

A Study on the Effect of Internal and External Pressures on ESG Activities and Business Performance

TaeYang Park* · Jong Dae Kim**†

*Head of Sustainable Management Center, Korea Management Registrar

**College of Business Administration, Inha University Business School

내외부 압력이 ESG 활동과 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구

박태양* · 김종대**†

*한국경영인증원 지속가능경영센터 센터장, **인하대학교 경영대학 교수

This study is a leading case of empirical analysis of whether, when corporate stakeholders (government, investors, customers, managers, employees) put pressure on companies for ESG management, it affects the introduction and implementation of ESG activities (environmental, social, governance) and affects business performance. As for the research method, a sustainability report was published, and a web survey of Korea Research Inc. was conducted from May 10 to May 20, 2022 targeting ESG management managers of 192 companies, and analyzed through the PLS structural equation model. As a result of the study, it was found that the introduction and execution of ESG is closely influenced by the pressure from the government, investors, managers, and employees, and in particular, the internal pressure of current managers and executives and employees has a great impact on the introduction and implementation of environmental, social, and governance activities. In particular, although external pressure also has some influence, it is practical to suggest that strong internal pressure is necessary for continuous activities and performance. And, methodologically, the main activity indicators of the GRI Reporting Guidelines, which are the most representative ESG management indicators, were developed as a questionnaire, and reliability, validity, and model fit were secured through comparison with indicators of multiple systems and expert reviews. The limitations of this study are that more in-depth analysis by industry or size is possible when ESG management is mature and sufficient samples are secured, and complex ESG pressure factor modeling is possible when more diverse stakeholders are added.

Keywords : ESG Management, ESG Activities, Business Performance, Stakeholder Pressures, ESG Drivers

1. 서론

1.1 연구의 배경

EU의 비재무정보공시법(Directive 2014/95) 발효 이후 2018

년경부터 500인 이상 종업원을 둔 기업들의 ESG(Environmental, Social, Governance)정보의 공시가 넘쳐나는 계기가 되었다[46]. 그 결과 2021년 기준 전 세계 23개 증권거래소가 ESG정보 공개를 제도화하고, 47개 증권거래소는 ESG정보 공개 가이드를 제공하고 있고, 우리나라는 2021년 1월 금융위원회에서 2030년까지 모든 상장기업의 비재무정보 공시를 의무화한다고 선언했다[39].

글로벌 투자기관들은 ESG지표들을 투자대상이 투자

Received 17 February 2023; Finally Revised 15 March 2023;

Accepted 15 March 2023

† Corresponding Author : jdk@inha.ac.kr

에 적합한지 판단하는 데 적극 활용하고 있다[10]. 한편 2018년 SASB(Sustainability Accounting Standards Board)의 출범은 77개 업종별 의무 ESG표준 지표를 발표함으로써 동일산업 내 비재무정보 비교를 가능하게 하는 토대를 마련했다[46].

따라서, ESG 정보를 정부와 투자자 뿐만 아니라 고객, 공급망, 노동조합, 시민단체 등까지 활용하여 통합적인 기업활동을 평가하고 있으며, 공시에서도 투명성이 강조되고 있다[11, 13, 59, 60].

만약 ESG지표를 관리하지 않으면 주가하락, 불매운동, 투자자금 이탈 등의 위험에 노출될 수 있으므로 기업들은 전사적 리스크 예방차원에서 ESG 경영을 도입하는 흐름으로 바뀌었다.

그러나, 아직 국내에서는 ESG 경영 도입기업 설문 표본확보의 어려움으로 인해 어떤 요인으로 ESG 경영을 도입하는데 압력을 미치는지, 또한 ESG 경영을 도입하면 경영성으로 이어지는지에 대한 실증연구가 부족한 거의 전무한 현실이며, 이러한 부분에서 착안하여 본 연구를 수행하게 되었다.

1.2 연구의 목적

이번 연구에서는 연구의 배경에서 고찰한 바와 같이 정부, 고객, 투자자, 지역사회, 협력사, NGOs, 임직원 등 기업의 이해관계자들 중에서 영향력이 강한 이해관계자가 기업에 ESG정보에 대한 공시 요구나 ESG 지표에 대한 평가로써 대한 압력을 행사했을 때, 환경, 사회, 지배구조 등 ESG요소별 기업의 도입과 실행에 각각 영향을 미치는 영향관계를 분석하고, 그것이 경영성으로 영향을 미치는지 관련성을 분석할 것이다.

특히, 국내의 기존 연구들은 지속가능경영(sustainability management)이나 사회책임경영(corporate social responsibility)에 대한 점수와 기업의 재무지표 간 상관관계 분석에 의존하는 경우가 많았는데, ESG 점수와 재무성과 간 분석은 재무성과가 기업의 ESG 경영에 대한 노력이나 활동의 결과를 직접 반영한 것인지 규명하기가 상당히 까다롭다는 문제가 있었다. 2019년 Berg et al.[6]의 연구에 따르면 가장 공신력 있는 6개 ESG 평가지수인 MSCI (Morgan Stanley Capital International)의 ESG Rating, Sustainalytics의 ESG Risk Rating, S&P Global의 DJSI (Dow Jones Sustainability Index), Thomson Reuters의 Asset4 등 ESG지수 평가결과의 상관관계는 겨우 0.54에 불과하였다. 이러한 점은 ESG성이나 채택하는 지표가 이니셔티브마다 상당히 다를 수 있어 객관화하기 어렵다는 점을 시사한다. 따라서, 본 연구에서는 외부 평가기관의 ESG 점수(즉, ESG성) 대신 기업이 인지하는 ESG 활

동 수준을 매개변수로 사용하여 차별화하였고, 경영성과 또한 기업이 인지하는 ESG 경영 도입에 의한 ESG 활동의 결과로써 경영성과의 변화를 측정함으로써 인과관계를 보다 명확히 밝힐 것이다.

이러한 접근방법은 최근 이해관계자의 요구에 대한 생존전략으로써 ESG 경영을 도입하기 시작하고 있는 국내기업들에게 ESG 활동이 실제 경영에 도움이 되는지에 대한 실무적 근거를 제공하고, 또한 어떤 이해관계자별 압력이 어느 ESG 활동과 관련이 있는지 여부도 밝힐 수 있을 것이다.

2. 선행연구 고찰

2.1 ESG 경영

ESG 측정지표는 자본주의를 바꾸기 위한 움직임의 일환으로 비재무정보에 대한 회계원칙의 제정되는 과정에서 나타난 산물이다[25]. ESG라는 용어는 2010년 설립된 국제통합보고위원회(International Integrated Reporting Council)가 2011년 재무보고와 비재무보고를 결합할 때 Triple Bottom Line 개념에서 경제(Economic)를 재무보고로 갈음하고 환경(Environmental), 사회(Social)에 지배구조(Governance)를 비재무요소에 추가했는데 이것이 표시로 보는 의견이 있다[8].

UN은 초대형 글로벌기업들의 ESG문제 발생에 대해 ESG관리의 필요성을 느끼고 2000년에 ESG공시 가이드라인 제정기관인 GRI 출범에 기여했으며, 책임투자원칙 PRI(Principles for Responsible Investment)를 발표하여 투자시장에서 ESG개념을 확대시켰다[33].

한편, Jean Rogers 등은 지속가능성보고서가 홍보도로 주로 활용되며 비교가능성이 떨어진다는 것을 간파하고 2011년부터 오랜 연구 끝에 2018년 SASB를 출범시켰다[25]. ESG데이터의 범람과 비교가능성 증가 속에서 기업의 장기생존, 즉 지속가능성 철학을 내포한 ESG 경영은 최신 패러다임으로써 계속 분야가 확대되고 다양하게 연구될 것으로 판단되며, 다음과 같은 경영환경의 변화는 이것을 촉진할 것으로 판단된다.

- (1) FRS재단의 ISSB출범, 비재무정보 공통 회계기준 제정
- (2) EU와 미국 등의 ESG공시, ESG실사, 프로젝트의 친환경정보, 기후변화 대응 요구 등
- (3) 인공지능과 빅데이터를 통한 ESG정보 수집과 기업평가의 용이성 확대
- (4) 개인미디어의 발달로 기업의 부정적 이슈나 사건 정보의 유통량과 전파속도 증가

2.2 ESG 경영 도입 요인 관련 선행연구

2.2.1 외부 ESG 경영 압력요인

외부 이해관계자들의 ESG 경영 압력요인 관련 연구에서 Sarkis et al.[50]은 고객, 정부, 임직원, 투자자, 사회단체 압력이 친환경제품 생산, 자원소비 감축, 환경경영시스템 도입과 활용과 기업활동의 영향관계를 분석하였다. 그 결과 환경경영시스템 도입, 자원소비 감축, 친환경제품 생산 순으로 영향을 미친다는 결과를 얻었다. 마찬가지로, Schuler and Cording[51]은 소비자의 압력이 기업의 CSR활동과 재무적성과에 영향을 미친다는 결론을 얻었다. 이러한 선행연구 결과들을 <Table 1>에 제시하였으며, 대체로 환경성과, 사회성과, 경영성과 등에 긍정적인 영향으로 나타났다.

<Table 1> External Stakeholder Pressure Factors and Impact

Pressure factor	Subject	Researcher	Year
Stakeholder (mainly investors)	Positive impact on business performance	Koelbel and Busch[36]	2013
Stakeholder (mainly investors)	Positive impact on business performance	Lokuwaduge et al.[42]	2017
Stakeholder (mainly investors)	Positive impact on social and environmental performance	Tilling[56]	2004
Customers; Individual Investors	Positive impact on business performance	Freeman and McVea[19]	2001
		Lokuwaduge et al.[42]	2011
Citizen	Positive impact on environmental performance	Azapagic[5]	2004
Researcher	Positive impact on environmental and social performance	Warhurst[58]	2001
		Jenkins and Yakovleva[30]	2006
NGOs	Positive impact on sustainability	Jenkins[29]	2004
Government (legal pressure)	No significant effect on business performance	Atan et al.[29]	2016
Government pressure (public institutions, government); Non-governmental pressure (customers, investors, suppliers, shareholders, social groups, NGOs)	Only pressure from non-governmental organizations has a positive effect on eco-friendly business operations	González-Benito and González-Benito [21]	2006

2.2.2 내부 ESG 경영 압력요인

대표적인 내부 이해관계자로는 임직원을 들 수 있는

데, CEO나 이사회, 노동자대표 등을 포함하여 ESG성과나 활동, 다양한 경영성과 등을 포함하여 조사하였다.

Koller et al.[37]은 ESG 활동은 우수직원 채용과 유지에 도움이 되고 전반적인 생산성에 긍정 영향을 미친다는 결론을 얻었다. 한편, De Neve et al.[16]은 임직원들의 사회적 가치에 대한 요구증가는 기업의 ESG 활동에 중요 영향으로 작용하고, Nekhili et al.[44]는 임직원이 이사회에 참여할 경우 다양한 사회적 가치를 실현하는 의사결정을 하게 된다고 하였다. 결국 CEO와 임직원의 권한과 인식은 내부압력으로써 ESG 활동을 촉진할 수 있다는 결론을 얻었으며, 관련 선행연구들을 <Table 2>에 제시하였다.

<Table 2> Internal Stakeholder Pressure Factors and Impact

Pressure factor	Subject	Researcher	Year
CEO Power and Will	Positive impact on ESG performance	Li et al.[40]	2018
CEO Power and Will	Positive impact on ESG performance	Velte[57]	2019
CEO Power and Will	Decreased CEO opportunistic behavior tendency to focus more on long-term investment; Building mutual trust with stakeholders	Javeed and Lefen[28]	2019
Potential employee (employment applicants)	The strong link between high ESG scores and talent attraction; Strong association between companies with high ESG scores and attractiveness to potential employees	Liu and Nemoto [41]	2021
Internal employee	When employees participate in CSR activities, the effect of identifying them with the company and increasing organizational commitment	Kim et al.[32]	2010
Internal employee	Determination of important ESG activities by internal employees and directors; Internal employee engagement has a positive effect on ESG performance	Preuss et al.[47]	2009
Employee Needs	Impact on ESG practices; Increase job satisfaction and productivity	De Neve et al.[16]	2018
Board type (shareholder representation, worker representation)	Representatives of the board of directors from workers are active in realizing social values	Nekhili et al.[44]	2021

2.3 ESG 활동과 경영성과 관련 선행연구

연구과정에서 ESG 활동과 경영성과에 대한 선행연구 사례는 거의 찾기 어려웠다. 유사한 관련연구는 대부분 외부 평가기관에 의한 ESG성과(종합 혹은 요소별 ESG 점수)와 외부 공시된 재무성과에 대한 선행연구들로 한정되었다.

그 조사결과는 <Table 3>과 같다. 기업들은 ESG 점수가 높을수록 대체로 Tobin's Q(총자산의 시장가치를 총자산의 장부가로 나눈 값)를 중심으로 한 재무성과에 긍정적인 영향이 나타났다.

<Table 3> Impact of ESG Scores on Financial Performance

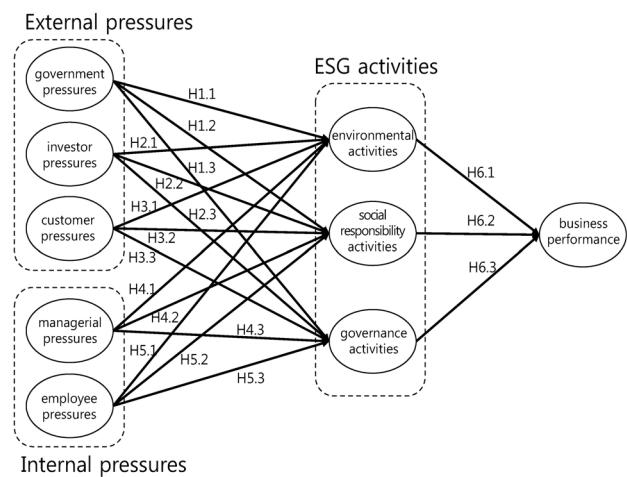
Independent variable	Dependent variable and influence	Researcher	Year
Environmental, social, and sustainability non-financial performance (GRI governance, environmental, economic, and social indicators)	Positive impact on financial performance (EBITA margin, ROE, ROA)	Weber et al.[59]	2008
Environmental, Social and Governance Performance (Thomson Reuters ASSET4 and Bloomberg ESG Index)	Positive impact on financial performance (Tobin's Q)	Chouaibi et al.[12]	2021
Environmental, Social and Governance Scores and Sustainability Performance (Thomson Reuters 10 ESG Indicators)	Positive impact on ESG integration score	Rajesh & Rajendran[48]	2019
Social Responsibility and Environmental, Social and Governance Implementation Strategies (Bloomberg ESG Index)	Positive impact on innovation capacity (R&D activities) and financial performance (total revenue)	Broadstock et al.[7]	2020
ESG factors (Refinitiv ESG)	Positive impact on corporate performance (Tobin Q, ROA)	Reijonen[49]	2021
ESG factor materiality impact on stock price performance of companies (CSA score - weighted average score for material and material aspects ESG aspects)	Materiality improves prediction of financial performance (MTB, ROA, Leverage) compared to ESG score or unimportant score	Heijningen[23]	2019
Corporate environmental, social, governance factors (comprehensive grade, E grade, S grade, G grade of KCGS)	Positive correlation with Tobin's Q regardless of ESG rating	Min et al.[43]	2015
SustinVest ESG overall rating	Equity returns, operating performance, and Tobin's Q are all positively correlated	Jang & Kim[27]	2013

3. 연구설계

3.1 연구모형

이번 연구에서는 압력요인은 선행연구에서 제시된 이해관계자들 중 정부, 투자자, 고객, 임직원과 경영자를 채택하였고, ESG 활동은 환경적 활동(E), 사회적책임 활동(S), 지배구조 활동(G)의 분류체계를 사용하였다. 선행연구들에서도 ESG 활동에 대한 정보를 ESG공시 보고서를 기반으로 하는 경우가 많아서 ESG지표를 이렇게 구분하는 방법이 널리 사용되고 있었다[1, 3, 4, 30, 53, 54].

연구모형 구성 결과는 <Figure 1>과 같다.



<Figure 1> Research Model

아울러, 이해관계자 압력요인들과 ESG 활동 및 경영성과의 구조적 영향을 분석하기 위해 구조방정식 모델을 활용하도록 설계하였으며, 분석은 Smart PLS 3.0을 이용하였다.

3.2 가설

가설 H1은 정부나 공공기관이 법과 제도, 가이드라인을 제정하여 기업이 ESG 활동을 하게 하는지를 분석하기 위한 가설이며, 가설 H2는 투자자가 기업에 ESG 활동을 요구하는지를 분석하기 위한 가설, 가설 H3은 고객이나 소비자가 ESG 활동을 요구하는지를 분석하기 위한 가설이다.

H1: 정부의 압력과 ESG 활동

H1.1: 정부의 압력은 기업 환경적 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H1.2: 정부의 압력은 기업 사회적책임 활동에 유의미

한 영향을 끼친다.

H1.3: 정부의 압력은 기업 지배구조 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H2: 투자자의 압력과 ESG 활동

H2.1: 투자자의 압력은 기업 환경적 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H2.2: 투자자의 압력은 기업 사회적책임 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H2.3: 투자자의 압력은 기업 지배구조 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H3: 고객의 압력과 ESG 활동

H3.1: 고객의 압력은 기업 환경적 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H3.2: 고객의 압력은 기업 사회적책임 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H3.3: 고객의 압력은 기업 지배구조 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

가설 H4는 경영자가 기업이 ESG 활동을 하게 하는지를 분석하기 위한 가설이며, 가설 H5는 동료 임직원이 ESG 활동을 요구하는지를 분석하기 위한 가설이다.

H4: 경영자의 압력과 ESG 활동

H4.1: 경영자의 압력은 기업 환경적 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H4.2: 경영자의 압력은 기업 사회적책임 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H4.3: 경영자의 압력은 기업 지배구조 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H5: 임직원의 압력과 ESG 활동

H5.1: 임직원의 압력은 기업 환경적 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H5.2: 임직원의 압력은 기업 사회적책임 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

H5.3: 임직원의 압력은 기업 지배구조 활동에 유의미한 영향을 끼친다.

가설 H6은 포함변수인 경영성과는 답변가능성을 고려하였고, 기업가치나 효율, 지속가능성을 대변할 수 있는 요소를 설계에 포함하였다.

H6: ESG 활동과 경영성과

H6.1: ESG를 도입한 기업의 환경적 활동은 경영성과에 유의미한 영향을 미친다.

H6.2: ESG를 도입한 기업의 사회적책임 활동은 경영성과에 유의미한 영향을 미친다.

H6.3: ESG를 도입한 기업의 지배구조 활동은 경영성과에 유의미한 영향을 미친다.

3.3 변수의 측정방식

이번 연구에서 이해관계자별 압력 측정문항과 ESG 활동 측정문항은 2021년 기준 국내 자율공시 기업의 99%가 사용 [38]하여 응답자들이 지표의 의미에 대해 가장 이해도가 높을 것으로 판단되는 GRI Reporting Guidelines의 활동지표들을 기반으로 설계하였다. GRI Reporting Guidelines Standards(2021)에는 GRI 300 시리즈가 환경, GRI 400 시리즈가 사회분야 지표로 구성되어 있고, 지배구조는 GRI 1 보고원칙과 GRI 200 시리즈인 경제분야에 일부 포함되어 있다[20]. 지배구조는 환경, 사회와 다소 성격이 다른점을 감안해서 문항 개발과정에서 한국ESG기준원의 KCGS ESG평가기준에서 지배구조 파트 지표를 참고하였다. 아울러, GRI 지표를 기반으로 하되, 평가문항 영역의 객관성과 타당성을 확보하고 국내 실정에 맞는 지표를 선택하기 위해 DJSI, KCGS, MSCI, UN SDGs, ISO 26000, SASB, TCFD, KRX가이던스, K-ESG가이드라인 등 9개 ESG 이니셔티브의 지표영역과 부합되는지를 체크하고, 다양한 기업실무자 및 ESG전문가들의 자문을 거쳐 <Table 4> 및 <Table 5>와 같이 개발하였다.

설문에서 사용한 척도는 응답의 강도를 요구하는 7단 리커트척도(Likert scale)를 모두 사용하였다.

<Table 4> Stakeholder Pressure Measurement Questions

Stakeholder	Pressure measurement question
Government	Compliance with ESG guidelines, compliance with laws, non-financial information disclosure, climate change response activities, improvement of labor environment
Investor	ESG initiative participation, legal compliance, non-financial information disclosure, climate change sustainable investment, sustainable growth model
Customer	Increase in the ratio of eco-friendly products, compliance with consumer-related laws, continuous improvement of ESG evaluation results, climate change response activities, efforts to secure workplace safety
CEO	High interest in ESG management, willingness to make financial investments in introducing ESG management, interest in activating internal communication to vitalize ESG management, sufficiently considering ESG perspectives in important decision-making, granting incentives for innovative activities to improve ESG level
Employee	High interest in ESG management, willingness to actively cooperate in introducing ESG management, interest in social contribution activities, interest in improving employee treatment, interest in environmental and climate change response activities

<Table 5> ESG Activity Measurement Questions

ESG activities	Effort measurement questions for ESG activities
Environmental activity	Greenhouse gas reduction, expansion of eco-friendly product ratio, water use reduction, pollutant emission reduction, resource recycling ratio expansion, environmental ecosystem conservation investment, environmental law compliance, inducing suppliers to improve their sustainability level, continuous management of environmental investment performance
Social responsibility activities	In-house safety accident prevention and improvement of health issues, support for employee competency development, welfare promotion efforts, compliance with anti-discrimination provisions, consideration for the socially underprivileged, guarantee of autonomy in labor union activities, protection of employee human rights, continuous investment to solve local problems, and continued social contribution activities promotion, consumer rights protection, information security and personal information protection, fair competition compliance
Governance activities	Independence of the board of directors, professionalism of the board of directors, non-financial risk review of the board of directors, anti-corruption policy establishment, conflict of interest resolution procedures, policy to prohibit acts that hinder fair competition, and establishment of external disclosure and transparency policies

경영성과 측정 문항은 ESG 도입 이후 경영성과에 대한 질문문을 명시함으로써, 일반적인 기업환경과 경영실적을 배제하고 ESG 도입에 대한 효과로 한정하여 응답하도록 유도하였고, 그 결과는 <Table 6>과 같다.

<Table 6> Business Performance Measurement Questions after Introducing ESG Management

Business performance	Survey intention	Indicator source
Recent sales increase	Profitability	Sales aspect of financial performance [9], economic performance of 201 of GRI standards [20]
Recent market share expansion	Growth	Sales aspect of financial performance [9], meaning/uncertainty/complexity of the market [52], GRI standards 202 market status [20]
Latest increase in employee productivity	Productivity	Product/service high quality, innovativeness, product/service quality[9]
Recent drop in turnover	Stability	Personal sacrifice, well-being/devotion to the company[9], employee satisfaction[61], 401 employees of GRI standards[20]
Recent corporate image improvement	Value	Corporate Image Competitive Advantage [9], Corporate Image[61] Application of Indicators, Corporate Image[34]

3.4 연구대상 및 표본

설문대상은 ESG 담당자가 있는 기업 374개 기업당 1인으로 하였다. 그리고, 2022년 5월 10일부터 5월 20일까지 한국리서치Inc.의 웹설문을 통해 총 193개 기업의 설문을 수집하였다. 그 중 동일한 응답 패턴이 나타나는 1사는 삭제하였고, 최종 분석표본은 192사(51.3%)로 선정하였다. 그 결과는 <Table 7>과 같다. 사전조사에서 최초 설문대상 374사 중 보고서를 최소 1회 이상 발간한 기업은 267사였으며, 표본기업은 모두 지속가능성보고서를 발간한 기업으로 사실상 GRI 지표 기반의 설문문항이 의미하는 바에 대한 이해도가 높고, 이에 따른 실제 ESG 활동수준에 대한 답변도 신뢰도가 높을 것으로 예상하였다.

<Table 7> Sampling Result

Division		Number of companies	Composition (%)
Industry	Manufacturing	105	54.7
	Service industry (Services 58 & SOEs 28)	87	45.3
Scale	Major company	110	57.3
	Midsize company	68	35.4
	Small business	14	7.3
Number of Sustainability Reports published	5 or more publications	54	28.1
	4 publications	9	4.7
	3 publications	14	7.3
	2 publications	16	8.3
	1 publications	43	22.4
In initial publication		56	29.2
ESG Dedicated Department	Has exist	131	68.2
	Doesn't exist	61	31.8
Respondent's rank	CEO	1	0.5
	Executives	6	3.1
	Manager	51	26.6
	In charge	134	69.8
Total		192	100.0

4. 실증분석 및 결과

4.1 연구모형의 품질평가

<Table 8>은 연구모형의 신뢰성을 크론바흐 알파(Cronbach's alpha), 합성신뢰성(C.R.), 로우알파(ρ_A) 3가지 방식으로 검증하고, 타당성은 외부적재량(Li), 측정지표 신뢰성(Li^2), 평균분산추출치(AVE) 3가지 검증타당성과 HTMT를 통한 개별 타당성을 종합적으로 제시한 것이다.

4.1.1 신뢰성 평가

최소값이 0.771, Dijkstra and Henseler[17]의 ρA 도 모두

<Table 8>에서 잠재변수에 대한 크론바흐알파 값은 0.7 이상으로 바람직한 신뢰성이 확보된 것으로 확인되

<Table 8> Summary of Reliability and Validity Results

Measurement variable	Question	Convergent validity			Discriminant validity	Reliability		
		External load capacity (Li)	Metrics reliability (Li ²)	Average variance sampling (AVE)		HTMT	Cronbach's alpha	C.R.
		Interpretation level[53]	> 0.7 stable	> 0.5 securing	> 0.5 securing	Include confidence interval '1'	> 0.6 acceptable	> 0.6 acceptable
A1_Government pressure	Q1_1	0.788	0.621	0.643	Not included	0.814	0.834	0.878
	Q1_1_n3	0.777	0.604					
	Q1_1_n4	0.873	0.762					
	Q1_1_n5	0.763	0.582					
A2_Investor pressure	Q1_2	0.9	0.810	0.832	Not included	0.899	0.905	0.937
	Q1_2_n3	0.91	0.828					
	Q1_2_n4	0.926	0.857					
A3_Customer pressure	Q1_3	0.818	0.669	0.739	Not included	0.881	0.888	0.919
	Q1_3_n3	0.874	0.764					
	Q1_3_n4	0.922	0.850					
	Q1_3_n5	0.821	0.674					
A4_Management pressure	Q2_1_n2	0.916	0.839	0.811	Not included	0.922	0.925	0.945
	Q2_1_n3	0.896	0.803					
	Q2_1_n4	0.927	0.859					
	Q2_1_n5	0.862	0.743					
A5_Employee pressure	Q2_2	0.919	0.845	0.804	Not included	0.918	0.919	0.942
	Q2_2_n2	0.933	0.870					
	Q2_2_n3	0.870	0.757					
	Q2_2_n5	0.862	0.743					
B1_Environmental Activities	Q3	0.824	0.679	0.665	Not included	0.916	0.92	0.933
	Q3_n3	0.832	0.692					
	Q3_n4	0.847	0.717					
	Q3_n5	0.787	0.619					
	Q3_n6	0.853	0.728					
	Q3_n8	0.766	0.587					
	Q3_n9	0.795	0.632					
B2_CSR Activities	Q4_n10	0.777	0.604	0.628	Not included	0.915	0.92	0.931
	Q4_n2	0.738	0.545					
	Q4_n3	0.836	0.699					
	Q4_n4	0.808	0.653					
	Q4_n5	0.844	0.712					
	Q4_n6	0.734	0.539					
	Q4_n8	0.819	0.671					
	Q4_n9	0.776	0.602					
B3_Governance Activities	Q5_n2	0.862	0.743	0.759	Not included	0.894	0.902	0.927
	Q5_n3	0.92	0.846					
	Q5_n5	0.855	0.731					
	Q5_n6	0.847	0.717					
C_Business Performance	Q6	0.722	0.521	0.637	Not included	0.862	0.887	0.897
	Q6_n2	0.776	0.602					
	Q6_n3	0.881	0.776					
	Q6_n4	0.771	0.594					
	Q6_n5	0.829	0.687					

었다. 아울러, 모든 잠재변수의 합성신뢰성(C.R.) 값도 0.6 이상이 요구되는데 결과는 0.7 이상으로 측정변수에 대한 모든 신뢰성이 확보되었다[22].

4.1.2 타당성 평가

PLS(Partial Least Squares) 구조방정식의 집중타당성은 외부적재량(Li)과 지표신뢰성(Li²), 평균분산추출치(AVE)를 통해 판정한다.

<Table 8>에서 외부적재량(Li)이 모두 0.7 이상, 지표신뢰성(Li²)이 모두 0.5 이상으로 지표신뢰성을 확보하였다. 잠재변수에 대한 평균분산추출치(AVE)는 모두 0.5 이상으로 집중타당성도 확보하였다.

요인간 독립성여부를 판단하는 판별타당성은 Fornell and Larcker[18] 기준으로 볼 때 \sqrt{AVE} 의 최소값이 0.793으로써 상관계수 최대값은 0.704 이상이므로 만족하였다.

한편, 여러 요인 중복으로 발생하는 문항간 영향력이나 다특질요인의 발생가능성[26]에 대해 추가 판별타당성 분석방법으로 다특질-다방법(HTMT: Hetrotrait-Monotrait Ratio)을 시행하였다.

$$HTMT\ Ratio = \frac{0.424}{\sqrt{0.437 \times 0.597}} = 0.830$$

분석결과 HTMT 비율의 값은 0.830으로 나타나서 Kline[35]의 가장 엄격한 판별타당성 기준에도 부합하였다. 마지막으로 교차적재량을 이용한 판별타당성 분석결과 모든 변수간 상관관계에 대해 반복계산을 시행하였고, 신뢰구간의 상한과 하한을 비교한 결과 모두 1을 포함하지 않아서 요인간 판별타당성을 확보하였다.

<Table 9> GGoF Conformity Analysis Results

Variable	Average variance extracted (AVE)*	Model explanatory power(R ²)	Redundancy
A1_Government pressure	0.643	(0.455)	0.292
A2_Investor pressure	0.832		0.378
A3_Customer pressure	0.739		0.336
A4_Management pressure	0.811		0.369
A5_Employee pressure	0.804		0.366
B1_Environmental activities	0.665	0.507	0.337
B2_CSR Activities	0.628	0.455	0.286
B3_Governance activity	0.759	0.502	0.381
C_Business Performance	0.637	0.369	0.235
(geometric) Mean	0.720	0.455	/
GGoF	$\sqrt{AVE \times R^2} = 0.572$		

- AVE values are the same for each measurement factor (Community)

4.1.3 연구모형 적합성 평가

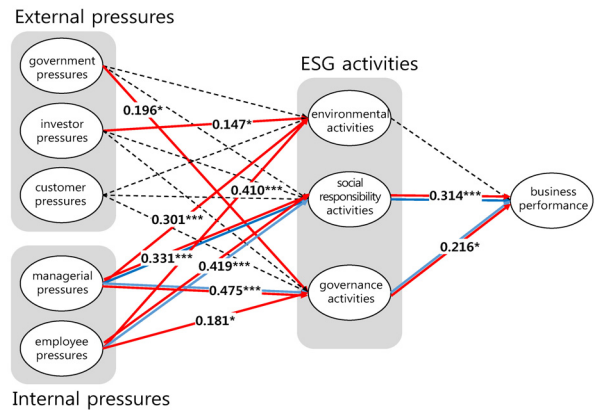
PLS(Partial Least Squares) 구조방정식에서 사용하는 모델적합성 분석 결과는 <Table 9>와 같으며, 전반적인 모델설명력인 R²을 Chin(1998)의 기준에 적용하면 중간수준 설명력(0.67~0.33)에 해당하고, Hair et al.[22]와 Henseler et al.[26]의 기준을 적용해도 역시 중간수준 설명력(0.5)을 나타내었다.

추가로, 모델에 대한 글로벌 적합성지수(GGoF: Golbal Goodness of Fit)를 계산한 결과 0.572로써 연구모형의 설명력이 큰 것으로 나타났다.

4.2 연구가설의 검증

4.2.1 연구가설 검증 종합결과

<Figure 2>는 외부압력과 내부압력 5가지 요인이 ESG(환경적, 사회적책임, 지배구조) 3가지 활동을 매개로 경영성과에 영향을 미치는 <Figure 1> 연구모델의 경로계수와 유의확률 및 채택 또는 기각의 측정결과를 나타낸 것이다.



<Figure 2> Research Hypothesis Analysis Results

<Figure 2>의 가설 경로에서 빨간색 선은 채택된 가설, 점선은 기각된 가설을 의미하며, 파란색 선은 완전 매개효과가 나타난 경로이다. 여기에서 수치는 경로계수를 의미하며, 유의확률(p) 표시인 *는 p<0.05 이하, **는 p<0.01 이하, ***는 p<0.001 이하를 나타낸다.

4.2.2 이해관계자 압력과 ESG 활동 검증결과

<Table 10>은 이해관계자 압력이 ESG 활동에 미치는 영향의 검증결과를 나타낸 것이다.

가설 H1에서 정부압력은 기업의 지배구조활동에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 정부가 기업에 투명한 ESG공시와 지배구조에 ESG리스크를 검토하고 여성 사외이사를 선임토록 하는 등 선제적인 대응을 요구하기 때문인 것으로 보인다.

가설 H2에서 투자자압력은 기업의 환경적활동에 영향

〈Table 10〉 Hypothesis H1~Hypothesis H5 Analysis Result

Hypothesis	Hypothesis pathway	Path coefficient	Standard Deviation	T value (validation statistic)	P value (significant probability)	Hypothesis judgment
H1.1	Government pressure → Environmental activities	-0.067	0.058	1.144	0.253	Reject
H1.2	Government pressure → CSR activities	0.034	0.072	0.476	0.634	Reject
H1.3	Government pressure → Governance activities	0.196	0.082	2.398	0.017	Adopt
H2.1	Investor pressure → Environmental activities	0.147	0.073	2.020	0.043	Adopt
H2.2	Investor pressure → CSR activities	0.019	0.072	0.260	0.795	Reject
H2.3	Investor pressure → Governance activities	0.079	0.077	1.025	0.305	Reject
H3.1	Customer pressure → Environmental activities	0.036	0.076	0.478	0.633	Reject
H3.2	Customer pressure → CSR activities	-0.090	0.081	1.105	0.269	Reject
H3.3	Customer pressure → Governance activities	-0.078	0.071	1.098	0.272	Reject
H4.1	Management pressure → Environmental activities	0.301	0.083	3.610	0.000	Adopt
H4.2	Management pressure → CSR activities	0.331	0.102	3.245	0.001	Adopt
H4.3	Management pressure → Governance activities	0.475	0.102	4.649	0.000	Adopt
H5.1	Employee pressure → Environmental activities	0.410	0.084	4.873	0.000	Adopt
H5.2	Employee pressure → CSR activities	0.419	0.092	4.535	0.000	Adopt
H5.3	Employee pressure → Governance activities	0.181	0.089	2.038	0.042	Adopt

을 미치는 것으로 나타났다. 이는 압력이 특히 기후변화 대응, 유해화학물질 저감, 분쟁광물 대응 등 주로 환경분야에 직접 영향을 미치는 것으로 해석된다.

가설 H3에서 고객압력은 ESG 활동에 모두 유의미한 영향을 미치지 않았다. 이는 주로 ESG 공시담당으로 구성된 응답자가 아직 ESG 경영 도입 초기라서 직접 고객으로부터 압력을 받은 경우가 적거나, 중소기업 응답자가 적어 B2B 고객사로부터 요구를 받는 경우가 거의 반영되지 못했기 때문일 것으로 추정된다.

가설 H4에서 경영자압력은 ESG 활동 모두에 유의적인 영향이 나타났다. 순서는 지배구조활동, 사회적책임

활동, 환경적활동 순이었으며, ESG 경영 도입에서 경영자는 특정 패러다임을 사내 도입하는데 강력한 압력을 행사하는 것을 시사한다.

가설 H5에서 임직원압력도 ESG 활동 모두에 유의적인 영향이 나타났다. 순서는 사회적책임활동, 환경적활동, 지배구조활동 순이었으며, 가설 H4와 가설 H5는 결국 선행연구 <Table 2>의 결과를 실증한 것으로 볼 수 있다.

4.2.3 ESG 활동과 경영성과 검증결과

<Table 11>은 ESG 활동이 경영성과에 미치는 영향의 검증결과를 나타낸 것이다.

〈Table 11〉 Hypothesis H6 Analysis Result

Hypothesis	Hypothesis pathway	Path coefficient	Standard Deviation	T value (validation statistic)	P value (significant probability)	Hypothesis judgment
H6.1	Environmental activities → Business performance	0.094	0.091	1.023	0.306	Reject
H6.2	CSR activities → Business performance	0.314	0.083	3.789	0.000	Adopt
H6.3	Governance activities → Business performance	0.216	0.092	2.358	0.018	Adopt

가설 H6에서 기업의 사회적책임활동과 지배구조활동은 경영성과에 긍정적 영향을 미치며, 환경적활동은 경영성과에 유의미한 영향을 미치지 않았다. 순서는 사회적책임활동, 지배구조활동으로 나타났다. 환경적활동과는 유의미한 결과가 나타나지 않았다.

5. 결론 및 토론

5.1 연구결과 요약

5.1.1 이해관계자 압력과 ESG 경영 활동

이해관계자 압력과 ESG 경영 활동 분석결과를 종합하면, <Table 10>에서 얻은 결론과 같이 이해관계자 압력 중 모든 ESG 활동에 명확하게 영향을 미치는 것은 경영자와 임직원 내부의 압력이었고, 이것은 현재 우리나라 기업들은 ESG 경영을 도입하는데 기업 스스로 의사결정하여 도입하는 경우가 많다는 것을 발견하였다.

이렇듯 경영자나 임직원이 다른 이해관계자보다 더 큰 영향을 미치는 부분은 Li et al.[40]과 Helmig et al.[24]의 연구에서의 결과와 맥락을 같이한다. 특히, 경영자는 뉴스에 나오는 부정적 ESG이슈가 주주로부터 본인의 경질에 직접 영향을 미치므로 ESG이슈가 발생하지 않도록 강력한 압력을 행사할 수밖에 없고, 임직원은 경쟁사회 속에서 경쟁기업 대비 자신이 담당하는 ESG 활동을 강화해야 하는 위치이므로 이러한 상황이 내부 이해관계자의 ESG 경영에 대한 압력의 원인이라고 할 수 있다.

한편, 정부, 투자자, 고객 등 외부압력에 대해서 부분적으로 영향이 나타나거나 영향이 나타나지 않은 것은 ESG관련 문제인식이나 경험의 차이로 그 성숙도가 편차가 발생한다는 기존의 연구[2, 14, 15, 44]들과 일치한다. 외부 ESG압력이 보다 강해지고 ESG 경영을 대부분 기업이 받아들이는 시기로 사회가 성숙해 나간다면 거의 모든 이해관계자가 ESG 활동 모두에 영향을 미치는 쪽으로 변화할 것으로 예상된다.

아울러, 압력변수에 대해 산업별, 규모별 평균분석표를 <Table 12>와 같이 참고로 제시하였다. 모든 기업들이 모든 이해관계자들에 의해 평균적으로 보통(4점) 이상의 ESG압력을 받고 있는 것을 알 수 있다.

상대적으로 점수가 약간 높은 편인 평균 5점 이상의 영역을 중심으로 살펴보면 제조업은 고객의 압력, 서비스업은 경영자의 압력, 공공은 모든 이해관계자의 압력이 상대적으로 크게 나타났다.

마찬가지로 대기업은 정부, 투자자, 고객, 경영자의 압력을, 중견기업과 중소기업은 고객의 압력을 상대적으로 크게 받는 것으로 나타났다. 다만, 이러한 산업별&규모별 세분화된 분석은 표본 수가 적은 편이므로 참고사항으로써 의미를 둘 수 있다.

5.1.2 ESG 경영 활동과 경영성과

환경적활동이 유의미한 결과가 나오지는 않았으나, 사회적책임활동과 지배구조활동 등 ESG 활동이 경영성과에 영향을 미친다는 결과는 <Table 3>의 ESG 점수가 재무성과에 영향을 미친다는 결과들과도 부합하였다.

즉, 본 연구는 기업의 ESG 점수가 경영성과와 대체로 긍정적인 상관관계(positive impact)가 있다는 결론과 마찬가지로 ESG 활동이 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다는 인과관계를 실증했다고 할 수 있다.

먼저, 사회적책임활동은 지역사회공헌이나 고객 개인 정보보호 등 외부활동 뿐만아니라 산업안전, 복리후생, 능력개발, 인권존중, 긍정적 노사관계, 차별금지 등 내부적인 좋은 직장으로서의 개선활동도 포함되어 있어 그것이 결국 경영성과로 연결될 것으로 판단한다고 추측할 수 있다.

또한, 지배구조활동은 경영자의 독단적인 의사결정을 견제하고 이사회외 전문성과 ESG이슈에 대한 관심, 윤리성과 투명성을 높이므로 역시 경영성과로 이어질 것이라는 기대가 반영된 것이라고 할 수 있다.

반면, 환경적활동이 경영성과에 유의미한 영향을 미치지 않은 것은 기업입장에서 환경규제에 대한 환경적 대

<Table 12> ESG Pressure Variable Average Value Analysis Table

Division		Number of companies	Government pressure	Investor pressure	Customer pressure	Management pressure	Employee pressure
Industry	Manufacturing	105	4.86	4.90	5.26	4.88	4.52
	Services	59	4.96	4.85	4.78	5.27	4.83
	SOEs	28	5.85	5.19	5.38	5.61	5.36
Scale	Major company	110	5.28	5.25	5.16	5.28	4.87
	Midsized company	68	4.81	4.54	5.05	4.89	4.48
	Small business	14	4.25	4.31	5.29	4.80	4.96

- 7-level Likert scale (7=very high, 4=moderate, 1=very low)

응활동의 경우 경영성과에 미치는 영향이 유의하다고 인식하기에는 아직 거리감이 존재하기 때문인 것으로 해석해 볼 수 있다.

특히, 다른 영역에 비해 환경적활동은 성과를 얻으려면 설비투자나 기술의 혁신, 친환경제품 개발 등 상당한 투자를 필요로 하고, 그 결과도 수익이 늘거나 비용을 저감하는 등 재무적 효익보다 범 준수, 기업이미지 개선 등 경제적 가치로 환산하기 애매한 분야가 많다. 따라서, 환경적활동을 지키지 않았을 때 경제적 피해가 더 커지는 시점이 왔을 때 경영성과로 인식할 수 있을 것이라고 추정한다.

5.2 연구결과의 기여점

첫째, 본 연구는 환경, 사회, 지배구조 각 ESG 경영 도입과 실행이 어떤 이해관계자의 압력요인과 관련이 있으며, 경영성과와 어떤 관련이 있는지를 모델링하고 실증 분석 한 선구사례라는 점에서 학술적 가치가 있다.

둘째, ESG도입과 실행이 정부, 투자자, 경영자, 임직원의 압력과 밀접한 영향이 존재하는 것을 밝혔고, 특히 현재 경영자와 임직원의 내부압력이 환경, 사회, 지배구조 활동의 도입과 실행에 큰 영향을 미친다는 특성을 밝혔다라는 점에서 의미가 있다. 즉, 외부압력도 일정부분 영향을 미치지만 지속적 활동과 성과를 위해서는 강력한 내부압력이 필요하다는 것을 제시한 점은 실무적으로도 가치가 있다.

셋째, ESG를 도입하고 실행하는 기업들은 환경적활동이 경영성과에 영향을 미친다고 확신하지 못한다는 것을 밝혔다는 데 차별적 가치가 있다. 이는 환경적 투자나 환경오염물질 감축을 비용 유발요인으로 생각한다는 인식이 있음을 추측할 수 있다.

넷째, 본 연구는 주로 ESG 점수나 ESG투입비용 등과 재무제표나 기업이미지 등 외부 시각의 2차 데이터를 기반으로 명확하지 않은 인과관계의 분석연구를 대체하였다는 점에서 차별화된 방법론을 제시한다. 기업 ESG담당을 대상으로 설문을 할 경우 내부 시각으로 얼마나 ESG 활동을 하는지를 정확히 조사할 수 있고, 외부 압력도 측정이 가능하며, ESG 활동만의 결과로써 얼마나 경영성과가 나타날 것을 예상하는지 인과관계를 명확히 할 수 있는 큰 장점이 있다.

다섯째, 측정문항을 개발할 때 ESG도입, 혹은 ESG평가에서 ESG종합점수, 사회적책임점수 등 포괄적인 카테고리를 사용할 경우 인과관계가 느슨하거나 결과해석이 어려운 경우가 많다. 반대로 기후변화 공시와 기후변화 성과의 관계와 같이 상당히 미시적인 분야를 연구할 경우에는 해석이 어려워진다. 본 연구에서는 GRI Reporting Guideline의 주요

활동지표를 설문지로 개발하고 다수 제도의 지표와 비교, 전문가 검토 등을 통해 신뢰성과 타당성, 모델적합도를 확보하는 사례를 남겼다는 점에서 방법론적으로 기여했다고 할 수 있다.

5.3 연구의 한계점과 향후 연구방향

본 연구의 한계점은 다음과 같은 점을 꼽을 수 있다.

첫째, 아직 외부압력이 부분적으로 나타나는 점은 국내환경이 ESG 경영 도입 초기임을 시사한다. 따라서, 충분히 성숙한 시기에 연구한다면 결과가 변동될 수 있을 것으로 예상된다.

둘째, 이해관계자는 기업활동에 영향을 받고 의사결정에 관여할 수 있는 주체로서, 본 연구에서는 설문지 한계로 포함하지 못하였으나 후속연구에서는 협력사, 지역주민, 유관기관, 지주회사(모그룹사) 등을 추가하여 다양화할 수 있다.

셋째, 국내환경이 ESG 경영 도입 초기로써 분석표본에 중견기업, 중소기업의 비중이 상당히 낮아서 고객압력 등 중견기업, 중소기업의 특성을 충분히 반영하지 못하였고, 환경이 성숙되어 ESG 경영을 시행한 기업이 충분히 늘어난다면 산업별, 규모별, 민간이나 공공 등 다양한 분석이 가능할 것으로 예상된다.

References

- [1] Abdul Rahman, R. and Alsayegh, M.F., Determinants of corporate environment, social and governance (ESG) reporting among Asian firms, *Journal of Risk and Financial Management*, 2021, Vol. 14, No. 4, pp. 167-180.
- [2] Afonso, S.C., Fernandes, P.O., and Monte, A.P., CSR of top Portuguese companies: Relation between social performance and economic performance, *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 2012, Vol. 6, No. 6, pp. 793-797.
- [3] Alda, M., The environmental, social, and governance (ESG) dimension of firms in which social responsible investment (SRI) and conventional pension funds invest: The mainstream SRI and the ESG inclusion, *Journal of Cleaner Production*, 2021, No. 298, pp. 126812.
- [4] Atan, R.U.H.A.Y.A., Razali, F.A., Said, J.A.M.A.L.I.A.H., and Zainun, S.A.U.N.A.H, Environmental, social and governance (ESG) disclosure and its effect on firm's performance: A comparative study, *International Journal of Economics and Management*, 2016, Vol. 10, No. 2, pp. 355-375.

- [5] Azapagic, A., Developing a framework for sustainable development indicators for the mining and minerals industry, *Journal of Cleaner Production*, 2004, Vol. 12, No. 6, pp. 639-662.
- [6] Berg, F., Koelbel, J.F., and Rigoben, R., Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings, *Review of Finance*, 2022, Vol. 26, No. 6, pp. 1315-1344.
- [7] Broadstock, D.C., Matousek, R., Meyer, M., & Tzeremes, N.G., Does corporate social responsibility impact firms' innovation capacity? The indirect link between environmental & social governance implementation and innovation performance, *Journal of Business Research*, 2020, No. 119, pp. 99-110.
- [8] Buhr, N., Gray, R.O., and Milne, M., Voluntary standards and future prospects for sustainability reporting - CSR, GRI, IIRC and beyond, *Sustainability Accounting and Accountability*, Routledge, 2014, pp. 52, 54-55, 59, 62-63, 65.
- [9] Cantele, S. and Zardini, A., Is sustainability a competitive advantage for small businesses? An empirical analysis of possible mediators in the sustainability- financial performance relationship, *Journal of Cleaner Production*, 2018, No. 182, pp. 166-176.
- [10] Chandler, D., Strategic Corporate Social Responsibility, *Yulgok Publishing House*, 2020, pp. 319, 298, 504-505, 323, 300-301.
- [11] Cheng, B., Ioannou, I., and Serafeim, G., Corporate social responsibility and access to finance, *Strategic Management Journal*, 2014, Vol. 35, No. 1, pp. 1-23.
- [12] Chouaibi, S., Chouaibi, J., and Rossi, M., ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law, *EuroMed Journal of Business*, 2021, Vol. 17, No. 1, pp. 1450-2194.
- [13] Clementino, E. and Perkins, R., How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy, *Journal of Business Ethics*, 2021, Vol. 171, No. 2, pp. 379-397.
- [14] Correia, E., Carvalho, H., Azevedo, S.G., and Govindan, K., Maturity models in supply chain sustainability: A systematic literature review, *Sustainability*, 2017, Vol. 9, No. 1, pp. 64, 1-26.
- [15] Cöster, M., Dahlin, G., and Isaksson, R., Are they reporting the right thing and are they doing it right? A measurement maturity grid for evaluation of sustainability reports, *Sustainability*, 2020, Vol. 12, No. 24, pp. 10393.
- [16] De Neve, J.E., Krekel, C., and Ward, G., Work and well-being: A global perspective, *Global happiness policy report*, 2018, pp. 74-128.
- [17] Dijkstra, T.K. and Henseler, J., Consistent partial least squares path modeling, management information systems research center, *University of Minnesota*, 2015, Vol. 39, No. 2, pp. 297-316.
- [18] Fornell, C. and Larcker, D.F., Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error, *Journal of Marketing Research*, 1981, Vol. 18, No. 1, pp. 39-50.
- [19] Freeman, R.E. and McVea, J., A stakeholder approach to strategic management, Darden School of Business in University of Virginia, 2001, SSRN 263511, pp. 1-32.
- [20] Global Reporting Initiative, GRI Standards GRI 1: Foundation 2021, Global Reporting Initiative, 2021, pp. 6-7.
- [21] González-Benito, J. and González-Benito, Ó., A review of determinant factors of environmental proactivity, *Business Strategy and the Environment*, 2006, Vol. 15, No. 2, pp. 87-102.
- [22] Hair, J.F., Ringle, C.M., & Sarstedt, M., PLS-SEM: Indeed a Silver Bullet, *Journal of Marketing Theory and Practice*, 2011, Vol.19, No.2, pp.139-152
- [23] Heijningen, K.v., The impact of ESG factor materiality on stock performance of firms, Rotterdam School of Management Erasmus University, 2019, Erasmus Platform for Sustainable Value Creation Working Paper, pp. 1-50.
- [24] Helmig, B., Spraul, K., and Ingenhoff, D., Under positive pressure: How stakeholder pressure affects corporate social responsibility implementation, *Business & Society*, 2016, Vol. 55, No. 2, pp. 151-187.
- [25] Henderson, R. and Translated by Lim, S.H., Reimagining Capitalism, Across Publishing, 2021, pp. 183-194.
- [26] Henseler, J., Ringle, C.M., and Sarstedt, M., A new criterion for assessing discriminant validity in variance-based structural equation modeling, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 2015, Vol. 43, No. 1, pp. 115-135.
- [27] Jang, S.W. and Kim, Y.H., Corporate ESG and Financial Performance, *Financial Management Research*, 2013, Vol. 30, No. 1, pp. 131-152.
- [28] Javeed, S.A. and Lefen, L., An analysis of corporate social responsibility and firm performance with moderat-

- ing effects of CEO power and ownership structure: A case study of the manufacturing sector of Pakistan, *Sustainability*, 2019, Vol. 11, No. 1, pp. 1-25.
- [29] Jenkins, H., corporate social responsibility and the mining industry: Conflicts and constructs, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2004, No. 11, pp. 23-34.
- [30] Jenkins, H. and Yakovleva, N., Corporate social responsibility in the mining industry: Exploring trends in social and environmental disclosure, *Journal of Cleaner Production*, 2006, No. 14, pp. 271-284.
- [31] Karwowski, M. and Raulinajtys-Grzybek, M., The application of corporate social responsibility (CSR) actions for mitigation of environmental, social, corporate governance (ESG) and reputational risk in integrated reports, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2021, Vol. 28, No. 4, pp. 1270-1284.
- [32] Kim, H.R., Lee, M.K., Lee, H.T., and Kim, N.M., Corporate social responsibility and employee-company identification, *Journal of Business Ethics*, 2010, Vol. 95, No. 4, pp. 557-569.
- [33] Kim, J.S., Jang, Y.J., Lim, H.K., and Jung, S.E., ESG and corporate long-term growth, Korea Corporate Governance Service, 2020, pp. 1-15.
- [34] Kim, S., The Process Model of Corporate Social Responsibility (CSR) Communication: CSR Communication and its Relationship with Consumers' CSR Knowledge, Trust, and Corporate Reputation Perception, *Journal of Business Ethics*, 2017, No. 154, pp. 1143-1159.
- [35] Kline, R., Principles and Practice of Structural Equation Modeling, Guilford Press, 2011, 3rd edition
- [36] Koelbel, J. and Busch, T., Does stakeholder pressure on ESG issues affect firm risk? Evidence from an international sample, *In Academy of Management Proceedings*, 2013, No. 1, pp. 15874.
- [37] Koller, T., Nuttall, R., and Henisz, W., Five ways that ESG creates value, *The McKinsey Quarterly*, 2019, pp. 1-12.
- [38] Korea Exchange ESG Portal., <http://esg.krx.co.kr/content/s/02/02030000/ESG02030000.jsp>, 2022.
- [39] Korean Ministry of Trade, Industry and Energy, K-ESG Guidelines, 2021, pp. 16-19.
- [40] Li, Y., Gong, M., Zhang, X.Y., and Koh, L., The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power, *The British Accounting Review*, 2018, Vol. 50, No. 1, pp. 60-75.
- [41] Liu, L. and Nemoto, N., Environmental, Social and Governance (ESG) Evaluation and Organizational Attractiveness to Prospective Employees: Evidence From Japan, *Journal of Accounting and Finance*, 2021, Vol. 21, No. 4, pp. 14-29.
- [42] Lokuwaduge, C.S.D.S. and Heenetigala, K., Integrating environmental, social and governance (ESG) disclosure for a sustainable development: An Australian study, *Business Strategy and the Environment*, 2017, Vol. 26, No. 4, pp. 438-450.
- [43] Min, J.H., Kim, B.S., and Ha, S.I., The impact of firms' environmental, social, and governance factors for sustainability on their stock returns and values, *Korean Journal of Management Science*, 2015, Vol. 39, No. 4, pp. 33-49.
- [44] Nekhili, M., Boukadhaha, A., and Nagati, H., The ESG-financial performance relationship: Does the type of employee board representation matter?, *Corporate Governance: An International Review*, 2021, Vol. 29, No. 2, pp. 134-161.
- [45] Ortas, E., Álvarez, I., Jaussaud, J., and Garayar, A., The impact of institutional and social context on corporate environmental, social and governance performance of companies committed to voluntary corporate social responsibility initiatives, *Journal of Cleaner Production*, 2015, No. 108, pp. 673-684.
- [46] Park, T.Y., A study on the disclosure method of major topics in response to the ESG management disclosure transition-focused on the oil and gas industry, *Journal of Korean Society of Industrial and Systems Engineering*, 2022, Vol. 45, No. 1, pp. 53-70.
- [47] Preuss, L., Haunschild, A., and Matten, D., The rise of CSR: Implications for HRM and employee representation, *The International Journal of Human Resource Management*, 2009, Vol. 20, No. 4, pp. 953-973.
- [48] Rajesh, R. and Rajendran, C., Relating Environmental, Social, and Governance scores and sustainability performances of firms: An empirical analysis, *Business Strategy and the Environment*, 2019, No. 29, pp. 1247-1267.
- [49] Reijonen, J., The importance of ESG factors for company performance during Covid-19 pandemic, [Master's dissertation], Hanken School of Economics in Finland, 2021, pp. 1-76.
- [50] Sarkis, J., Gonzalez-Torre, P., and Adenso-Diaz, B.,

- Stakeholder pressure and the adoption of environmental practices: The mediating effect of training, *Journal of Operations Management*, 2010, Vol. 28, No. 2, pp. 163-176.
- [51] Schuler, D.A. and Cording, M., A corporate social performance-corporate financial performance behavioral model for consumers, *Academy of Management Review*, 2006, Vol. 31, No. 3, pp. 540-558.
- [52] Shahzad, A.M., Why won't they listen to us: Stakeholder pressure, managerial discretion and corporate social performance, [Doctoral dissertation], The University of Oklahoma ProQuest Dissertations Publishing, 2011, pp. 1-24.
- [53] Shin, G.G., SmartPLS 3.0 Structural Equation Modeling, Book publishing Chung Ram, 2018, pp. 12-13.
- [54] Sultana, S., Zulkifli, N., and Zainal, D., Environmental, social and governance (ESG) and investment decision in Bangladesh, *Sustainability*, 2018, Vol. 10, No. 6, pp. 1-19.
- [55] Tarmuji, I., Maelah, R., and Tarmuji, N.H., The impact of environmental, social and governance practices (ESG) on economic performance: Evidence from ESG score, *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2016, Vol. 7, No. 3, pp. 67-74.
- [56] Tilling, M.V., Some thoughts on legitimacy theory in social and environmental accounting, *Social and Environmental Accountability Journal*, 2004, Vol. 24, No. 2, pp. 3-7.
- [57] Velte, P., Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? A focus on the German two-tier system, *Management Research Review*, 2019, Vol. 43, No. 5, pp. 497-520.
- [58] Warhurst, A., Corporate citizenship and corporate social investment: Drivers of tri-sector partnerships, *Journal of Corporate Citizenship*, 2001, No. 4, pp. 57-73.
- [59] Weber, O., Koellner, T., Habegger, D., Steffensen, H., and Ohnemus, P., The relation between the GRI indicators and the financial performance of firms, *Progress in Industrial Ecology*, 2008, Vol. 5, No. 3, pp. 236-254.
- [60] Yook, G.H., Meaning and tasks of materiality analysis in sustainability (environmental) reports: Focusing on case studies, *Environmental Policy Research*, 2012, Vol. 11, No. 1, pp. 49-74.
- [61] Yoon, Y.R., Jung, J.S., and Yoon, Y.H., The impact of CEOs leadership and social pressure on business performance: Focusing on mediating effects of sustainable management activities, *Asia-Pacific Journal of Business & Commerce*, 2019, Vol. 11, No. 2, pp. 32-70.

ORCID

TaeYang Park | <http://orcid.org/0000-0001-9139-0961>

Jong Dae Kim | <http://orcid.org/0000-0002-5063-2423>