

令和 5 年 6 月 14 日現在

機関番号：32686

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2020～2022

課題番号：20K22104

研究課題名(和文)感染症流行が企業のCSR活動に対する投資家の投資行動及び企業評価に与える影響

研究課題名(英文)How Pandemic Affects Investors' Preferences toward Firm's CSR?

研究代表者

村嶋 美穂(Murashima, Miho)

立教大学・経営学部・助教

研究者番号：50880879

交付決定額(研究期間全体):(直接経費) 1,700,000円

研究成果の概要(和文):本研究の目的は、感染症流行が企業の社会的活動に対する投資家の企業評価及び投資行動にどのように影響を与えるのかを明らかにすることにある。そのため、1)新型コロナウイルス感染症流行の前後で、社会貢献活動に積極的な企業とそうでない企業の追加的な株価上昇率を定量分析することで投資行動を観察し、2)個人投資家に対するアンケート調査を通じて企業評価の具体的な変化内容を明らかにした。研究成果は、論文3本に纏め、査読付き学術誌2件と国際学会2件で発表を行った。

研究成果の学術的意義や社会的意義

既存研究において、社会不安や経済の不確実性が投資家等のリスク許容度といった投資判断に影響を与えることは示されているが、これが企業のCSR活動に対する投資家の投資行動に適用できるかは明らかになっていなかった。加えて、社会的責任投資で欧米に次ぐ市場規模を持つにも関わらず、日本での研究は極めて少ない中、本研究により、その構造的因果関係を明らかにすることができた。また、本研究の結果は、Investor Relation(投資家向け広報)戦略を検討する実務者(経営者、広報担当者等)に対しても示唆を与えるものになった。

研究成果の概要(英文):The purpose of this study is to determine how Covid-19 affects investors' evaluation of companies' social activities and their investment behavior. To this end, we 1) observed investment behavior by conducting a quantitative analysis of the impact of Covid-19 on stock price, companies' social performance, and Covid-19, and 2) clarified changes in individual investors' sentiments through a questionnaire survey of individual investors. The research results were summarized in three papers and presented at two peer-reviewed journals and two international conferences.

研究分野：経営学

キーワード：企業の社会的責任 企業価値 新型コロナウイルス感染症 投資家行動 CSR ESG

## 1. 研究開始当初の背景

2020年5月当時、新型コロナウイルス感染症の世界的流行により経済の不確実性を含む社会不安が増大し、ワタミが休校となった子供がいる家庭に無償でお弁当を配布するなど、民間企業によるCSR活動も広がりを見せている。既存研究では、自然災害といった強い社会不安や経済の不確実性は、投資家を含む人々の価値観を変え、財政上の決定やリスク許容度に影響を与えるとしている(Heaton& Lucas, 2000; Wang and Young, 2019)。更に、経済の不確実性がある中、投資家は企業の透明性、長期的戦略、持続可能なビジネスモデルを再評価するとしている既存研究もある(Pfarrer, Pollock, & Rindova, 2010, Lackmann, Ernstberger, & Stich, 2012)。しかしながら、これらの研究結果が、企業のCSR活動に対する投資家の投資行動に適用できるかは明らかになっていない。特に、社会的責任投資で欧米に次ぐ市場規模を持つ日本での研究は極めて少ない。そこで、本研究は、「感染症流行は企業のCSR活動に対する投資家の企業評価及び投資行動にどのように影響を与えるのか」を明らかにするものである。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、感染症流行が企業の社会的活動に対する投資家の企業評価及び投資行動にどのように影響を与えるのかを明らかにすることにある。そのため、企業の社会的活動に関する評価や企業株価をデータとした実証分析により、感染症流行前後の企業の社会的活動に対する投資行動の変化を定量的に捉えるとともに、個人投資家を対象としたアンケート調査を通じて、投資家による企業評価の変化内容を明らかにする。

## 3. 研究の方法

本研究では、1) 新型コロナウイルス感染症流行の前後で、社会貢献活動に積極的な企業とそうでない企業の追加的な株価上昇率を定量分析することで投資行動を観察し、2)個人投資家に対するアンケート調査を通じて企業評価の具体的な変化内容を明らかにした。全体の研究計画は、大きく「投資行動分析の定量分析」と「企業評価分析(アンケート調査)」に分けられ、2020年度後期は、それぞれ「投資行動分析のためのデータ収集・データベース作成及び企業評価分析のためのアンケート調査計画(調査対象、規模、期間、質問項目の決定)」、2021年度は「株価・財務データと企業のCSR活動評価を用いた定量分析及びアンケート調査の実施」、2022年度は研究成果を論文に纏め、欧米の学術誌や査読付き国際学会を通じて研究成果の発表を行った。

## 4. 研究成果

本研究の目的は、感染症流行が企業の社会的活動に対する投資家の企業評価及び投資行動にどのように影響を与えるのかを明らかにすることにある。そのため、感染症流行前後の企業の社会的活動に対する投資行動の変化を定量的に捉えるとともに、個人投資家を対象としたアンケート調査を通じて、投資家による企業評価の変化内容を以下の通り明らかにした。

### (1) 大企業が勝ったのか? 企業の環境・社会・ガバナンス(Environment, Social, Governance : ESG)のパフォーマンスと組織のレジリエンスの関係における COVID-19 の影響

本研究では、大企業と中小企業におけるESGパフォーマンス、組織のレジリエンス力、企業規模の関係における新型コロナ感染症流行の影響を比較し、明らかにした。本研究において、組織レジリエンスとは、「外的ショックに対処するのみならず、適応し進化する組織の能力」と定義し(Barasa et al., 2018)、投資家ロイヤリティに加え、消費者ロイヤリティも分析対象とした。

理論的背景としては、ESGに積極的な企業は、情報管理、社会ネットワーク、外部との協力関係などに強く、それは投資家や消費者からの信頼を通じて組織レジリエンスの強化につながるという先行研究(Barasa et al., 2018; Ortiz-de-Mandojana and Bansal, 2016)がある。また、強い外的ショックの後、投資家や消費者を含む人々は、よりリスク回避的かつ社会貢献志向になるとされている(Heaton and Lucas, 2000; Kuhnen and Knutson, 2011; Guiso et al., 2018; Voinea and Filip, 2011; Wang and Young, 2020)。加えて、大企業の方が中小企業に比べてESG課題に関心を持つ投資家の層が厚いため、株主の反応、すなわち株価への影響は大きいと考えられる(Gholami et al., 2022; Garel and Petit-Romec, 2021)。よって、本研究の仮説は以下の通りである。

仮説1：企業のESGパフォーマンスと投資家の投資行動の間に成り立つ関係は、中小企業よりも大企業の方が新型コロナウイルス感染症流行によって強化される。

仮説2：企業のESGパフォーマンスと消費者の購買行動の間に成り立つ関係は、中小企業よりも大企業の方が新型コロナウイルス感染症流行によって強化される。

分析手法としては、2016年第1四半期から2022年第2四半期までの7,266個のサンプルを使用し、交互作用項を含む以下のランダム効果モデルを用いた。

$$Resilience_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_i + \beta_2 COVID_t + \beta_3 Large_i + \beta_4 (ESG_i \times COVID_t \times Large_i) + \beta_5 (ESG_i \times COVID_t) + \beta_6 (ESG_i \times Large_i) + \beta_7 (COVID_t \times Large_i) + \beta_8 CompanyControls_{it} + \beta_9 Industry_i + \beta_{10} Year_t + \epsilon_{it}$$

上記モデルでは、企業*i*の*t*四半期の四半期データを用いた。従属変数 (*Resilience<sub>it</sub>*) は、株価成長率 (*Return<sub>it</sub>*)、資産に対する売上高 (*SalestoAssets<sub>t</sub>*) である。ESG パフォーマンス指数 (*ESG<sub>i</sub>*) は、RobecoSAM 評価 (*RobecoAll, RobecoEcon, RobecoEnv, RobecoSocial*) で表す。*COVID<sub>t</sub>* は、2020年第1四半期以降が値1、それ以前が値0となるダミー変数である。コントロール変数 (*CompanyControls<sub>it</sub>*) として、資産額の対数 (*Asset*)、現金資産比率 (*Cash*)、流動性の対数 (*Liquidity*)、時価純資産比率 (*BooktoMarket*)、財務レバレッジ (*Leverage*)、1株当たり年間配当 (*Dividend*)、企業の研究開発費の売上に対する比率 (*R&D*) を入れた。また、企業の特徴をコントロールし、年特有の事象を結果に反映させるために、産業分類 (*Industry*)、年変数 (*Year*) を含めた。この式における交互作用項 ( $\beta_4$  から  $\beta_7$ ) の係数は、ESG パフォーマンス、企業規模 (大企業ダミー変数)、COVID-19 が組織のレジリエンスに与える因果関係を反映している。

分析の結果(表1)、新型コロナウイルス感染症流行以降、ESG パフォーマンスのうち、環境パフォーマンスの高い大企業では株価が上昇、すなわち投資家の投資行動が改善したが、中小企業では改善しなかったことが分かった。また、ESG パフォーマンスが売上に与える影響は、中小企業よりも大企業の方が大きいことが分かった。以上から、仮説1と2が証明された。

また、本研究結果は、企業経営者に対し、ESG の影響が大企業と中小企業で異なることを認識すべきことを示唆している。投資家との関係を強化したいなら環境問題を、顧客との関係を強化したいなら ESG 全般をバランスよく実施すべきである。また、中小企業は ESG を実施するだけでなく、その成果をテレビや SNS など様々なメディアを通じて発信していく必要がある。

(表1) 分析結果

Dependent variables ESG Index	Return				SalestoAsset			
	RobecoAll	RobecoG	RobecoE	RobecoS	RobecoAll	RobecoG	RobecoE	RobecoS
<i>ESG×Large×COVID</i>	0.0858 (0.0591)	0.0849 (0.0710)	0.111* (0.0612)	0.0481 (0.0610)	0.000565* (0.000316)	0.000984*** (0.000268)	0.000472* (0.000251)	0.000602* (0.000313)
<i>ESG×COVID</i>	-0.0396 (0.0556)	-0.0361 (0.0681)	-0.0750 (0.0572)	-0.00959 (0.0576)	-0.000540* (0.000314)	-0.000967*** (0.000366)	-0.000449* (0.000248)	-0.000573* (0.000311)
<i>ESG×Large</i>	-0.00487 (0.0356)	-0.0387 (0.0369)	-0.0326 (0.0331)	0.0346 (0.0412)	-6.96e-05 (0.000152)	-0.000161 (0.000183)	0.000134 (0.000171)	-7.78e-05 (0.000186)
<i>Large×COVID</i>	0.0502 (1.626)	0.232 (1.656)	-1.326 (2.007)	0.436 (1.719)	-0.0119* (0.00615)	-0.0149*** (0.00633)	-0.0165*** (0.00815)	-0.0134*** (0.00669)
<i>ESG</i>	-0.0105 (0.0352)	0.0254 (0.0361)	0.0150 (0.0311)	-0.0490 (0.0403)	8.32e-06 (0.000253)	8.77e-05 (0.000284)	-0.000189 (0.000251)	-3.21e-05 (0.000280)
<i>COVID</i>	-12.15*** (1.567)	-12.23*** (1.618)	-10.93*** (1.869)	-12.39*** (1.635)	0.00145 (0.00488)	0.00467 (0.00511)	0.00584 (0.00704)	0.00276 (0.00544)
<i>Large</i>	1.019 (1.096)	1.313 (1.078)	1.660 (1.330)	0.539 (1.216)	-0.00399 (0.00596)	-0.00332 (0.00582)	-0.00903 (0.00781)	-0.00381 (0.00641)
<i>Leverage</i>	0.00612 (0.00398)	0.00643 (0.00400)	0.00612 (0.00399)	0.00632 (0.00390)	8.98e-05* (5.11e-05)	9.01e-05* (5.10e-05)	8.99e-05* (5.10e-05)	8.99e-05* (5.10e-05)
<i>BtoM</i>	-1.868*** (0.275)	-1.892*** (0.278)	-1.888*** (0.274)	-1.860*** (0.269)	-0.00240 (0.00291)	-0.00246 (0.00290)	-0.00244 (0.00290)	-0.00243 (0.00289)
<i>Asset</i>	-0.122 (0.127)	-0.139 (0.126)	-0.112 (0.127)	-0.113 (0.125)	-0.0186*** (0.00427)	-0.0186*** (0.00424)	-0.0185*** (0.00420)	-0.0184*** (0.00424)
<i>Cash</i>	-2.639 (2.105)	-2.623 (2.080)	-2.638 (2.050)	-2.614 (2.088)	-0.137*** (0.0248)	-0.138*** (0.0247)	-0.137*** (0.0247)	-0.137*** (0.0248)
<i>R&amp;D</i>	-1.42e-05 (0.000138)	-2.24e-05 (0.000137)	-2.24e-05 (0.000132)	-1.70e-05 (0.000137)	-6.17e-07*** (2.08e-07)	-6.24e-07*** (2.09e-07)	-6.31e-07*** (2.13e-07)	-6.19e-07*** (2.09e-07)
<i>Dividend</i>	-0.000559 (0.00393)	-0.000789 (0.00387)	-0.000146 (0.00389)	-0.000432 (0.00390)	8.02e-05*** (2.46e-05)	7.93e-05*** (2.41e-05)	8.11e-05*** (2.51e-05)	8.09e-05*** (2.49e-05)
<i>Industry</i>	-0.327** (0.153)	-0.323** (0.154)	-0.309** (0.154)	-0.315** (0.154)	0.0187*** (0.00385)	0.0186*** (0.00385)	0.0189*** (0.00395)	0.0188*** (0.00387)
<i>Year</i>	1.003*** (0.332)	1.010*** (0.331)	1.003*** (0.331)	0.995*** (0.332)	-0.00205** (0.000865)	-0.00204** (0.000863)	-0.00210** (0.000861)	-0.00205** (0.000867)
<i>Constant</i>	-2.018*** (669.1)	-2.032*** (667.4)	-2.017*** (668.7)	-2.000*** (670.5)	4.497*** (1.716)	4.478*** (1.710)	4.597*** (1.708)	4.506*** (1.719)
Observations	7,050	7,050	7,050	7,050	7,316	7,316	7,316	7,316
R-squared	0.0270	0.0269	0.0269	0.0269	0.161	0.161	0.160	0.162
Number of firmcode	778	778	778	778	778	778	778	778
Wald chi2 (15)	554	546.6	545.2	559.4	373.4	375.8	362.6	378.5
Prob > chi2	0	0	0	0	0	0	0	0

Robust standard errors in parentheses.\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## (2) 新型コロナウイルス感染症流行が個人投資家の社会的責任投資判断における動機に与えた影響：米国、ドイツ、日本の比較分析

本研究は、新型コロナウイルス感染症流行により、個人投資家の心理 (センチメント) と投資選択がどのように変化したかを明らかにすることを目的とする。理論的背景としては、投資家のセンチメントが市場の動きに影響を与えるという「投資家心理理論」(Barberis et al., 1998; Bentham, 1789)がある。特に、外的ショックによる不安や所得減少リスクは、投資家をリスク回避的にする(Heaton and Lucas, 2000)。加えて、生命の危機を経験した人は、他者への配慮が強くなる傾向がある(Sarkis et al., 2020)。また、3か国間の違いに関しては、企業システムと正統性は国によって異なっており(EiKelish, 2018; Li and Harrison, 2008)、それは投資家の社会的

態度とも関連している(Badia et al., 2021; Neher and Hebb, 2015)。欧州では長期的な経営計画や労働者の権利を重視する企業文化がある(Esteban et al., 2017)ため、投資家はより社会的関係性を重視する傾向があり、短期的な利益を重視する米国投資家は、投資リターンをより重視する傾向があると考えられる。日本も近年、社会的視点を持った投資家が増えてはいるが、欧州に比べると進んでいない(Tanimoto, 2019)ため、欧州と同型だが弱い反応となると考えられる。よって、本研究の仮説は以下の通りである。

仮説 1： 新型コロナウイルス感染症流行後、個人投資家は心理変化により社会的責任投資を増加させた

仮説 2： 新型コロナウイルス感染症流行後、個人投資家はより社会関係性重視となったため社会的責任投資を増加させた

仮説 3： 新型コロナウイルス感染症流行後の個人投資家の社会的責任投資行動に影響を与える要因は、日本、米国、ドイツで異なる

仮説 4a. 新型コロナウイルス感染症流行後の個人投資家の社会的責任投資行動に影響を与える要因は、ドイツでは関係性重視傾向が強い

仮説 4b. 新型コロナウイルス感染症流行後の個人投資家の社会的責任投資行動に影響を与える要因は、米国では投資リターン重視傾向が強い

仮説 4c. 新型コロナウイルス感染症流行後の個人投資家の社会的責任投資行動に影響を与える要因は、日本では関係性重視傾向が強いが、ドイツに比べると弱い

分析手法として、日本、米国、ドイツの個人投資家、合計 1,219 名を対象にオンラインアンケート調査を行い、ロジット回帰と順序ロジット回帰を用いて横断的な分析を行った。分析モデルは以下の通り。

$$SRI_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Priority}_i + \beta_2 \text{age}_i + \beta_3 \text{gender}_i + \beta_4 \text{education}_i + \beta_5 \text{income}_i + \varepsilon_i \dots (1)$$

$$\text{PositiveSRI}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Priority}_i + \beta_2 \text{age}_i + \beta_3 \text{gender}_i + \beta_4 \text{education}_i + \beta_5 \text{income}_i + \varepsilon_i \dots (2)$$

$$\text{SRIamount}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Priority}_i + \beta_2 \text{age}_i + \beta_3 \text{gender}_i + \beta_4 \text{education}_i + \beta_5 \text{income}_i + \varepsilon_i \dots (3)$$

上記モデル(1)、(2)、(3)において、従属変数はそれぞれ、個人  $i$  が社会的責任投資をしたか ( $SRI$ )、新型コロナウイルス感染症以前より積極的に社会的責任投資をしたか ( $\text{PositiveSRI}$ )、社会的責任投資への投資額 ( $\text{SRIamount}$ ) である。すべてのモデルにおいて、 $\text{Priority}_i$  は、投資判断に影響を与える 15 要因の変化に関する順序尺度の変数である。また、調査結果が回答者の個人特性に影響されないよう、年齢、性別、教育水準、収入というコントロール変数を追加した。

分析の結果(表 2) 全体としては、新型コロナウイルス感染症流行後、投資リターン重視の要因は社会的責任投資により負の影響を与えるようになり、社会関係性重視の要因はより正の影響を与えることが分かった。しかし、その関係性は国によって異なっていた。ドイツや米国の投資家は短期的投資リターンを理由として社会的責任投資に対しより消極的になっており、積極的に投資を行う要因がなかった。一方、日本の投資家のみが、短期的投資リターンへの期待及び環境、多様性、従業員の権利と福祉を含む社会関係要因が変化したことにより、積極的に社会的責任投資を行うようになった。よって、仮説 1, 2, 3 は証明されたが、仮説 4a, b, c とは異なる結果となった。

また、本研究は、企業経営者に対し、投資家の国とその関心に合わせて社会的投資に関する宣伝方法を変化させることで、より効果的な資金調達が可能になることを示唆している。

(表2) 分析結果 (一部抜粋: 主要変数のみ)

VARIABLES	All countries			Japan	The U.S.	Germany	Japan	The U.S.	Germany	Japan	The U.S.	Germany
	<i>SRI</i>	<i>PositiveSRI</i>	<i>SRIamount</i>	<i>SRI</i>			<i>PositiveSRI</i>			<i>SRIamount</i>		
<i>ShortReturn</i>	-0.301*** (0.0733)	-0.308*** (0.0763)	-0.0990 (0.0969)	-0.143 (0.148)	-0.381*** (0.118)	-0.202 (0.169)	-0.165 (0.164)	-0.284** (0.116)	-0.444*** (0.171)	0.398** (0.200)	-0.139 (0.128)	-0.161 (0.211)
<i>LongReturn</i>	0.0176 (0.0901)	-0.193** (0.0912)	-0.0299 (0.0995)	0.0169 (0.176)	0.111 (0.149)	0.0198 (0.204)	-0.0369 (0.195)	0.0157 (0.141)	-0.327 (0.220)	0.0811 (0.224)	0.0314 (0.185)	-0.203 (0.203)
<i>Portfolio</i>	-0.102 (0.0985)	-0.140 (0.102)	0.101 (0.0884)	0.00461 (0.216)	-0.114 (0.142)	0.0111 (0.221)	0.0866 (0.242)	-0.116 (0.137)	-0.220 (0.207)	0.0101 (0.188)	0.00720 (0.154)	0.318* (0.192)
<i>RiskAversion</i>	-0.161** (0.0784)	-0.104 (0.0811)	-0.250*** (0.0911)	-0.156 (0.176)	0.0629 (0.118)	-0.261 (0.186)	-0.218 (0.203)	0.0411 (0.117)	-0.0743 (0.181)	-0.397 (0.302)	-0.0889 (0.142)	-0.307* (0.160)
<i>Potential</i>	0.0394 (0.0960)	-0.114 (0.103)	-0.0307 (0.0943)	0.211 (0.211)	0.271* (0.141)	-0.472** (0.225)	0.0263 (0.242)	0.00233 (0.145)	-0.0396 (0.215)	0.178 (0.218)	-0.114 (0.130)	0.00839 (0.214)
<i>Governance</i>	-0.0357 (0.0990)	-0.00757 (0.101)	-0.131 (0.0946)	0.559* (0.292)	-0.0987 (0.130)	-0.317 (0.245)	0.710** (0.325)	-0.0520 (0.127)	-0.376 (0.243)	0.731** (0.296)	-0.235** (0.117)	0.0541 (0.215)
<i>ProductQuality</i>	-0.0550 (0.0976)	-0.0487 (0.103)	-0.0144 (0.0959)	-0.599** (0.290)	-0.169 (0.146)	0.280 (0.218)	-0.634* (0.337)	-0.0408 (0.142)	0.224 (0.222)	-0.158 (0.302)	0.217 (0.161)	-0.0809 (0.185)
<i>Altruism</i>	-0.274** (0.112)	-0.154 (0.112)	-0.386*** (0.117)	-0.251 (0.348)	-0.176 (0.155)	-0.604*** (0.232)	0.449 (0.340)	-0.329** (0.150)	-0.0491 (0.219)	-0.239 (0.380)	-0.472*** (0.171)	-0.510** (0.223)
<i>Environment</i>	0.231** (0.101)	0.114 (0.0995)	0.144 (0.0960)	0.814*** (0.259)	0.00248 (0.154)	0.245 (0.211)	0.710** (0.287)	0.117 (0.146)	0.170 (0.199)	0.206 (0.294)	-0.127 (0.155)	-0.00256 (0.179)
<i>Community</i>	-0.0825 (0.104)	0.185 (0.112)	-0.163* (0.0948)	0.00435 (0.317)	-0.0328 (0.151)	-0.309 (0.199)	0.0175 (0.383)	0.195 (0.150)	0.300 (0.240)	-0.279 (0.290)	0.00232 (0.136)	-0.109 (0.188)
<i>Diversity</i>	0.0145 (0.103)	0.0110 (0.103)	0.0711 (0.106)	0.574** (0.289)	-0.112 (0.145)	-0.114 (0.221)	0.670** (0.330)	-0.0496 (0.132)	-0.300 (0.221)	-0.0750 (0.361)	0.0484 (0.150)	0.0917 (0.208)
<i>Employee</i>	-0.0928 (0.114)	-0.114 (0.110)	-0.0849 (0.0928)	-0.363 (0.356)	-0.186 (0.159)	0.306 (0.243)	-0.454 (0.371)	-0.0740 (0.159)	-0.0799 (0.225)	0.648* (0.353)	-0.182 (0.149)	-0.192 (0.169)
<i>Rights</i>	-0.100 (0.115)	-0.191 (0.117)	0.237** (0.104)	-0.699* (0.361)	-0.0314 (0.174)	-0.162 (0.229)	-0.520 (0.444)	-0.293* (0.163)	-0.0192 (0.229)	-0.0666 (0.339)	0.197 (0.172)	0.116 (0.177)
<i>SocialIssues</i>	-0.00500 (0.113)	-0.0242 (0.107)	-0.0623 (0.110)	0.330 (0.396)	0.198 (0.176)	-0.310 (0.216)	0.308 (0.473)	0.124 (0.159)	-0.200 (0.221)	-0.789 (0.568)	0.0945 (0.176)	-0.114 (0.175)
<i>Beliefs</i>	-0.199** (0.0893)	0.0927 (0.0927)	-0.0946 (0.0891)	0.0503 (0.330)	-0.168 (0.117)	-0.186 (0.200)	-0.151 (0.362)	-0.0255 (0.113)	0.224 (0.212)	-0.0884 (0.289)	-0.0315 (0.133)	-0.239 (0.183)

Note: Robust standard errors in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計3件（うち査読付論文 2件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 Murashima Miho	4. 巻 23
2. 論文標題 DO INVESTORS' REACTIONS TO ENVIRONMENTALLY FRIENDLY NEWS ANNOUNCEMENTS DIFFER ACROSS INDUSTRIES? A COMPARATIVE ANALYSIS OF JAPAN'S FOOD AND AUTOMOTIVE INDUSTRIES	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Journal of Business Economics and Management	6. 最初と最後の頁 1315 - 1333
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.3846/jbem.2022.18244	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 Murashima Miho	4. 巻 -
2. 論文標題 The impact of the COVID-19 pandemic on motivating factors affecting individual investors' socially responsible investment decision: a comparative analysis of the USA, Germany and Japan	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Corporate Governance: The International Journal of Business in Society	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1108/CG-08-2022-0342	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Miho Murashima	4. 巻 1
2. 論文標題 How Do Japanese Investors Respond to Gender-Related News Communications?	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 In: Eweje G., Nagano S. (eds) "Corporate Social Responsibility and Gender Equality in Japan. CSR, Sustainability, Ethics & Governance"	6. 最初と最後の頁 67~92
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1007/978-3-030-75154-8_5	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 0件/うち国際学会 4件）

1. 発表者名 Miho Murashima
2. 発表標題 Impact of COVID-19 on ESG risk, stock returns, and firm performance: Evidence from Japanese firms
3. 学会等名 The 30th Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting and Management, (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 Tran Thi Hue (共著)
2. 発表標題 Preliminary results of a study on the mediating effect of innovation on the influence of CSR on competitiveness: Case study from Vietnam
3. 学会等名 The Vietnam Economist Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 Tran Thi Hue and Miho Murashima
2. 発表標題 The Role of Technological Innovation on the Relationship between ESG Strategies and Firm Performance in SMEs: A Panel Data Analysis from Vietnam
3. 学会等名 The 37th EBES Conference on October 6-8, 2021, Berlin, Germany (Online/ Virtual Presentation) (国際学会)
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 Miho Murashima
2. 発表標題 The risk of having "Low" ESG performance after COVID-19: The impact of COVID-19 on the relationship between a firm's ESG risk and resiliency in Japan
3. 学会等名 The 23rd RSEP International Economics, Finance & Business Conference on November 25th-26th, 2021, Rome, Italy, University of Washington Rome Center (Online) (国際学会)
4. 発表年 2021年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 東京財団政策研究所CSR研究プロジェクト (著), 金田 晃一 (著), 斎藤 悦子 (著), 平沼 光 (著), 村嶋 美穂 (著), 大野 元己 (著)	4. 発行年 2021年
2. 出版社 東京財団政策研究所	5. 総ページ数 254
3. 書名 『新型コロナウイルス感染症流行と企業の「レジリエンス」 社会的 評価の高い企業が生き残る』、 『CSR白書2021--大規模な社会変動と企業の対応-アフターコロナを見据えて』	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関			
イタリア	Luiss University			