gunnar, T. Busch, and A. Bassen(2015), "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies," *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), pp.210-233.
- Galbreath, J. (2013), "ESG in focus: The Australian evidence," *Journal of Business Ethics*, 118 (3), pp.529-541.
- Garcia, A. S., W. Mendes-Da-Silva, and R. J. Orsato(2017), "Sensitive industries produce better ESG performance: evidence from emerging markets," *Journal of Cleaner Production*, 150, pp.135-147.
- Gazzola, P., E. Pavione, R. Pezzetti, and D. Grechi (2020), "Trends in the fashion industry. The perception of sustainability and circular economy: A gender/generation quantitative approach," *Sustainability*, 12(7), pp.2809.
- Granovetter, M. (1985), "Economic action and social structure: The problem of embeddedness," *American Journal of Sociology*, 91(3), pp. 481-510.
- Greve, H. R. (1998), "Performance, aspirations, and risky organizational change," *Administrative Science Quarterly*, pp.58-86.
- Greve, H. R. (2003), "A behavioral theory of R&D expenditures and innovations: Evidence from shipbuilding," *Academy of Management Journal*, 46(6), pp.685-702.
- Hahn, R., and M. Kühnen(2013), "Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research," *Journal of Cleaner Production*, 59, pp.5-21.
- Haveman, H. A. (1993), "Ghosts of managers past: Managerial succession and organizational mortality," *Academy of Management Journal*, 36(4), pp.864-881
- Hennart, J. F., and Y. R. Park(1993), "Greenfield vs. acquisition: The strategy of Japanese investors in the United States," *Management Science*, 39(9), pp.1054-1070.
- Huang, Danny ZX.(2021), "Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consolidation," *Accounting & Finance*, 61(1), pp.335-360.
- Iyer, D. N., and K. D. Miller(2008), "Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions," *Academy of Management Journal*, 51(4), pp.808-822.
- Jiang, G. F., and G. L. Holburn(2018), "Organizational performance feedback effects and international expansion," *Journal of Business Research*, 90, pp.48-58.
- Junni, P., R. M. Sarala, S. Y. Tarba, and Y. Weber (2015), "The role of strategic agility in acquisitions," *British Journal of Management*, 26(4), pp.596-616.
- Kacperczyk, A., C. M. Beckman, and T. P. Moliterno (2015), "Disentangling risk and change: Internal and external social comparison in the mutual fund industry," *Administrative Science Quarterly*, 60(2), pp.228-262.
- Katila, R., and G. Ahuja(2002), "Something old, something new: A longitudinal study of search behavior and new product introduction," *Academy of Management Journal*, 45(6),

- pp.1183-1194.
- Kim, Y., J. Seok, and B. Kim(2021), "A Study on the Relationship between ESG Competency and Firm Value: Moderating Effect of Customer's Awareness." *Korea Management Review*, 50(6), pp.1517-1539.
- Klueter, T., and F. Monteiro(2017), "How does performance feedback affect boundary spanning in multinational corporations? Insights from technology scouts." *Journal of Management Studies*, 54(4), pp.483-510.
- Koroleva, E., M. Baggieri, and S. Nalwanga(2020), "Company performance: are environmental, social, and governance factors important?" *International Journal of Technology*, 11(8), pp.1468-1477.
- Kuusela, P., T. Keil, and M. Maula(2017), "Driven by aspirations, but in what direction? Performance shortfalls, slack resources, and resource consuming vs. resource freeing organizational change." *Strategic Management Journal*, 38(5), pp.1101-1120.
- Kwak, H. and K. M. Park(2020), "Determinants of Technological Search: Performance Feedback, Research Quotient, Relative Intensity of Research and Development." *Journal of Strategic Management*, 23(3), pp.1-24.
- Lant, T. K. (1992), "Aspiration level adaptation: An empirical exploration." *Management Science*, 38(5), pp.623-644.
- Lant, T. K., and D. B. Montgomery(1987), "Learning from strategic success and failure." *Journal of Business Research*, 15(6), pp.503-517.
- Larsson, R., and M. Lubatkin(2001), "Achieving acculturation in mergers and acquisitions: An international case survey." *Human Relations*, 54(12), pp.1573-1607.
- Levinthal, D., and J. G. March(1981), "A model of adaptive organizational search." *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2(4), pp.307-333.
- Leyva-de la Hiz, D. I., V. Ferron-Vilchez, and J. A. Aragon-Correa(2019), "Do firms' slack resources influence the relationship between focused environmental innovations and financial performance? More is not always better." *Journal of Business Ethics*, 159(4), pp. 1215-1227.
- Li, Y., L. Jia, W. Wu, J. Yan, and Y. Liu(2018), "Urbanization for rural sustainability - Rethinking China's urbanization strategy." *Journal of Cleaner Production*, 178, pp.580-586.
- Lin, W. T. (2014), "How do managers decide on internationalization processes? The role of organizational slack and performance feedback." *Journal of World Business*, 49(3), pp.396-408.
- Linnenluecke, M. K.(2022), "Environmental, social and governance (ESG) performance in the context of multinational business research." *Multinational Business Review*.
- Lopes, L. L. (1987), "Between hope and fear: The psychology of risk." *Advances in Experimental Social Psychology*, 20, pp.255-295.
- Litvinenko, V., I. Bowbrik, I. Naumov, and Z. Zaitseva (2022), "Global guidelines and requirements for professional competencies of natural resource extraction engineers: Implications for ESG principles and sustainable development goals." *Journal of Cleaner Production*, 130530.
- Luo, Y., and R. L. Tung(2007), "International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective." *Journal of*

- international Business Studies*, 38(4), pp. 481-498.
- March, J. G. (1991), "Exploration and exploitation in organizational learning," *Organization Science*, 2(1), pp.71-87
- March, J.C., and H.A. Simon(1958), *Organizations*. New York: Wiley.
- Mardini, G. H.(2022), "ESG factors and corporate financial performance," *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 14(3), pp.247-264.
- Martínez-Noya, A., and E. García-Canal(2021), "Innovation performance feedback and technological alliance portfolio diversity: The moderating role of firms' R&D intensity," *Research Policy*, 50(9), 104321
- Mazzelli, A., R. S. Nason, A. De Massis, and J. Kotlar(2019), "Causality rules: Performance feedback on hierarchically related goals and capital investment variability," *Journal of Management Studies*, 56(8), pp.1630-1654.
- Nohria, N., and R. A. Gulati(1996), "Is slack good or bad for organizations," *Academy of Management Journal*, 39, pp.1245-1264.
- Orsato, R.J., Garcia, A., Mendes-Da-Silva, W., Simonetti, R. and Monzoni, M.(2015), "Sustainability indexes: why join in? A study of the 'corporate sustainability index (ISE)'in Brazil", *Journal of Cleaner Production*, 96, pp.161-170.
- Ortas, E., I. Gallego Álvarez, and I. Álvarez(2019), "National institutions, stakeholder engagement, and firms' environmental, social, and governance performance," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), pp.598-611.
- Park, J. H., H. W. Han, and N. R. Kim(2022), "Exploring Domestic ESG Research Trends: Focusing on Domestic Research on ESG from 2012 to 2021," *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 17(1), pp.191-211.
- Pedersen, L. H., S. Fitzgibbons, and L. Pomorski (2021), "Responsible investing: The ESG-efficient frontier," *Journal of Financial Economics*, 142(2), pp.572-597.
- Posen, H. E., T. Keil, S. Kim, and F. D. Meissner (2018), "Renewing research on problematic search—A review and research agenda," *Academy of Management Annals*, 12(1), pp.208-251.
- Post, J. E., L. E. Preston, and S. Sauter-Sachs(2002), *Redefining the corporation: Stakeholder management and organizational wealth*. Stanford University Press.
- Powell, W. W.(1990), "Neither market nor hierarchy," *Sociology of organizations: structures and relationships*, 30-40.
- Rajesh, R. and Rajendran, C. (2020), "Relating environmental, social, and governance scores and sustainability performances of firms: an empirical analysis," *Business Strategy and the Environment*, 29(3), pp.1247-1267.
- Ref, O., and Z. U. R. Shapira(2017), "Entering new markets: The effect of performance feedback near aspiration and well below and above it," *Strategic Management Journal*, 38(7), pp.1416-1434.
- Reber, B., A. Gold, and S. Gold(2022), "ESG disclosure and idiosyncratic risk in initial public offerings," *Journal of Business Ethics*, 179(3), pp.867-886.
- Refinitiv Eikon Datastream, 2020b. Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from

- Refinitiv
- Rudy, B. C., and A. F. Johnson(2016), "Performance, aspirations, and market versus nonmarket investment," *Journal of Management*, 42 (4), pp.936-959.
- Sassen, Remmer, Anne-Kathrin Hinze, and Inga Hardeck(2016), "Impact of ESG factors on firm risk in Europe," *Journal of Business Economics*, 86(8), pp.867-904.
- Schumacher, C., S. Keck, and W. Tang(2020), "Biased interpretation of performance feedback: The role of CEO overconfidence," *Strategic Management Journal*, 41(6), pp. 1139-1165.
- Schweiger, D. M., and A. S. Denisi(1991), "Communication with employees following a merger: A longitudinal field experiment," *Academy of Management Journal*, 34(1), pp.110-135.
- Shakil, M. H. (2021), "Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity," *Resources Policy*, 72, 102144
- Shimizu, K., M. A. Hitt, D. Vaidyanath, and V. Pisano(2004), "Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future," *Journal of International Management*, 10(3), pp.307-353
- Singh, J. V. (1986), "Performance, slack, and risk taking in organizational decision making," *Academy of Management Journal*, 29(3), pp.562-585.
- Souder, D., and P. Bromiley(2012), "Explaining temporal orientation: Evidence from the durability of firms' capital investments," *Strategic Management Journal*, 33(5), pp. 550-569.
- Surdu, I., H. R. Greve, and G. R. Benito(2021), "Back to basics: Behavioral theory and internationalization," *Journal of International Business Studies*, 52(6), pp.1047-1068.
- Thaler, R. H., and E. J. Johnson(1990), "Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice," *Management Science*, 36(6), pp. 643-660.
- Van Duuren, E., A. Plantinga, and B. Scholtens (2016), "ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented," *Journal of Business Ethics*, 138(3), pp.525-533.
- Veugelers, R., and B. Cassiman(1999), "Make and buy in innovation strategies: evidence from Belgian manufacturing firms," *Research Policy*, 28(1), pp.63-80.
- Wang, X., and T. Lou(2020), "The effect of performance feedback on firms' unplanned marketing investments," *Journal of Business Research*, 118, pp.441-451.
- Wehrung, D. A. (1989), "Risk taking over gains and losses: A study of oil executives," *Annals of Operations Research*, 19(1), pp.115-139.
- Williamson, O. E. (1979), "Transaction-cost economics: the governance of contractual relations," *The Journal of Law and Economics*, 22(2), pp.233-261.
- Wong, W. C., J. A. Batten, S. B. Mohamed-Arshad, S. Nordin, and A. A. Adzis(2021), "Does ESG certification add firm value?" *Finance Research Letters*, 39, pp.101593
- Xie, E., Y. Huang, C. E. Stevens, and S. Lebedev (2019), "Performance feedback and outward foreign direct investment by emerging eco-

- onomy firms," *Journal of World Business*, 54 (6), pp.101014
- Xu, D., K. Z. Zhou, and F. Du(2019), "Deviant versus aspirational risk taking: The effects of performance feedback on bribery expenditure and R&D intensity," *Academy of Management Journal*, 62(4), pp.1226-1251.
- Zhang, D., C. Wang, and Y. Dong(2022), "How Does Firm ESG Performance Impact Financial Constraints? An Experimental Exploration of the COVID-19 Pandemic," *The European Journal of Development Research*, pp.1-21.

-
- The author Tae Young Park is currently an international business Ph.D. candidate at Yonsei Graduate School of Business, South Korea. He completed his master's degree under the same program as well. He graduated from Pepperdine University with a major in economics. He has also worked at Center for Social Value Enhancement Studies prior to enrolling in his Ph.D program. The author's main research areas are ESG management, strategic management, cross-border M&As, and digitalization.
 - The author Yong Suhk Pak is a professor of International Business at Yonsei University as well as the president of the Korean Academy of International Business until 2021. He obtained MBA from the University of Illinois, USA, and a doctorate in International Business from Rutgers University, the State University of New Jersey, USA. His research interests include international business, international HRM, global mindset, etc.