

Effective Altruism Fund

OPTIMIZE SOCIAL & ECONOMIC BENEFITS



Peter Singer



William MacAskill

応募区分: 大学

チーム名: シマエナガ

メンバー: 鈴木(リーダー) 青木 井村 田中 柳井

指導教員: 石田惣平准教授

チームID: SL2301620

学校名・学年: 立教大学2年

基礎学習

1. 私たちの生活に必要な財やサービスを [1] 生産 し、[2] 流通 させ、[3] 消費 することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる [4] 私的財 と、政府が税金等を使って提供する [5] 公共財 とがある。
2. 経済の主体には、生産・流通の主体である [6] 企業、消費の主体である [7] 消費者 (家計)、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する主体である [8] 政府 (国・地方公共団体) がある。
3. 通貨には、紙幣や硬貨などの [9] 現金通貨 と、銀行などに預けられており振替などで決済手段として機能する [10] 預金通貨 とがある。
4. 2022 年からの成年年齢の引き下げに関する説明文のうち、誤っているものは？ [11] c
 - a. 成年年齢の引き下げにより、18・19 歳は父母の親権から離れ、親の財産管理権が及ばなくなった。
 - b. 親の同意なしで、携帯電話の契約を結んだり、アパートを借りたり、高額商品を買うためのローンを組んだりできるようになった。
 - c. 成年年齢引き下げ後に、いったん結んだ契約を取り消すためには「未成年取消権」の行使が必要になった。
 - d. 2023 年から、つみたて NISA の利用可能年齢が 18 歳に引き下げられた。
5. 日本では人口減少が進む中、性別や年齢、言語や宗教など多様な視点を有する人たちが構成される組織のほうが強さを増すという [12] ダイバーシティ (多様性) の重要性が指摘されている。
6. 2020 年に署名された RCEP(地域的な包括的経済連携)は、日本や中国、韓国など東アジアを中心に [13] 15 国が参加し、世界の人口と GDP のおよそ [14] 3 割を占める世界最大規模の自由貿易圏である。
7. グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？ [15] d
 - a. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
 - b. グローバル化の進展による影響は、経済以外の分野ではあまり見られない。
 - c. 「環太平洋経済連携協定 (TPP)」は、FTA (自由貿易協定) の一つである。
 - d. 近年の日本の国際収支をみると「投資収益」が大幅な黒字を計上している。
8. 「持続可能な開発目標 (SDGs)」の 17 の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ (3つ以内)、その主な理由を記述してください。

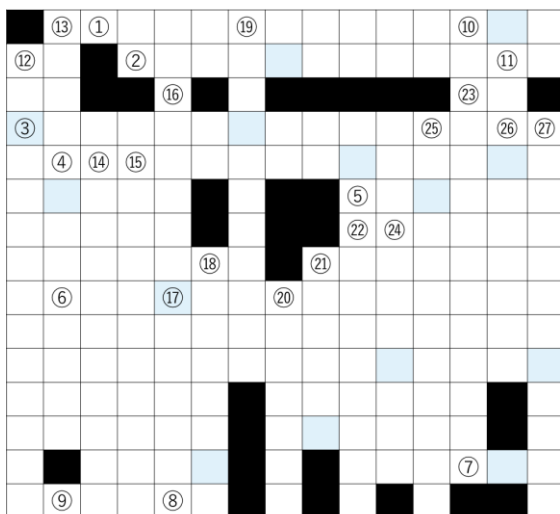
| 関連の深い SDGs の目標 | | その主な理由 |
|-------------------------|---|---|
| 目標 13 気候変動に具体的な対策を |  | グローバルに生産拠点を持つ企業が GHG 排出量の削減等に注力することで、世界全体の気候変動が起こるスピードを遅くし、人や動植物が暮らしやすい世の中の形成に寄与する。 |
| 目標 9 産業と技術革新の基盤をつくろう |  | 企業の独自技術等によって安心・安全な食品や医薬品を開発し、安定して全世界へと提供される基盤を形成することで持続的な社会の実現に貢献する。 |
| 目標 8 働きがいも経済成長も |  | 企業にとって付加価値の源泉である従業員へ適切に資本投下されることで従業員満足度が高まる。それ故、生産性が上昇するため企業価値の向上、すなわち経済成長に貢献する。 |



レポート下部のコラムでは私やマックススキルさんが残している言葉を計26個紹介しているよ！
ぜひ本文だけでなく、コラムも読んでみてね！

9. 「ESG 投資」で重視する 3つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか？ **[16] b**
 a. 経済—科学—成長 b. 環境—社会—企業統治 c. 効率—持続可能性—企業統治
10. GDP(国内総生産)に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ **[17] a**
 a. GDP とは、一定期間に国民全体として生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
 b. GDP とは、一定期間に国内で生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
 c. 実質 GDP とは、名目 GDP から物価の変動による影響を差し引いたものである。
 d. 2022 年(暦年)の日本の GDP の額は、名目 GDP が実質 GDP を上回っている。
11. 日本最大の証券取引所は、東京証券取引所(東証)であるが、その他にも**[18] 札幌**、**[19] 名古屋**、**[20] 福岡**に地方証券取引所があり、地域経済や地域企業のサポート役として存在している。
12. 投資のリスクを小さくする方法には、「長期」、「分散」、**[21] 「積立」**の 3つが重要とされている。分散投資は**[22] 資産**や、**[23] 地域**、**[24] 時間**を分けることで安定した収益が期待出来る。
13. 「積立投資」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ **[25] c**
 a. 積立投資は、定期的に株式などの金融商品を購入する投資の方法の一つである。
 b. 積立投資には定量購入と定額購入の 2つがある。
 c. 積立投資は、元本が保証されている投資方法である。
 d. ドル・コスト平均法では、株価が高いときには少ない数しか株を買えないが、株価が下がれば購入できる株が多くなり平均的な購入価格を抑えることができる。
14. 次のうち、資本に対し企業がどれだけの利益を上げているかを表し、数値が高いほど経営効率が良いと言える財務指標はどれか？ **[26] a**
 a. ROE b. 自己資本比率 c. 純利益 d. PER
15. 「日経アジア 300」は、アジアの 11 の国・地域を対象に、**[27] 時価総額**、**[28] 成長性**、知名度などを基準に選定した約 300 社の有力企業で構成されている。

~CROSSWORD PUZZLE~



- 横のカギ：**
 ① 2SCでは経営者特性と企業の何を測ったのか。
 ② ITNフレームワークにおいて「それを解決することで世界がどれだけ良くなるのか」を考慮する観点は何か。
 ③ ITNフレームワークにおいて「今までどれほどのリソースがその領域に投げられてきたか」を考慮する観点は何か。
 ④ シンガー曰く、効果的利他主義は、"the form of altruism in which we bring our rational ○○○○○○○○○"。
 ⑤ 効果的利他主義の理論的支柱を築いた哲学者は "Peter ○○○○○○" である。
 ⑥ 具体的かつ客観的な統計データや指標などを駆使することを英語で何と言うか。
 ⑦ 2SCにおいて、企業の投資活動における効率性を○○スコアと言う。
 ⑧ 2SCにおいて、企業活動における経済学的な効率性を○○スコアと言う。
 ⑨ 2SCにおいて、経営者の業績を予想する能力を○○スコアと言う。
 ⑩ 2SCにおいて、経営者特性の代替指標はHist○○○○スコアと言う。
 ⑪ 2SCにおいて、企業の効率性において経営者が寄与する部分を○○スコアと言う。
- 縦のカギ：**
 ⑫ マッカスキル曰く、現代における道徳的な優先事項は "Positively influencing the ○○○○○○○○ ○○○○○○" である。
 ⑬ 2SCの名称は ○○○○○○○○○○○○○ スクリーニングである。
 ⑭ マッカスキル曰く、もたらされる価値のほとんどは "the very best ○○○○○○○○○○" からもたらされる。
 ⑮ SPCフレームワークにおいて「そのアプローチがもたらした状況がどれだけ長く続くのか」を考慮する観点は何か。
 ⑯ マッカスキルの言う○○○○とは、シンガーの議論においては「理論的推論能力」と同義である。
 ⑰ 社会的インパクト分析の縦軸は"○○○○○○○ of improvement" である。
 ⑱ ③の観点は、マッカスキルの議論においては何と言い換えられているか。
 ⑲ SPCフレームワークにおいて「その状況が少数の特定の行動にどれだけ依存するか」を考慮する観点は何か。
 ⑳ マッカスキルは理性を行使することを、"○○○○○○○ reasoning" としている。
 ㉑ 社会的インパクト分析の横軸はNumber of people ○○○○○○ である。
 ㉒ 効果的利他主義運動の創始者は "William ○○○○○○○○○" である。
 ㉓ 3SCは企業が取り組むべき問題を選定しているかを見るため、各企業が設定している何を評価するのか。
 ㉔ 3SCでは取り組む課題に対しての何を評価するのか。
 ㉕ SPCフレームワークにおいて「その問題の解決にどれだけ寄与するか」を考慮する観点は何か。
 ㉖ 1SCの名称は企業による利他主義の実践に関する ○○○○○○○○ スクリーニングである。
 ㉗ ITNフレームワークにおいて「その問題の解決がどれだけ容易か」を考慮する観点は何か。

(注) ①~⑳までの答えは全て英語である。クロスワード内の数字は各問いの番号と対応していて、その問題の頭文字が当てはまる場所を表している。対応する番号を先頭に、横のカギについては右に、縦のカギについては下にスペルを入れていくことで完成する。水色に入るアルファベットを並び替えることで答えを導くことができる。



クロスワードパズルに挑戦してみよう(答えは30ページのフッターを参照)！
 レポート本文とコラムを読んで穴埋めをしていくとある英語のセンテンスが浮かび上がってくるよ！ぜひやってみてね！

要旨

気候変動や人権問題などの様々な社会問題が世界規模で深刻さを増す昨今、企業が価値創造を行うにあたっては社会問題の解決が前提条件になっている。しかしながら、日本企業は様々な社会問題に対して効果的に取り組み、価値創造ができていたとは言い難い。カナダの Corporate Knights Inc.は、持続的な社会に向けて世界的に先進的な取り組みを行っている企業 100 社のランキング（Global 100 Most Sustainable Corporations in the World）を公表しているが、2023 年度ランキングにおいてランクインしている日本企業は僅か 4 社にとどまっている。本稿では、日本企業が効果的に社会問題に取り組めていない原因を「**有限のリソースを無闇矢鱈に振り撒くが故に、適切な問題に対して効果的にリソースを投下できていない**」ためであるとして、有限のリソースから費用対効果を最大化させる哲学としての「**効果的利他主義（Effective Altruism）**」がこの現状の処方箋となり得ると考えている。

効果的利他主義とは、「**手持ちのリソースでできるかぎりのよいことを行い（効果的）、他の人々の生活を向上させる（利他主義）**」という考えである。効果的利他主義を実践する上では、直感や経験則による判断ではなく、**エビデンス（証拠）**と**リーズン（理性）**に基づき、適切な問題に対して効果的なアプローチを行うことが重要である。すなわち効果的利他主義は、右に倣ったマテリアリティにリソースを無闇に投じるのではなく、エビデンスやリーズンといった外部足場を設け合理的な意思決定を下すことが、利他主義的な行為による効果を最大化させるために必要不可欠であると主張している。そこで本稿では、効果的利他主義の考え方に基づき、「**エビデンスとリーズンを駆使し、自社が保有するリソースから最大限に社会問題の解決に取り組む企業は、効果的に社会問題を解決し、ひいては企業価値を持続的に著しく向上させる**」という仮説を導き、効果的利他主義を実践する企業を抽出する。

効果的利他主義を実践することができる企業を選定するにあたり、日本企業 3,693 社に対して 3 段階のスクリーニングを実施し、選出される 20 社より「**EA ファンド**」を構築する。具体的なスクリーニングプロセスとしては、第 1 に、効果的利他主義を実践する準備行為として利他主義を実践する**道徳的態度**を有する企業を抽出する。第 2 に、自社のリソースを効率的に活用し最大限のアウトプットを達成する**企業効率性**と**経営者特性**の 2 つを兼ね備える企業を選出する。最後に、企業が**適切なマテリアリティ**を特定した上で、そこに対する**効果的なアプローチ**ができていくかについて、効果的利他主義を提唱する論者及び団体が実際に活用するフレームワークに基づき定性的に評価し、効果的利他主義を実践する企業を選定する。最終的に残る企業 20 社による「**EA ファンド**」を構築する。

さらに本稿では、社会的インパクト分析・経済的インパクト分析を行い、EA ファンドが**社会的便益**と**経済的便益**の双方を最大化させ、効果的利他主義がより効果的な価値創造に寄与することを証明している。効果的利他主義による価値創造の可能性を評価する本稿が、混迷極める昨今の世界環境と日本企業の未来に明るい兆しを示唆していることを願う。

目次

1. はじめに

- 1.1 現代における価値創造の前提条件
- 1.2 日本企業による価値創造の実態
- 1.3 企業価値最大化のための処方箋

2. 効果的利他主義とは

- 2.1 「効果的利他主義」運動の広がり
- 2.2 効果的利他主義の原則
 - 2.2.1 エビデンスとリーズンという外部足場
 - 2.2.2 問題とアプローチに対する合理的判断
 - 2.2.3 効果的利他主義の実践例
- 2.3 投資戦略としての効果的利他主義

3. ファンドの構築

- 3.1 スクリーニングプロセス
- 3.2 Morality スクリーニング
- 3.3 Effectiveness スクリーニング
- 3.4 Altruism スクリーニング
- 3.5 投資比率の決定

4. 投資家へのアピール

- 4.1 効果的利他主義の実践に関する考察
- 4.2 社会的インパクト分析
- 4.3 経済的インパクト分析

5. おわりに



Living a fully ethical life involves doing the most good we can.

倫理的な生き方を全うするには、できる限りの善を行う必要がある。

1. はじめに

1.1 現代における価値創造の前提条件

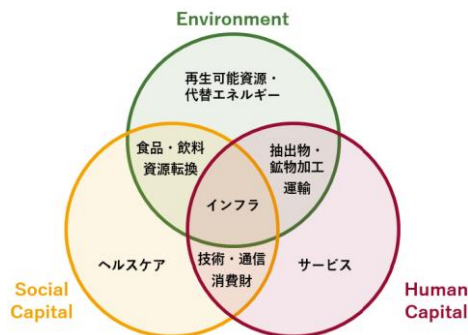
世界規模での環境課題、貧困などの社会課題や人権に関する課題、こうした様々な社会問題が逼迫する現代において、企業による価値創造も変化している。伝統的な価値創造においては、「**経済的便益**」の獲得が重要とされる。しかし、現代的な価値創造においては、社会問題の解決を通じた「**社会的便益**」の追求が重要となる。

価値創造における社会的便益の重要性は、学術的にも支持されている。Orlitzky.(2001)によれば、企業による社会問題への取り組みは、**財務パフォーマンスに好影響をもたらす**ことが分かっている。また、Malik.(2015)による数多くの文献調査の結果、企業が社会問題に取り組むことで、**市場リターンの増加**や**資本コストの減少**だけでなく、**持続的な株式リターン**や**時価総額の向上**をもたらすことが認められる。つまり、社会的便益を追求することで、同時に経済的便益を獲得することが可能であり、**企業が社会問題の解決に向けて取り組むことは現代における価値創造の前提条件**といえる。

1.2 日本企業による価値創造の実態

企業が価値創造を行うためには、社会問題に対して効果的に取り組み、社会的便益を追求する必要があるが、果たして日本企業は、社会問題の解決を通じた価値創造ができていのだろうか。カナダの Corporate Knights Inc.は、企業の持続可能性を評価し、マーケットに有意義な情報を提供することを目的として、持続可能な社会に向けた取り組みを行う世界各国の企業を 100 社格付けする Global 100 Most Sustainable Corporation in the World を毎年発表している。しかし、2023 年度ランキングにおいて名を連ねる日本企業は僅か 4 社に留まっている。この結果から、**多くの日本企業が社会問題の解決に対して効果的に取り組めておらず、社会的便益と企業価値を十分に結びつけることができていない**と言える。

[図表 1-1] マテリアリティに応じた企業分類



[図表 1-2] 環境情報開示スコアの比較結果

| 指標 | Environment | Social Capital | Human Capital |
|-----|-------------|----------------|---------------|
| 最大値 | 78.95 | 79.25 | 78.77 |
| p75 | 40.89 | 32.04 | 17.50 |
| 中央値 | 27.46 | 10.12 | 2.48 |
| p25 | 1.75 | 0.91 | 0.40 |
| 最小値 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 平均値 | 23.33 | 18.41 | 12.99 |
| N | 765 | 392 | 848 |

(注) SASB が定める金融を除く 10 セクターごとに各関連課題の重要度合いを調査した上でベン図に起こしている。スクリーニング対象企業は 2022 年 11 月末までに上場しており、東証業種分類において金融業に属する企業、当該上場期限を基準に直近 1 会計期間の決算月数が 12 ヶ月でない企業を除く 3,693 社である。その中で環境情報開示スコアが欠損でない企業を開示スコアの比較の分析を行う対象企業としている。

なぜ日本企業は社会問題の解決を通じた価値創造を行えていないのだろうか。本稿では「**有限のリソースを無闇矢鱈に振り撒くが故に、適切な問題に対して効果的にリソースを投下できていない**」ことが原因であると考えられる。

社会問題の解決を通じた価値創造を行うべく、多くの企業が社会問題を含めた様々な重要課題を「マテリアリティ」として特定し、ステークホルダーへの情報提供に努めている。PwC の 2021 年度調査によれば、日本企業の 91% がマテリアリティを特定している一方で、その内容との整合が取れる情報開示を行なっている企業はその内 35% である。このことから、ほとんどの日本企業が価値創造のため右に倣ったマテリアリティを設定し、その内容や重要性についての分析と、取り組みの管理が徹底されていない可能性が示唆される。

さらに本節では、企業が取り組むべき社会問題をマテリアリティとして特定し、適切にリソースを投下しているかを検証する。SASB Materiality Map における「**Environment**」、「**Social Capital**」、「**Human Capital**」の 3 分野を企業が取り組むべき社会問題とし、SASB が各企業のセクターごとに定める**関連課題 (relevant issues)** に応じた分類を、



We forget there is an emergency happening all the time, because we've grown accustomed to everyday emergencies like disease and poverty and oppression.
我々は病気や貧困、抑圧といった緊急事態が日常的なものであることに慣れてしまい、常に危機の渦中にあることを忘れてしまう。

本稿におけるスクリーニング対象企業全社に適用する（図表 1-1）。その上で、Bloomberg Terminal より対象企業の環境情報開示スコアを取得し、分類ごとに同スコアを比較する。図表 1-2 の結果より、環境情報開示スコアについて Environment と Social Capital に属する企業の平均値の差は僅か 5 点ほどしかないということから、本来であれば環境問題への取り組みにより多くのリソースを投じるべき企業が、それ以外の活動にもリソースを振り撒いていると言える。これは、日本企業が無闇にリソースを分散させていることの証左に他ならない。

1.3 企業価値最大化のための処方箋

企業は社会的便益を追求することで、企業価値を向上させることができる。これは言い換えれば、企業は社会問題に対して効果的に取り組まなければ、マーケットから評価されず、経済的便益を十分に獲得することができないことを意味する。しかし、1.2 で示したように、日本企業の多くは右に倣ったマテリアリティを特定し、無闇矢鱈にリソースを分散させている。日本企業が直面する問題とは、価値創造におけるこの深刻な「ジレンマ」なのだ。では、いかにして日本企業はジレンマから脱却し、企業価値を高めていくことが可能となるのだろうか。

社会問題に効果的に取り組むためには、取り組むべき問題を見極め、有限のリソースの範囲で効果的な取り組みを実践しなければならない。つまり、適切な問題の優先順位づけを行い、そこに投じるリソースの範囲での費用対効果を最大化させる実践的な哲学があれば、日本企業はジレンマを打破することができる。そこで処方箋となるのが、「効果的利他主義（Effective Altruism）」である。

効果的利他主義を企業活動に適用すれば、日本企業は自社の保有するリソースから社会問題の解決に効果的に寄与することで、最大限の価値創造を実現することができる。そこで本稿では、「効果的利他主義による効果的な社会問題の解決と企業価値最大化の実現」を投資テーマとする。次章では、効果的利他主義の理論的内容を紐解くと共に、効果的利他主義をベースとする社会問題の解決に向けた方法論について論じていく。

2. 効果的利他主義とは

2.1 「効果的利他主義」運動の広がり

効果的利他主義（Effective Altruism）とは、自分が他者を助けるためにできる最善の方法を導き出し、それを実践することを目指す哲学及び社会運動である。

[図表 2-1] 効果的利他主義の定義



効果的利他主義の創始者である哲学者ウィリアム・マッカスキル（以下、マッカスキル）は、この運動の根幹となる考えを「利他主義」と「効果的」の2つの要素から説明している（図表 2-1）。マッカスキルによれば、利他主義とは「他の人々の生活を向上させる」ことを指し、効果的であるということは「手持ちのリソースでできるかぎりのよいことを行う」という費用対効果を意味している。つまり効果的利他主義とは、その名の通り「効果的に利他主義を実践する」ことであり、「単に世界をよりよくするとか、ある程度よいことを行うのではなく、できるかぎりの影響を及ぼそうとする（マッカスキル、13 頁）」ことでもある。



Philosophy ought to question the basic assumptions of the age.

哲学とは、その時代の基本的な前提を問うものである。

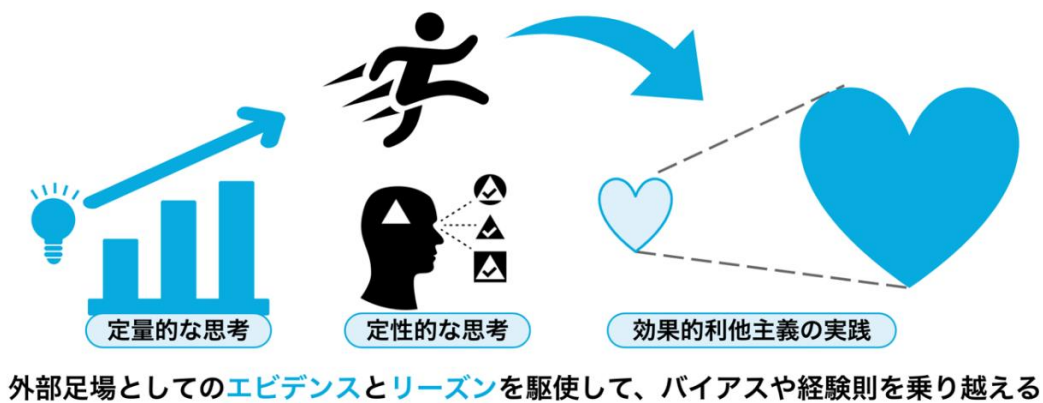
2011 年にマッカスキルが慈善団体 Giving What We Can と 80,000 Hours を統括組織する Centre For Effective Altruism を設立して以来、効果的利他主義の運動は拡大し続けている。現在では、ビル・ゲイツやウォーレン・バフェットといった有力な資産家らがこの効果的利他主義の考えに賛同し、より効果的なチャリティー活動に取り組んでいる。2022 年時点で既に数十億ドル単位の資金が投下されている効果的利他主義は、現代において最も影響力の高い社会運動の 1 つと言えるだろう。

2.2 効果的利他主義の原則

2.2.1 エビデンスとリーズンという外部足場

効果的利他主義について肝要な点は、「どうすれば自分の持ちうるリソースを活用して最大限の影響を及ぼせるか」という費用対効果についての問いに対し、「エビデンス (証拠)」と「リーズン (理性)」という外部足場を頼りに答える「科学的アプローチ」を原則としていることにある。

[図表 2-2] 効果的利他主義の原則



エビデンスとは、具体的かつ客観的な統計データや指標などを駆使することを指す。そしてリーズンとは、効果的利他主義の理論的支柱を築いた哲学者ピーター・シンガー（以下、シンガー）の議論では、ある道德判断において感情ではなく理性に訴えかけることによる「理性的推論能力 (ability to reason)」を意味している。マッカスキルの言葉を借りれば、「入念な推論 (careful reasoning)」を行うことである。つまり、効果的利他主義の原則となる考えは、利他主義的な行為の実践に際し、自分のリソースの範囲で最大限の効果を実現するために、エビデンスとリーズンを駆使した「合理的な意思決定」を行うことであるといえる (図表 2-2)。

道徳理論の 1 つである効果的利他主義がこうした科学的アプローチを奨励するのは、効果的利他主義が定量的な思考であることに由来する。効果的利他主義を体系化させたマッカスキルは、シンガーと彼の功利主義の思想に影響を受けている。ある問題に対して最大限の影響を与える効果的利他主義の考えは、その行為の「結果」と「量」を重視する点において「最大多数の最大幸福」を追求する功利主義の定量的な性質と一致する。

同じく道徳を科学的視点から議論する『The Moral Arc』の著者マイケル・シャーマーによれば、そもそも人間の思考は直感や経験則といった「定性的」なバイアスが備わっており、しばしば道徳的な問題についても「定量的」な要素を無視した非合理的な意思決定を行ってしまうことが指摘されている。このような視点から、マッカスキルとシンガーを筆頭とする効果的利他主義者らは、それぞれ「エビデンス」と「リーズン」という外部足場を設け、定性的な思考を乗り越えて定量的な思考を獲得するアプローチを効果的利他主義の原則としている。

2.2.2 問題とアプローチに対する合理的判断

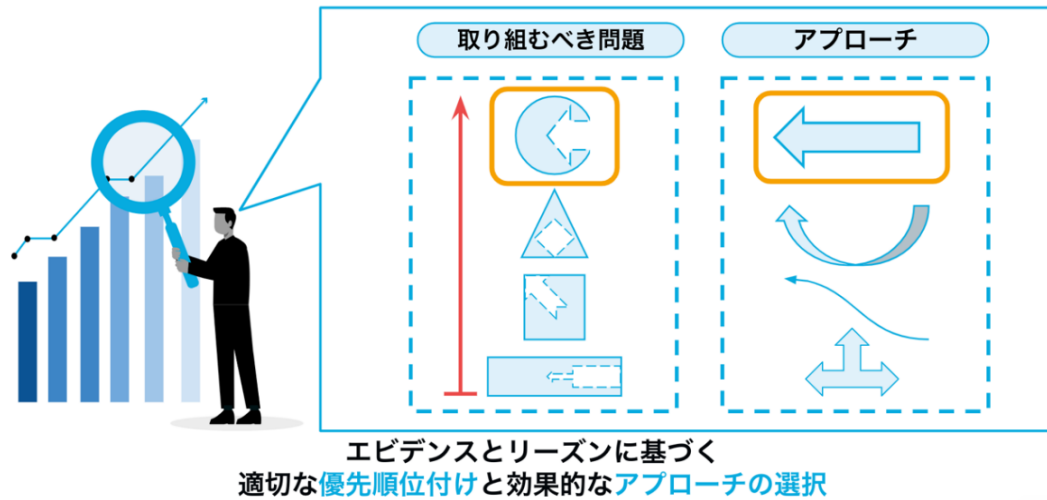
「結果」と「量」、つまり「効果」という定量的観点から自身の利他主義的な行為による影響を最大化させる効果的利他主義を実践するためには、問題解決にあたり自身の有限のリソースを有効に活用する必要がある。そこで着目すべきは、「取り組む問題」と、それに対する「アプローチ」である (図表 2-3)。



Effective Altruism is an advance in ethical behavior as well as in the practical application of our ability to reason.

効果的利他主義とは倫理的行為の進歩であると同時に、我々の理性的推論の実践的な応用でもある。

[図表 2-3] 取り組む問題とアプローチに対する合理的な判断



現代のように様々な社会問題が乱立する場合には、問題に対して全体論的に取り組むことは決して合理的な判断とは言えない。世界の問題は本来それぞれ独立した事象であり、それらを複合的な問題として捉えることは、個々の問題がどれほど深刻なのか、その問題の解決可能性はどれほどあるのか、という定量的な「程度」と「可能性」を見誤ることになる。

加えて、自身の時間とリソースは常に有限であり、その範囲でこの世界にもたらすことのできる「付加価値」にも当然限りがある。そして時には、その付加価値を高めるべく、そもそもの自身のリソースを増やすといった長期的な「戦略」を考えることも重要となる。すなわち、問題解決にあたっては自身が取り得る様々なアプローチの中から最大の付加価値をもたらすための戦略を採択しなければならない。

だからこそ効果的利他主義では、エビデンスとリーズンに基づき、自らの利他主義的な行為における定量的な要素、すなわち、問題の程度と可能性、そして自身のアプローチがもたらす付加価値とそれを高める戦略を合理的に判断し、有限のリソースからの費用対効果を最大化させる道筋を模索することが重要となる。実際のマッカスキルの議論や慈善団体 80,000 Hours の活動においても、問題とそれに対するアプローチについて、様々な経済理論や統計的エビデンスを駆使する検証を重ねた上で、何が最も深刻な問題で、どれが最も効果的なアプローチであるかを吟味する過程がおかれている。

2.2.3 効果的利他主義の実践例

日々複雑性を増しつつある世界規模での社会問題に効果的に取り組むためには、効果的利他主義に基づき、エビデンスとリーズンを駆使して「取り組む問題」と「アプローチ」の双方を合理的に判断する必要がある。では、具体的にどのようにして効果的利他主義を実践することは可能なのだろうか。本節では例として、マッカスキルの著書『Doing Good Better』と、Singer. (1972) における「貧困」への取り組みに関する議論を参照する。

「貧困」という問題に対し、「寄付」というアプローチを実践する場合、先進国に住む個人が自国の貧困に苦しむ人々のことを思って寄付を実践することは、個人のもたらす効果を最大化させているとは言い難い。なぜなら、ここでは取り組む問題とアプローチについて十分に合理的な判断がなされていないからである。

そもそも先進国における貧困の問題は、途上国のそれと比較すればさほど深刻ではない。このことは、世界の所得と生活水準の格差からも明らかである。そして、先進国の貧困に対する個人の寄付は、その個人のリソースから達成される付加価値を最大化させるものではない。むしろ「効果」の観点から言えば、生活水準が高い先進国では政府による経済・福祉政策などの積極的な対処の方が効果的であり、個人の寄付による効果は目減りする。

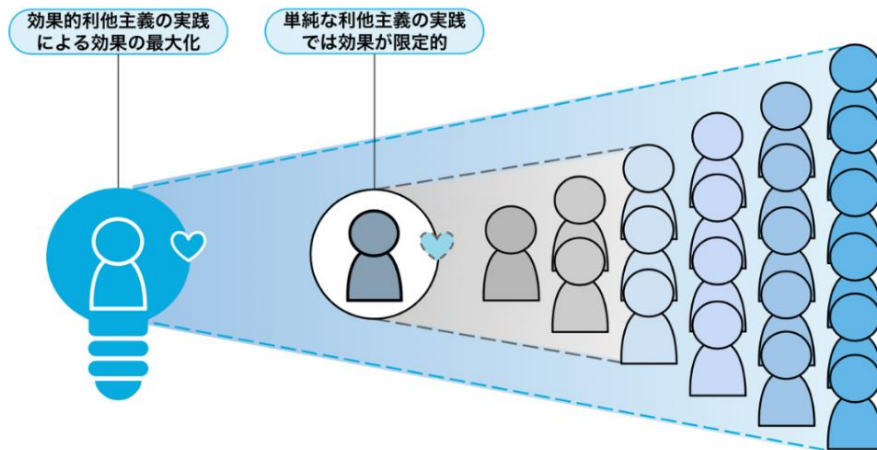
しかし、効果的利他主義の原則に基づきエビデンスとリーズンを駆使すれば、**貧困の問題に対する個人の寄付の「効果」を最大化し、効果的利他主義を実践することができる** (図表 2-4)。



The general rule that most of the value generated comes from the very best activities is very common.

もたらされる価値のほとんどは、最善の行いによってこそ獲得されるという一般的な法則は存在する。

[図表 2-4] 効果的利他主義の実践による利他主義の最大化



マッカスキルとシンガーの両名はそれぞれ、同じ貧困の問題であっても先進国に暮らす個人は「自国の貧困」ではなく「途上国の貧困」に取り組むべきとしている。マッカスキルは、同額の寄付であっても、より深刻度の高い途上国の貧困に対して先進国の個人が寄付をすることで、その効果を最大化できることを、世界の所得格差や生活水準のデータといったエビデンスから導き出している（マッカスキル、21 頁）。

さらにシンガーは「利益に対する平等な配慮（equal consideration of interests）」という道徳的配慮における平等の原理に基づき、自国の人々を優先させるのではなく、途上国の人々を平等な受益者としてみなすべきとするリーゼンを駆使した合理的な道徳判断を提唱している（Singer, 1972）。

個人の利他主義的が及ぼすことのできる影響には限界がある。しかし、エビデンスとリーゼンを駆使して、取り組むべき問題と、そこに最も影響を及ぼすアプローチを導き出すことで、世界中のあらゆる社会問題の解決に最大限貢献し、最大多数の最大幸福という功利主義的命題をも達成することが可能となる。マッカスキルやシンガーの唱える効果的利他主義とは、**利他主義的行為の可能性を拡張する試み**である。

2.3 投資戦略としての効果的利他主義

企業が効果的利他主義の考えを実践し、社会問題の解決に向けて自社のリソースからの費用対効果を最大化させることで、企業の価値創造にも最大限の成果が期待できる。

1.2 では、社会問題に対する効果的な取り組みが価値創造の前提条件であるにも関わらず、日本企業は自社が取り組むべき社会問題を見極めず、有限のリソースを無闇矢鱈に振り撒き、費用対効果を損なっていることを指摘した。その上で、自身のリソースの範囲で最大限の影響を及ぼす効果的利他主義は、**インプットから最大のアウトプットを引き出す「費用対効果の哲学」**である。したがって、日本企業が効果的利他主義の考えを取り入れ、自社が取り組むべき社会問題に対し、リソースを有効活用するアプローチを採択すれば、社会問題の解決に向けた取り組みを企業価値創造に向けた**最も合理的な手段**とすることが可能となる。つまり、**効果的利他主義を実践する企業は、企業価値を持続的に向上させるポテンシャルを有することから、投資対象としても十分に魅力的な存在たり得る**ということである。

以上の論点を踏まえ、本稿では効果的利他主義の考え方にに基づき、「エビデンスとリーゼンを駆使し、自社が保有するリソースから最大限に社会問題の解決に取り組む企業は、効果的に社会問題を解決し、ひいては企業価値を持続的に著しく向上させる」という仮説を導く。次章より、この仮説に立脚するファンドの構築を行う。

3. ファンドの構築

3.1 スクリーニングプロセス

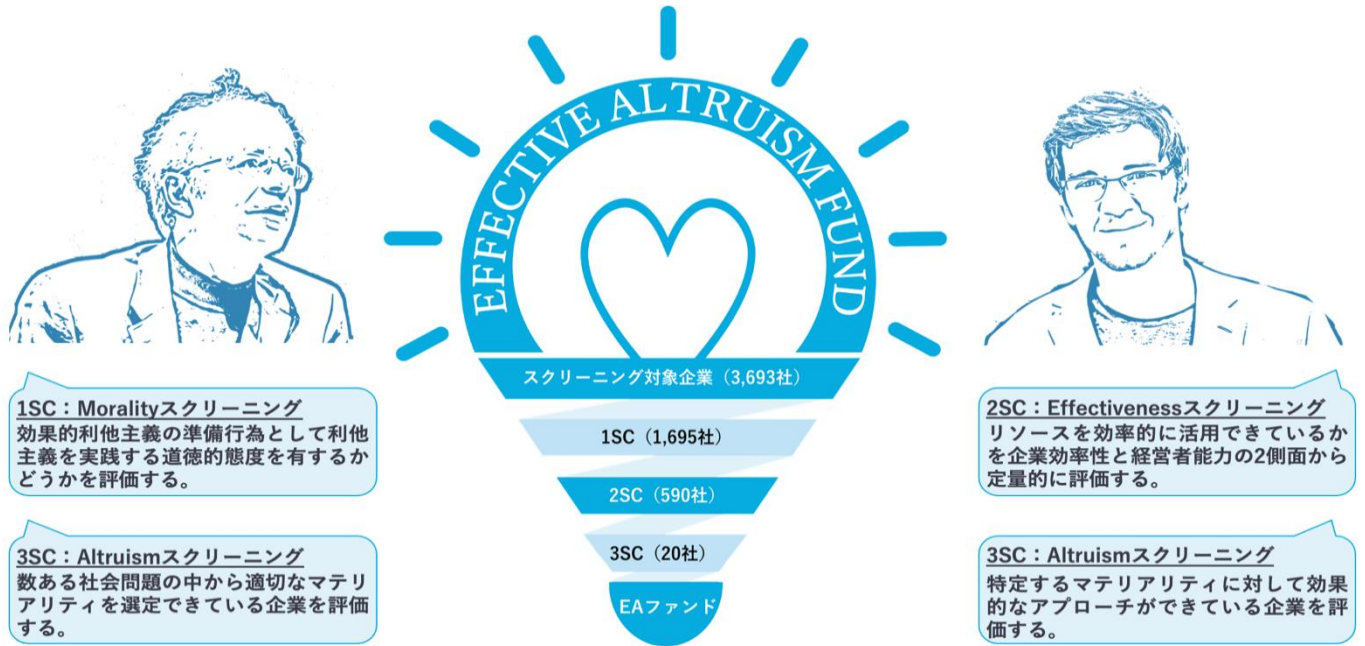
本稿では、2022 年 11 月末までに日本の株式市場に上場しており、東証業種分類において金融業に属する企業、当該上場期限を基準に直近 1 会計期間の決算月数が 12 ヶ月でない企業を除く 3,693 社を対象企業とする。



If doing the most you can do for others means that you are also flourishing, then that is the best possible outcome for everyone.
もし他者のための最大限の行いが、自分自身をも豊かにするのであれば、それは誰にとっても最善の結果である。

具体的なスクリーニング手法としては、まず、第 1 スクリーニングでは、利他主義を実践している企業を選出する。次に、第 2 スクリーニングにおいては、「エビデンス」と「リーズン」を駆使した合理的な意思決定ができている企業を企業効率性と経営者特性の観点から抽出する。最後に、第 3 スクリーニングでは、企業が取り組むべき「マテリアリティ」を特定した上で、そこに対し効果的な「アプローチ」を選択できている企業を評価する。最終的に残る 20 社を、効果的利他主義を実践している企業として選出して構築するファンドを”Effective Altruism”の頭文字を取り「EA ファンド」と名付ける。なお、スクリーニングプロセスは図表 3-1 の通りである。

[図表 3-1] スクリーニングプロセス



3.2 Morality スクリーニング

効果的利他主義を実践するためには、前提として利他主義を実践する**道徳的態度 (Morality)** が不可欠である。シンガーは『私たちはどう生きるべきか』において、**私益を追求する利己主義的な慣習は自滅的であり、「世界の苦を減らす」といった普遍的な倫理基準に従う場合においてのみ個人や集団による行為は正当化されると主張する。**このことは、価値創造の前提条件として社会問題の解決が要請される現代において、社会問題への取り組みを実践しない企業は投資対象から除外され、企業価値の低下を招くという 1.3 での議論からも明らかである。

つまり、「倫理的でない生き方を続けて、今日の世界に存在する膨大な量の不必要な苦しみに対して無関心であることはできない (シンガー、8 頁)」という道徳的態度から、社会問題に取り組む利他主義を実践し、その内実をマーケットに開示することは、企業が効果的利他主義を実践し、最大限の価値創造に向けた準備行為となるのである。

[図表 3-2] Morality スクリーニング

| 評価指標 | 基準 |
|-----------|---------------------------|
| 環境情報開示スコア | いずれか 1 つでも 0 または欠損値であれば除外 |
| 社会情報開示スコア | |

そこで、本稿では企業による利他主義的行為の代理指標として、Bloomberg Terminal における環境情報開示スコア、社会情報開示スコアの 2 指標を参照し、スクリーニング対象企業全社のスコアを取得する。評価方法としては、いずれか 1 つの情報開示スコアに 0 または欠損値がある企業は除外することとする (図表 3-2)。結果的として 1,695 社が Morality スクリーニングを通過している。



Positively influencing the longterm future is a key moral priority of our time.

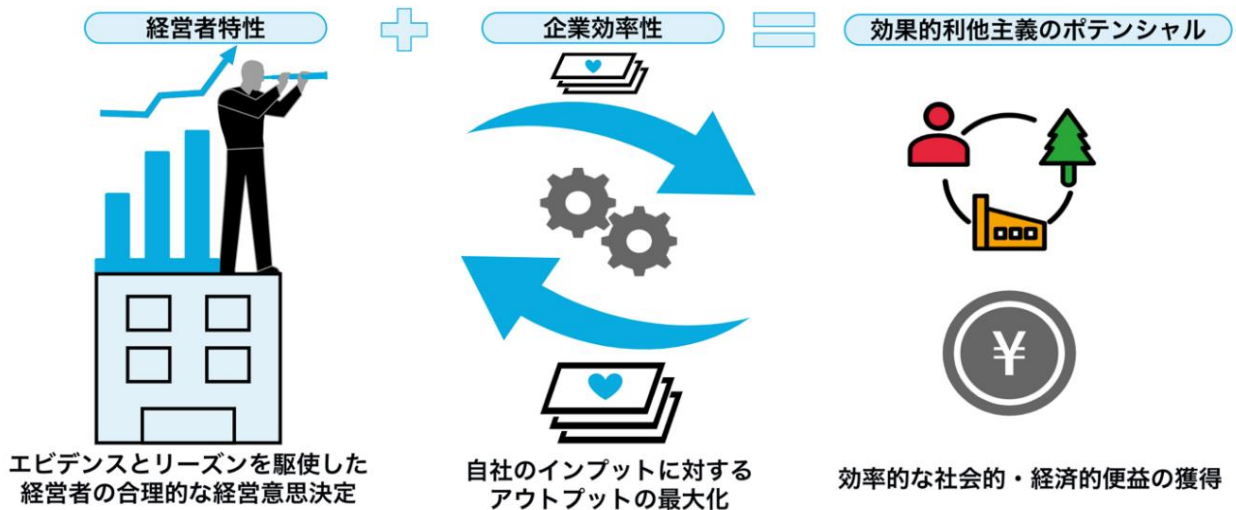
長期的な未来に向けてポジティブな影響をもたらすことこそ、現代における道徳的な優先事項である。

3.3 Effectiveness スクリーニング

第 2 スクリーニングでは、第 1 スクリーニングで利他主義を実践していることがわかった企業が、それに加えて効果的利他主義の原則に従っているか評価し、効果的利他主義を実践するポテンシャルを有する企業を選出する。

2.2 でも述べた通り、効果的利他主義の原則として求められるのは、自身の持ちうるリソースを有効活用しその費用対効果を最大化させるための「エビデンスとリーズンを駆使した合理的な意思決定」である。この原則を有する企業を見極めるにあたり注目すべきは、「自社のリソースを効率的に運用する」という経営上の効率性と、「その意思決定にあたり合理的な意思決定ができる」という経営者の能力である（図表 3-3）。

[図表 3-3] 企業効率性と経営者特性に着目する意義



エビデンスとリーズンを駆使した合理的な意思決定を行う企業であれば、自社のインプットに対するアウトプットを最大化させる「企業効率性」と、企業の意思決定の担い手としての優れた「経営者特性」が顕現するはずである。

以上の点を踏まえ、「エビデンスとリーズンを駆使できている企業」を企業効率性と経営者特性の 2 側面から評価し、効果的利他主義のポテンシャルを有する企業を選出する Effectiveness スクリーニングを実施する。

企業効率性

自らのインプットに対する最大限のアウトプットを求める点において、効果的利他主義による費用対効果の追求と、企業経営における経済学的な効率性の追求は本質的には同義の試みである。そこで、Demerjian et al. (2012) のモデルを参考に、企業活動に要する費用や資産をインプット、売上高をアウトプットとみなし、業種別でインプットに対するアウトプットの効率性の値である Firm Efficiency スコア（以下、FE スコア）を算出している。具体的には、以下の式を用いて包絡線分析（DEA 分析）を行い、個々の企業の FE スコアを求める。

FE スコア

$$\max_{\theta} \theta = \frac{\text{Sales}}{(v_1 \text{CoGS} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{PPE} + v_4 \text{OpsLease} + v_5 \text{R\&D} + v_6 \text{Goodwill} + v_7 \text{Other Intan})}$$

Sales: 売上高, **CoGS:** 売上原価, **SG&A:** 販売費及び一般管理費, **PPE:** 期首時点の有形固定資産（純額）, **OpsLease:** 期首時点のオペレーティング・リース資産, **R&D:** 期首時点の研究開発資産, **Goodwill:** 期首時点の買入のれん, **OtherIntan:** 期首時点のその他無形資産

さらに、企業の主たる事業活動である投資活動は、企業が社会問題に効果的に取り組む上で特に重要である。効果的利他主義において求められるのは、特定の問題に対して投じるインプットから、最大限のアウトプットを得ることである。すなわち、効率的な投資活動を行っている企業は、社会課題の解決につながる事業への投資に対して



The challenge for us is this: How can we ensure that, when we try to help others, we do so as effectively as possible?
我々の課題とは、他者を助けようとする場合に、「どうすれば可能な限り効果的に助けることができるのか」という問いに答えることである。

も効率的にアウトプットを得ることができるはずである。そこで、企業の投資活動における効率性を評価するべく、Biddle et al. (2009) の投資効率性 (Investment Efficiency) モデルを用いる。Biddle et al. (2009) のモデルは、産業内における平均的な投資金額がその産業に最も適した投資金額であり、その金額からの乖離、つまりは回帰モデルにおける残差が小さいほど、投資効率性が高いという仮定に基づいている。本稿では、以下の式に倣い、**Investment Efficiency** スコア (以下、IE スコア) を求める。

IE スコア

$$Investment_{i,t} = \alpha + \beta SalesGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Investment: 総投資額 (有形固定資産及び無形固定資産の純増価額) / 期首総資産額,

SalesGrowth: 売上高成長率 (前期売上高に対する変化率) / 期首総資産額

経営者特性

効果的利他主義の理論的中核を成すシンガールの倫理学的見解は、『実践の倫理』において、道徳における行為者と受益者の双方を、理性的で自己意識のある**人格 (person)** として扱う「パーソン論」に立脚していることが示されている。すなわち、効果的利他主義の原則たる合理的な意思決定の担い手は、往々にして**人格的個人**を想定しているといえる。そのため、企業活動における最終的な意思決定を担う人格的個人としての「経営者」が、企業の効率性に与える影響についても評価する必要がある。

そこで、最初に着目する経営者特性は、**Managerial Ability** (以下、**MA スコア**) である。MA スコアとは、企業効率性の指標に用いた Demerjian et al. (2012) の FE スコアから、企業の規模や寡占度、成熟度といった要素を回帰により取り除いた残差であり、企業効率性に対する経営者の寄与度を示している。これより、業績誘引効果といったバイアスを形成する要素を除く、純粋かつ妥当な経営者能力の計測が可能となる。ここでは、Chang et al. (2019) を参考に、FE スコアから企業特有のコンディション部分を算出し、その残差 ε を純粋な経営者の企業効率性への寄与度としての MA スコアとする。

MA スコア

$$FE\ Score_i = \alpha + \beta_1 \ln(Total\ Assets)_i + \beta_2 MarketShare_i + \beta_3 FCF_D_i + \beta_4 \ln(Age)_i + \beta_5 Business\ Segment\ Concentration_i + \beta_6 Foreign\ Currency\ Indicator_D_i + Year_i + \varepsilon_i$$

Total Assets: 総資産, **MarketShare**: 業界内売上シェア (%), **FCF**: 期末のフリーキャッシュフローが非負の場合に 1 をとるダミー変数, **Age**: 企業年齢, **BusinessSegmentConcentration**: 総売上高に対する各事業セグメント高の比率の平方和 (Bushman et al. 2004), **ForeignCurrencyIndicator**: 期末の為替換算調整勘定が 0 でない場合に 1 をとるダミー変数, **Year**: 年による標準誤差の影響を除くための変数

そして、Demerjian et al. (2012) にて Managerial Ability の代理変数として挙げられるヒストリカル産業調整済 ROA (Rajgopal et al. (2006)) の値に基づいた評価も実施する。ヒストリカル**産業調整済 ROA** スコア (以下、**Hist ROA** スコア) は Demerjian et al. (2012) と Chang et al. (2019) を参考に、2022 年 11 月期を基準に過去 5 年間の累積経常利益額を同じく過去 5 年間の総資産の平均値で除することで求める。

Hist ROA スコア

$$Hist\ ROA\ Score = \frac{Cumulative\ IBC}{Average\ Total\ Assets}$$

Cumulative IBC: 2016 年 12 月期～2021 年 11 月期の経常利益 (income before extraordinary items) ,

Average Total Assets: 2016 年 12 月期～2021 年 11 月期の総資産の平均値

次に用いる経営者特性の評価尺度は、「業績予想の正確度」である。企業効率性にて Biddle et al. (2009) の投資



Effective altruism is the form of altruism in which we bring our rational capacities to bear in order to do the most good that we can.

効果的利他主義とは、我々ができる限りの善を行うために、合理的能力を駆使する利他主義の一形態である。

効率性モデルを参照しているが、投資活動とは将来におけるリターンを期待して行うものに他ならない。効率的な投資を行なっている企業であれば、それだけ正確な将来予測を行なっていると考えられる。自社のリソースを活用し、社会問題の解決に向けたアウトプットの最大化を目指す効果的利他主義の実践においても、インプットに対して期待される効果を正確に見通す経営者の能力が必要不可欠となる。

本稿では、Goodman et al. (2014) と Ishida et al. (2021) を参考に、業績予想の正確度を示す **Management Forecast** (以下、MF スコア) を算出する。MF スコアは予想利益と実績利益の乖離度合いとして、以下のような算出式より求める。

MF スコア

$$MF\ Score_{i,t} = \frac{|Initial\ Earnings\ Forecast_{i,t} - Actual\ Earnings_{i,t}| * (-1)}{Lagged\ Market\ Value\ of\ Equity_{i,t-1}}$$

Initial Earnings Forecast: 期初当期純利益予想値, **Actual Earnings:** 当期純利益実績値,
Lagged Market Value of Equity: 期末株式時価総額

スコアリング方法

企業効率性、経営者特性の各項目について、図表 3-4 の通りにスコアリングを実施し、50 点満点中全体の上位 10%にあたる 33 点以上を獲得した企業 590 社をエビデンスとリーズンを駆使した合理的な意思決定ができる企業として選出する。そして、この 590 社こそエビデンスとリーズンを駆使して自社の実践する利他主義の効果を最大化することのできる「効果的利他主義のポテンシャルを有する企業」である。

[図表 3-4] Effectiveness スクリーニング

| 観点 | 評価指標 | 基準 |
|-------|--------------|--|
| 企業効率性 | FE スコア | 10 分位でスコアリングを行い 1~10 点で評価 (FE スコアと MA スコアは産業別に 10 分位した上で評価する) |
| | IE スコア | |
| 経営者特性 | MA スコア | |
| | Hist ROA スコア | |
| | MF スコア | |

3.4 Altruism スクリーニング

Altruism スクリーニングでは、効果的利他主義を実践するポテンシャルがあるとして選出した 590 社が、実際に合理的な判断に基づき社会問題の解決に最大限に努めているかを企業の開示情報とその取り組み内容から評価する。

2.2.2 より、効果的利他主義の実践にあたっては、取り組むべき問題とそれに対するアプローチをエビデンスとリーズンを駆使した合理的な見地から選択することが重要とされる。つまり企業活動においては、効果的利他主義を実践するためには「適切なマテリアリティ」を設定し、「効果的なアプローチ」を実行する必要がある。そこで Altruism スクリーニングでは、効果的利他主義のポテンシャルを有する 590 社に対し、それぞれの「マテリアリティ」と、そこに対する「アプローチ」を評価することで、真に効果的利他主義を実践している企業を選出する。

必須条件

本スクリーニングを実施するにあたり、参照すべき資料・期間設定・開示内容に基準を設け、それらを Altruism スクリーニングの必須条件とした上で、評価するマテリアリティを企業ごとに特定する。

参照する資料とその期間設定は、2022 年 11 月期までの内容を掲載した「統合報告書」及び「サステナビリティレポート」、あるいはそれらに相当する開示資料とする。その上で社会問題についてのマテリアリティの開示があり、なおかつ合理的な判断の証左として「特定プロセス」又は「マテリアリティマトリックス」が併せて開示され



The capacity to reason is a special sort of capacity because it can lead us to places that we did not expect to go.

理性的推論は、我々の予想を超えた場所へと導く特別な能力である。

ていることを条件とする。これにより、エビデンスとリーズンを駆使していることが確認できる企業 211 社を本スクリーニング対象企業として抽出する。

そして、効果的利他主義の立場から望ましい企業の取り組みとは、2.2.2 より複合的な社会問題に対する全体論的な取り組みではなく、個々の重要かつ解決可能性が担保された問題に対する最大限の取り組みである。したがって、評価すべきは企業の包括的なマテリアリティ全体ではなく、各企業の属する産業と関連づけられているマテリアリティである。したがって、図表 1-1 における各社の分類に対応したマテリアリティを選定し、定性的に評価する。

マテリアリティの評価方法としての「ITN フレームワーク」

企業の特定するマテリアリティが適切な内容であるかを評価するための方法論として、80,000 Hours といった効果的利他主義を掲げる組織が提唱する「ITN フレームワーク」を採用する（図表 3-5）。これは、数ある問題を「重要性（Importance）」「解決可能性（Tractability）」「看過度合い（Neglectedness）」の 3 つの観点から評価し、適切に優先順位付けするためのフレームワークである（マッカスキル, 2022）。2.2.2 における議論の通り、社会問題を全体論的に捉えることは、個々の問題の程度や可能性といった定量的な要素を度外視することになりかねない。そのため、こうした合理的なフレームワークに基づき問題を適切に優先順位付けし、確実に問題解決を達成することは、社会的便益の獲得における不確実性を乗り越えるためにも必要不可欠なステップである。

[図表 3-5] ITN フレームワーク



ITN フレームワークの 3 つの観点について、マッカスキルの著書『What We Owe The Future』での定義を参照する。”Importance”とは被害の規模や深刻度などを考慮した上で、「それを解決することで世界がどれだけ良くなるのか」という視点を評価軸としている。”Tractability”は、「その問題の解決がどれだけ容易か」についての評価軸を有する。例えば、途上国における「政治の腐敗」と「ポリオの根絶」とでは、解決法が確立されている後者の方が解決可能性の点で優先度の高い問題であるといえる。そして”Neglectedness”は 2 つの評価軸を有している。1 つは、「今までどれほどのリソースがその領域に投じられてきたか」を考慮する視点である。マッカスキル (2022) ではその問題に追加的に取り組むことで見込まれる「収獲逡増」に着目し、「Leverage」と言い換えられている。そしてもう 1 つは、「その問題がどれだけ看過 (neglect) されているのか」という道徳的配慮の不平等に関する視点である。シンガーはパーソン論に基づき、あらゆる理性的で自己意識のある存在は、利益に対する平等な配慮の対象となることを主張している。つまり、2.2.3 で示すように、貧困という同様の問題について、ある特定の地域における貧困が考慮されないことは、合理的な道徳判断においては是認されない。したがって、まだ取り組まれていない領域に対して平等な道徳的配慮を合理的な判断から向けることが、Neglectedness においては重要となる。

アプローチの評価方法としての「SPC フレームワーク」

2.2.2 の議論の通り、効果的利他主義を実践するためには、限られたリソースから与えることのできる付加価値と、それを高めるための戦略を考慮することが重要となる。そこで、選択し得るアプローチの付加価値を評価する戦略としてマッカスキルが提唱するのが「SPC フレームワーク」である（図表 3-6）。SPC フレームワークとは、世界に貢献するイベントの道具的価値 (instrumental value)、つまりある社会問題の解決という「目的」に対する「手段」としてのアプローチがもたらす付加価値を「重要性 (Significance)」「持続性 (Persistence)」「偶発性 (Contingency)」という代理変数で評価するものである。



Target groups you care about that other people don't, and take advantage of strategies other people are biased against using.

他の人が関心を持たない領域に向けて、他の人が選ばないような戦略を活用すべきである。

[図表 3-6] SPC フレームワーク



マッカスキル (2022) によると、SPC フレームワークにおける “Significance” とは、「その問題の解決にどれだけ寄与するか」という観点から、そのアプローチが持つ付加価値を意味している。問題に対してなんらかのアプローチを実践する時点で、その行為の結果の分だけこの世界に対して与える付加価値が生じる。その上で、より解決に寄与する効果的なアプローチであれば、その付加価値は自ずと大きくなる。そして “Persistence” とは、「そのアプローチがもたらした状況がどれだけ長く続くのか」、つまりそのアプローチによる効果の持続可能性を意味する。マッカスキルは効果的利他主義を唱えると同時に、「長期主義 (long-termism)」の目線で世界にコミットすることの重要性を説いている。つまり、世界規模の社会問題に対する効果的なアプローチとは、暫定的な解決策ではなく、長期的に問題に対して働きかけるものである必要がある。最後に “Contingency” とは「その状況が少数の特定の行動にどれだけ依存するか」に関する評価軸である。この観点では、アプローチに対する反実仮想を通じてそのアプローチを実践する意義の面から付加価値の大きさを明らかにする。例えば、そのアプローチが為されなかった場合であっても問題は他の外的かつ偶発的な要因によって解決に向かうのかを考えることで、そのアプローチを実践する意義を問うことができる。例としてマッカスキルは、人類史における奴隷制の廃止というポジティブな結果は経済的な緊急性によるものではなく、当時の人権活動家らによるアプローチがなければ成し得ないものであるとしている (マッカスキル、66 頁)。すなわち、この観点に依拠することで、あるポジティブな影響がその行動の結果に依存しているほど、取り組みを実施する意義が高いということを遡及的に判断することができる。

スコアリング方法

前述したとおり、企業は自社が解決していくべき社会問題をマテリアリティとして適切に認識した上で、そこに対して効果的にアプローチすることが重要である。そこで、ITN フレームワークと SPC フレームワークどちらも各観点に 2 つずつの評価指標を設定し、6 観点 12 指標で企業のマテリアリティとアプローチをそれぞれ評価する。具体的な評価指標及び基準は図表 3-7、図表 3-8 の通りである。評価方法としては、各基準を満たすごとに 1 点を加えていき、合計 12 点満点で評価を行う。結果的に 9 点以上のスコアの企業が Altruism スクリーニングの通過企業となる (211 社のスクリーニング詳細結果は [こちら](#) を参照)。

[図表 3-7] Altruism スクリーニング (ITN フレームワーク)

| 観点 | 評価指標 | 基準 |
|---------------------------------|---------|---|
| Importance (重要度) | 客観的な重要性 | 該当の SASB Materiality Map の関連課題を全て包括している |
| | 影響の度合い | 関連する SDGs 項目が 3 つ以上に及んでいる |
| Tractability (解決可能性) | 中期の目標設定 | 決算期を基準に 3~5 年の目標が記載されている |
| | 長期の目標設定 | 決算期を基準に 6 年以上先の目標が記載されている |
| Neglectedness (看過度合い) | 未開拓の領域 | 軽視されている課題に関する問題意識等が記載されている |
| | 事業との関連性 | 特定プロセスやマトリックス等に事業を通じた解決の記述がある |



We don't usually think of achievements in terms of what would have happened otherwise, but we should.
我々は通常、達成される結果について、そうでなかった場合はどうなっていたかという視点から考えることはないが、そうするべきなのである。

[図表 3-8] Altruism スクリーニング (SPC フレームワーク)

| 観点 | 評価指標 | 基準 |
|-----------------------|----------|--------------------------------|
| Significance (重要性) | 企業理念との一致 | 取り組み内容と企業理念が一致している |
| | 施策内容の明確さ | 取り組みの事例が明確に記載されている |
| Persistence (持続性) | 継続的な協力体制 | 外部専門機関との協力体制が 5 年以上継続的に続いている |
| | 持続的な取り組み | 課題解決に向けた取り組みが 5 年以上続いている |
| Contingency (偶発性) | 独自性のある技術 | 取り組みに企業独自の技術・サービス等を活用している |
| | 外部からの評価 | その取り組みが過去 2 年以内に外部機関等から評価されている |

3.5 投資比率の決定

投資比率を決定するにあたり、本稿では合計投資額 500 万円の内、250 万円をポートフォリオ理論にならい、残りの 250 万円をスクリーニングの結果に応じてそれぞれ配分する。

まずポートフォリオ理論による配分については、ハリー・マーコウィッツの提唱する平均分散モデルに基づく最適ポートフォリオを構築し、シャープレシオが最大となる比率を投資比率として採用する。株価データには 2018 年 12 月から 2023 年 11 月の 5 年間の月次終値を用いる。

各リターンの導出は Fama-French の 3 ファクターモデル (以下、FF3 モデル) に基づいて行う。FF3 モデルは、任意の銘柄の無リスク金利に対する超過リターンを市場ポートフォリオの超過リターン、サイズファクター、バリュファクターの 3 つのファクターと誤差項で記述している線形モデルである。当該モデルを用いることにより、CAPM では説明することができない小型株効果やバリュー株効果といったアノマリーをリターンに反映させることができる。本稿では、FF3 モデルの式に当てはめた上で、各ファクターのリスクプレミアムを年率換算し、各銘柄の年率の期待リターンを導出している。

FF3 モデルにおける α の推定

$$\alpha = (R_i - R_f) - [\beta_i(R_M - R_f)_i + \beta_{SMB}SMB_i + \beta_{HML}HML_i]$$

R_i : 資産 i のリターン, R_f : リスクフリーレート, R_M : 市場ポートフォリオのリターン,
 SMB : 企業規模に関するリスクファクター, HML : 簿価時価比率に関するリスクファクター,
 $\beta_i \beta_{SMB} \beta_{HML}$: リスクファクターへの感応度

リスクについては、分散共分散行列 (Σ) を用いて記述する。期待リターンと同様に FF3 モデルのパラメータを利用して分解する。そして、各銘柄のリターンを年率換算したものと分散共分散行列からファンドの期待リターン及び分散を算出する。

FF3 モデルによるリスクの分解

$$\sum = \beta' \sum_{FF3} \beta + \sum_{\epsilon}$$

$$\sum_{FF3} = \begin{pmatrix} Var[R_M^e] & Cov[R_M^e, SMB] & Cov[R_M^e, HML] \\ Cov[SMB, R_M^e] & Var[SMB] & Cov[SMB, HML] \\ Cov[HML, R_M^e] & Cov[HML, SMB] & Var[HML] \end{pmatrix}$$

$$\beta = \begin{pmatrix} \beta_1^M & \dots & \beta_{20}^M \\ \beta_1^{SMB} & \dots & \beta_{20}^{SMB} \\ \beta_1^{HML} & \dots & \beta_{20}^{HML} \end{pmatrix} \quad \sum_{\epsilon} = \begin{pmatrix} Var[\epsilon_1] & \dots & 0 \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & \dots & Var[\epsilon_{20}] \end{pmatrix}$$

β' : β の転置行列, R_M^e : 市場ポートフォリオの超過リターン



The good I do is not a matter of the direct benefits I cause. Rather, it is the difference I make.

我々の善い行いは、それがもたらす直接的な便益ではなく、我々がもたらす変化のことである。

ポートフォリオの期待リターンと分散

$$\mu_p = w_i \mu_i + \dots + w_N \mu_N$$

$$\sigma_p^2 = \sum_i w_i^2 \sigma_{i,i} + \sum_{i>j} w_i w_j \sigma_{i,j}$$

μ_p : ポートフォリオの期待リターン, w_i : 銘柄 i の保有比率, μ_i : 銘柄 i の期待リターン,
 σ_p^2 : ポートフォリオの分散, $\sigma_{i,j}$: 銘柄 i と銘柄 j のリターンの共分散

こうして算出された値や行列から、期待リターンを所与としたとき、最もリスクが小さいものの集合である平均分散フロンティアを描画し、接点ポートフォリオの点を各銘柄の投資配分とする。

その結果、接点ポートフォリオの点では一部の企業のみ投資するポートフォリオとなる。一般に、ある企業よりもリターンが高く、かつリスクの低い企業が存在する場合、効率的フロンティア上のポートフォリオでは配分が 0 になってしまう企業が存在してしまう。しかし、Altruism スクリーニングを通過している 20 社はいずれも効果的利他主義を実践できている企業であることから、全銘柄に投資すべきであるため、本稿ではポートフォリオ理論だけでなく、スクリーニング結果による配分も行うこととする。

スクリーニングの結果による配分を行うにあたり、まずは Effectiveness スクリーニングのスコア (50 点満点) と、Altruism スクリーニングのスコア (12 点満点) を 50 点満点に換算したものを合計し、「EA スコア (100 点満点)」を算出する。その上で各銘柄の EA スコアを投資銘柄 20 社の EA スコアの合計で除して 100 を掛けることによって比率を決定する。最終的な投資比率は図表 3-9 に示す通りである。

[図表 3-9] 分類別での各銘柄投資比率

| Environment | | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------------|-------|
| 証券コード | 企業名 | 投資比率 | 証券コード | 企業名 | 投資比率 |
| 6201 | 豊田自動織機 | 8.77% | 6383 | ダイフク | 2.64% |
| 6301 | 小松製作所 | 8.52% | 6367 | ダイキン工業 | 2.47% |
| 3402 | 東レ | 8.52% | 6981 | 村田製作所 | 2.45% |
| 3116 | トヨタ紡織 | 5.29% | 2811 | カゴメ | 2.31% |
| Social Capital | | | | | |
| 証券コード | 企業名 | 投資比率 | 証券コード | 企業名 | 投資比率 |
| 2802 | 味の素 | 8.62% | 2801 | キッコーマン | 3.99% |
| 4452 | 花王 | 6.38% | 4912 | ライオン | 2.49% |
| 4527 | ロート製薬 | 4.00% | 4502 | 武田薬品工業 | 2.31% |
| Human Capital | | | | | |
| 証券コード | 企業名 | 投資比率 | 証券コード | 企業名 | 投資比率 |
| 7203 | トヨタ自動車 | 8.71% | 8267 | イオン | 2.53% |
| 1928 | 積水ハウス | 8.62% | 8035 | 東京エレクトロン | 2.52% |
| 9735 | セコム | 4.86% | 1973 | NEC ネットエスアイ | 2.37% |

4. 投資家へのアピール

4.1 効果的利他主義の実践に関する考察

Altruism スクリーニングについて、各観点及び評価項目の基準を通過している企業群 (通過群) と通過していない企業群 (非通過群) との間にはどのような差があるかを検証することで、日本企業における社会問題への取り組みの実態と、効果的利他主義の実践に関する考察を行う。詳細なスクリーニング結果は図表 4-1 の通りである。



The world's long-run fate depends in part on the choices we make in our lifetimes.
 この世界の長期的な命運は、部分的には我々の人生の選択に委ねられている。

[図表 4-1] Altruism スクリーニング通過群と非通過群の記述統計量での比較

| 項目 | 通過群 | 非通過群 | +/- | 項目 | 通過群 | 非通過群 | +/- |
|---------------|------|------|-------|--------------|------|------|-------|
| Importance | 1.70 | 0.94 | +0.76 | Significance | 1.80 | 1.27 | +0.53 |
| 客観的な重要性 | 0.85 | 0.41 | +0.44 | 企業理念との一致 | 0.80 | 0.41 | +0.39 |
| 影響の度合い | 0.85 | 0.53 | +0.32 | 施策内容の明確さ | 1.00 | 0.86 | +0.14 |
| Tractability | 1.45 | 0.74 | +0.71 | Persistence | 1.55 | 0.53 | +1.02 |
| 中期の目標設定 | 0.70 | 0.31 | +0.39 | 継続的な協力体制 | 0.60 | 0.08 | +0.52 |
| 長期の目標設定 | 0.75 | 0.43 | +0.32 | 持続的な取り組み | 0.95 | 0.46 | +0.49 |
| Neglectedness | 1.80 | 0.87 | +0.93 | Contingency | 1.90 | 0.76 | +1.14 |
| 未開拓の領域 | 0.95 | 0.29 | +0.66 | 独自性のある技術 | 0.95 | 0.46 | +0.49 |
| 事業との関連性 | 0.85 | 0.58 | +0.27 | 外部からの評価 | 0.95 | 0.30 | +0.65 |
| ITN スコア | 4.95 | 2.55 | +2.40 | SPC スコア | 5.25 | 2.57 | +2.68 |

通過群と非通過群における総合的な ITN スコアと SPC スコア比較すると、ITN スコアが+2.40、SPC スコアが+2.68 となっている。後者がより通過群と非通過群との間で差があるものの、通過群の両スコアは非通過群に対して同程度に優れている。つまり、効果的利他主義の実践に際しては、**適切な問題の特定と、そこに対する効果的なアプローチのどちらも重要である**ことがわかる。さらに、ITN スコアと SPC スコアの差に最も寄与している項目は、それぞれ Neglectedness と Contingency であり、その差は+0.93 と+1.14 である。つまり、非通過群の企業が効果的利他主義の実践に至らない原因は、**設定するマテリアリティそのものが追加的なリソースによる費用対効果を伴わない領域であることに加え、そのアプローチすらも独自性を欠いたものであるため**であると考えられる。

多くの日本企業が、費用対効果が目減りするような領域に対して凡庸な取り組みを行っている可能性が記述統計量より明らかとなっているが、果たして効果的利他主義を実践できていない日本企業が持つべきエッセンスとは何であろうか。本稿では、スクリーニング全項目を通過する EA ファンド構成銘柄の企業に対してインタビューを行い、「どのような理念を基にマテリアリティを選定しているのか」、「社会問題の解決に向けて何を基準に施策内容を構築しているのか」などの質問から**効果的利他主義の実践にかかわるエッセンス**を導く。インタビュー結果の具体的な内容は図表 4-2 に記載する。

[図表 4-2] 企業インタビューの結果


| 東レ株式会社 | |
|---|-------------------|
| 訪問日時 | 12月20日(水) 13時~14時 |
| ご担当者様 | CSR 推進室 室長様 主任部員様 |
| 訪問者 | 井村・田中・柳井・青木・鈴木 |
| No Image | |
| <p>東レは、1986 年より「わたしたちは新しい価値の創造を通じて社会に貢献します」という社会奉仕の姿勢を企業理念に取り入れ、2020 年にはそうした社会奉仕の思想と経営思想を改めて整理し体系化した「東レ理念」を定めている。東レ理念における社会奉仕活動の位置付けは、サステナブルな企業活動そのものであり、経営活動と社会貢献の親和性を強調している。また、東レにおけるマテリアリティは、上記の企業理念に関連する項目と、「経営の基盤」とされる普遍的なテーマに関する項目の 2 つに大別される。こうした分類は、経営の基盤を堅固なものとした上で、企業理念との関わりが強く、より対外的な内容のマテリアリティに最大限取り組むことが可能となるという考えに基づくものである。このような社会全体のサステナブルを意識する企業理念と、経営活動と社会奉仕のつながりを重視するマテリアリティ設計に基づき、東レでは「超継続」と「極限追求」から成る新しい価値の創造に向けた取り組みを、業界をリードする形で行っている。</p> | |



Living a minimally acceptable ethical life involves using a substantial part of our spare resources to make the world a better place.

最低限許容される倫理的な生き方には、自らの余剰リソースの大部分を、世界をより良い場所にするために投じることが求められる。

株式会社村田製作所

| | | |
|-------|--------------------------|---|
| 訪問日時 | 12月28日(木)9時~10時 |  |
| ご担当者様 | 財務戦略部 IR 課 シニアマネージャー 辰巳様 | |
| 訪問者 | 井村・田中・柳井・青木・鈴木 | |

村田製作所は、自社の掲げる社是に基づき「経済価値」と「社会価値」の好循環による持続可能な社会と企業価値向上を実現する価値創造モデルを構想している。また、当該企業は環境・社会・ガバナンスの観点に対応したマテリアリティを掲げており、これらの目標に自社の事業を通じて取り組むことで、社会価値の創出のみならず、自社の事業や技術に伴う経済価値が向上することで、企業価値の向上を目指している。

企業価値創造に向けたアプローチに加えて、村田製作所では持続的な社会を実現するための長期的な戦略についても、社会価値と経済価値の好循環を意識している。様々な社会問題に対して協働的な取り組みが重要であると認識した上で、社会価値の創出に寄与する技術や、クリーンエネルギーに係る生産システムといった独自に培ったノウハウをサプライヤーとして追求するだけでなく、環境や社会課題について同様の問題意識を持つ他企業との協働を達成しながら更なる社会価値の創出を目指すことを構想している。

東レと村田製作所へのインタビュー結果より、両企業の Neglectedness と Contingency に相当するエッセンスが見受けられる。まず、Neglectedness に関するエッセンスとして、東レと村田製作所はどちらも、**自社の事業から最大限の社会的便益を創出するためのマテリアリティを設定している**。東レは、持続的な企業活動には、通常の経営活動に加えて、社会奉仕を達成し続ける必要と認識している。村田製作所は、社会価値の創出とそれに伴う経済的便益の獲得による好循環による価値創造モデルを掲げている。このように両企業は価値創造において社会的便益と経済的便益を両立させる必然性を認識した上で、事業による問題解決を意識したモデルに基づき、事業と結びついた費用対効果が期待されるマテリアリティを特定することができていると考えられる。

そして Contingency に関わる両企業のエッセンスは、**自社の事業が社会に対してもたらす影響の大きさと範囲を拡大させることに努める姿勢**である。経営活動と社会奉仕の両立を意識する東レは、社会問題の解決に寄与する事業や技術を継続的に追求する「超継続」と「極限追求」をモットーとしている。実際に東レは 1955 年の社是にて社会奉仕を明言して以来、今日まで独自の炭素繊維や水処理技術により業界を牽引する存在となっている。そして村田製作所は、持続可能な社会のために自社のノウハウを積極的に他企業と共有し、協働による問題解決をリードする戦略を掲げている。つまり、両企業はサプライヤーの立場からこの社会に対して与える付加価値を、独自技術の追求と、協働の促進の 2 つの側面から拡大させることに努めている。

図表 4-1 からは、多くの日本企業では Neglectedness と Contingency の視点が欠如しており、自ずと費用対効果の低い領域の社会問題に対して凡庸な取り組みを行っていることがわかる。このことから、**日本企業は右に做ったマテリアリティ設定し、そこに対して紋切り型のアプローチを採択しているために、価値創造のジレンマから抜け出せずにいる**と考えられる。これは、2.2.1 にて指摘されるような定性的なバイアスに左右され、非合理的なマテリアリティとアプローチに基づく**非効果的な利他主義**を実践していることの裏付けである。その上で、通過群を代表する東レや村田製作所の有する Neglectedness と Contingency にかかわるエッセンスとは、自社の実践する利他主義が実を結ぶための**思慮深いマテリアリティの特定**と、そこに対する影響を拡大するための**技術追求と協働体制**というアプローチであった。つまり、日本企業が効果的利他主義を実践するためには、Neglectedness と Contingency の観点を突き詰め、自社が最大限に貢献し得るマテリアリティを自ら特定した上で独自のノウハウを時には共有することで、協働による最大限の社会的便益の追求をすることが必要となる。**社会問題の解決に向けた自律的かつ積極的な取り組みの姿勢こそ**、その利他主義が効果的であるか非効果的であるかを決定づける要因である。



Effective Altruism consists of the honest and impartial attempt to work out what's best for the world, and a commitment to do what's best, whatever that turns out to be.

効果的利他主義は、世界にとって何が最善であるかを突き詰め、それを達成しようとする誠実かつ公平な試みと、結果がどうあれ最善を尽くす決意である。

4.2 社会的インパクト分析

4.2 では、効果的利他主義を実践する EA ファンドが最大限社会問題の解決に貢献できていることを定性・定量の両側面から社会的インパクト分析として示していく。

定性側面からの社会的インパクト分析

効果的利他主義を実践する 20 社から構築される EA ファンドは、それぞれが取り組むべき社会問題の解決に向けて最大限の貢献を達成しているはずである。そこで、EA ファンド構成銘柄の 20 社がもたらす社会的インパクトを定性的に考察する。本節ではまず、EA ファンド構成銘柄が SDGs の全 17 目標をそのマテリアリティにおいて包括していることを踏まえ、各目標に対してどのような貢献を果たすのかについて図表 4-3 にまとめる。その上で各銘柄の Altruism スクリーニングにおける評価内容を記載することで、20 社がそれぞれどのように社会問題の解決に最大限の貢献を果たしているのかを明らかにしていく。

[図表 4-3] EA ファンド及び構成銘柄がもたらす社会問題の解決への貢献

| EA ファンドがもたらす SDGs の全 17 目標への貢献 | | | |
|---|--|--|---|
|  <p>1 貧困をなくそう</p> | <p>広い規模での雇用課題や福利厚生が改善され、基本的なサービスのアクセス制約や差別、多様な形態の貧困改善に繋がる。</p> |  <p>2 飢餓をゼロに</p> | <p>途上国への給食支援・母子栄養改善のための食育や、製品を通して世界的な食の健康問題の解決に貢献する。</p> |
|  <p>3 すべての人に健康と福祉を</p> | <p>必要な製品・サービスのアクセス向上により、妊婦・幼児・感染症死亡率の低減や、全ての人の福祉の実現に貢献する。</p> |  <p>4 質の高い教育をみんなに</p> | <p>従業員の教育で技術・精神性が養われ、人間らしい仕事に必要な技術を持つ人の割合の増加や持続可能な開発促進に繋がる。</p> |
|  <p>5 ジェンダー平等を實現しよう</p> | <p>女性管理職比率向上の取り組み等により、女性の社会参画及び平等なリーダーシップの機会を確保することに繋がる。</p> |  <p>6 安全な水とトイレを世界中に</p> | <p>工場などの世界の企業拠点での水使用量・排水量削減等により水質が保全され、淡水の持続可能な採取に貢献する。</p> |
|  <p>7 エネルギーをみんなにそしてクリーンに</p> | <p>工場での再生可能エネルギーの活用・エネルギー使用量の削減の取り組みにより、持続可能なエネルギーサービスに繋がる。</p> |  <p>8 働きがいも経済成長も</p> | <p>労働制度・時間・賃金などの待遇改善により、労働者の人権確保や一人当たり経済成長率の持続を促進する。</p> |
|  <p>9 産業と技術革新の基盤をつくろう</p> | <p>環境負荷の少ない製品やシステムを開発・販売、アクセスの向上により、質の高い地域・越境インフラの開発に繋がる。</p> |  <p>10 人や国の不平等をなくそう</p> | <p>各国の企業拠点で国籍・性別・年齢にとらわれずに人材が採用され、国内及び国家間の格差是正に繋がる。</p> |
|  <p>11 住み続けられるまちづくりを</p> | <p>ネット・ゼロ・エネルギー・ビルへの取り組み等により、持続可能な建築物が増え、住み続けられる街づくりに貢献する。</p> |  <p>12 つくる責任 つかう責任</p> | <p>環境負荷の少ない製品の開発やサプライチェーンでの環境配慮により、持続可能な消費と生産の確立に繋がる。</p> |
|  <p>13 気候変動に具体的な対策を</p> | <p>脱炭素・水質・生物多様性保全等、環境負荷を低減する取り組みが促進され、気候変動の緩和・自然災害への適応に貢献する。</p> |  <p>14 海の豊かさを守ろう</p> | <p>水の再利用・使用量削減等で水の保全活動により、海洋生物の多様性保護や海洋酸性化の影響を最小化することに繋がる。</p> |
|  <p>15 陸の豊かさも守ろう</p> | <p>植林活動・在来種の保護・遺伝子技術による生物多様性保全等により、砂漠化防止、遺伝資源への適切なアクセスに繋がる。</p> |  <p>16 平和と公正をすべての人に</p> | <p>透明な規則の下で国籍・性別・年齢を問わず全ての人がキャリアを構築できることで、汚職や組織犯罪防止にも貢献する。</p> |
|  <p>17 パートナシップで目標を達成しよう</p> | <p>様々な社会問題に対して各企業が最大限の取り組みを実行し、尚且つ外部との協働を拡大させていくことで、その企業単体で取り組める分野だけでなく、技術・制度を応用し多種多様な分野への対応を実現し、さらなる社会貢献の拡大を達成することができる。</p> | | |



The only justifiable stopping place for the expansion of altruism is the point at which all whose welfare can be affected by our actions are included within the circle of altruism.

利他主義の拡大における唯一の終着点は、我々の行動が福影響を与える可能性のあるすべての人々が、利他主義の輪に含まれる場合である。

Environment

株式会社豊田自動織機

[地球温暖化防止]

「企業活動を通じて住みよい地球と豊かな社会づくりに取り組むとともに、クリーンで安全な優れた品質の商品を提供する」を基本理念の1つとして定めており、取り組みの重要度を高く位置付けている。中長期目標に具体的な数値を設定した上で、温暖化対策は技術を生かした製品差別化の「機会」と捉え、事業の一環として付加価値を最大化している。CO₂を排出しないアンモニアを燃料とした小型エンジンの研究開発という独自性のある研究開発を行っている。また、外部監査による成果の検証や海外子会社での省エネ技術の応用から、将来さらに付加価値を創出すると期待できる。2020年には、省エネ大賞等を受賞し外部評価を受けている。

株式会社小松製作所

[低炭素・環境負荷低減へのソリューション開発]

二酸化炭素・水使用量削減率、再生可能エネルギー使用比率でKPIを設定し取り組んでいる。特にCO₂削減の取り組みは10年以上で、中長期目標も明確である。「ものづくりと技術の革新で新たな価値を創り、人、社会、地球が共に栄える未来を切り拓く」を企業の存在意義として掲げ、事業を行うことで必然的にマテリアリティに取り組んでいる。アジア・アフリカを成長市場と位置付け、カーボンニュートラル化に向けた低炭素製品で付加価値を最大化している。環境配慮型商品の販売と自社工場での環境負荷低減という、製品自体と生産過程の2側面から、環境系以外に技術基盤のSDGs項目にまで貢献している。

東レ株式会社

[事業を通じた環境問題解決への貢献]

バリューチェーンでの二酸化炭素排出量の削減や水処理貢献で、効率的に付加価値を創出している。15年以上水素製造の研究を行い、燃料電池自動車に活用する他、特許を取得したナノアロイを利用したプラスチック製品があり、取り組み期間と独自性が付加価値を増大させている。また、水質汚染等が問題となる中、1968年から半導体製造での水処理技術の研究により「膜処理法」による逆浸透膜を開発した。その後10年で世界99か国、100か所以上に納入され、世界の7.3億人の生活用水の提供に貢献しており、これらの取り組みはMSCIのESG格付けでAAA評価をされるなど、高く評価されている。

トヨタ紡織株式会社

[取引先とともに「ものづくり」の革新を図り、環境負荷のミニマム化を実現する]

「先進的な技術開発と高品質なものづくりを通じて社会に貢献」という企業理念で、本業を通じた社会課題の解決を宣言している。二酸化炭素排出量削減や生産工程での排水ゼロ等の副次的な側面と、環境負荷低減接着剤を利用した製品開発といった本業の独自性の側面の3つから、理念通り効率的に付加価値を創出している。2016年に設定した、2050年達成の環境目標から累積する付加価値の大きさも期待できる。世界規模での連携やフランスでの植林活動等、グローバルな視点での活動から取り組み意義の高さもうかがえる。外部評価として、CDP2022の環境と水セキュリティの2部門で高く評価された。

株式会社ダイフク

[事業運営における環境配慮]

「モノを動かし、人を動かす」の経営理念のもと製品を通じた社会貢献をしており、事業を通してマテリアリティ解決を目指すとの記載もあるため、効率的に付加価値を創出すると言える。独自の環境性能評価制度「ダイフクエコプロダクツ認定制度」で自社製品の環境性能を確認しており、社員の環境意識向上が期待できる。2019年より環境経営を強化し、サプライチェーンでの二酸化炭素排出量削減の長期目標は、規模と継続期間、明確さの点でも取り組みの意義が大きい。CDPのサプライヤー・エンゲージメント評価でAの評価を獲得し、その取り組みが様々な機関に認められている。

ダイキン工業株式会社

[地球温暖化の抑制]

省エネエアコンの発売という主要事業が温暖化抑制に繋がるため、付加価値を最大化していると言える。2012年に温暖化係数が従来の3分の1である世界初の製品R32を用いた住宅用エアコンを発売。以後、世界120か国以上での累計売上台数は1.9億台以上である。また、政府や国際機関と協業した新興国での技術支援や情報提供も行っている。取り組み期間の長さ、独自性、規模から付加価値の大きさがうかがえる。環境負荷の小さい包装が高い外部評価を受け、エアコン以外での貢献も評価された。環境配慮だけでなく、その優れた技術面でSDGs項目の9も包括している。



If we all think only of our own interests, we are headed for collective disaster.

もし我々が自己利益のみを追求すれば、集団的な破滅に向かうことになる。

株式会社村田製作所

[気候変動対策への効果]

通信・モビリティ・環境・ウェルネスの事業における 4 つの側面から明確な数値目標達成に向けて取り組んでいるため、効率的に付加価値を創出していると判断できる。また、事業が携わる分野の数からも付加価値は大きいと言える。独自開発のセラミックコンデンサ生産でのリサイクル率向上は、付加価値の依存度が高く取り組む意義が特に大きい。2017 年に環境保護のためフタル酸エステル類など化学物質の製品使用を禁じ、継続した施策ができています。再生可能エネルギーの導入にも注力し、金津村田製作所では 100%再生可能エネルギー利用を実現した。CDP 気候変動調査で最高評価を受け、外部評価を受けている。

カゴメ株式会社

[持続可能な地球環境]

自然生態系と人間性を尊重という企業理念のもと、事業を通してマテリアリティ解決に取り組んでいるため、付加価値の創出が効率的である。工場で使用した水を近隣農家に提供し再利用を行い、日本電気株式会社と共同で強化した ICT プラットフォームを低コスト農業に活用している。また、在来種のハチの繁殖技術を後押ししてトマト栽培に活用を行う等、カゴメならではの取り組みが多く見受けられる。特に水と生物に関する SDGs 項目 6・14・15 に貢献していると言える。CDP ウォーターセキュリティ 2021 では最高位の A 評価を獲得し、外部評価を受けている。

Social Capital

味の素株式会社

[食と健康の課題解決への貢献]

「アミノ酸の働きで食と健康の課題解決」のビジョンは、マテリアリティと一致した味の素の事業そのものであるため、創業当時から効率的に付加価値を生み出してきた。また、2018 年からフィリピン味の素社と政府機関が連携し、Pinggang Pinoy (フィリピン政府と WHO が共同で開発した健康食事ガイド)の普及と実施に努めている。アミノ酸を活用した減糖・減塩製品を提供するなどの実績から、世界的な健康関連のサミットに招かれ、食による健康の実現の発信を行っている。提携による相乗効果、事業の独自性、規模の大きさから、付加価値を最大化できていると言える。

花王株式会社

[製品のイノベーション]

企業の使命に「豊かな共生社会の実現」を掲げ「製品のイノベーション」に取り組むことで、思いやりのある選択を社会のためにというテーマの実現をする。2018 年発表の最新技術「バイオ IOS」は経済産業大臣賞を受賞。企業理念に沿ったマテリアリティ設定、事業の一環としての取り組みで資源を効果的に使用している。社会に提供する価値に人・社会・環境の 3 つを掲げ、独自性を活かした施策を実施している。「人」では、プレジジョンライフケアの提案で QOL 向上を目指す。「社会」では、製品を通じた公衆衛生の向上で人々の健康に寄与する。「環境」では、プラスチック使用量削減で環境に貢献する。

ロート製薬株式会社

[事業を通じた Well-being の実現]

心身の健康に貢献し続けるという点で、マテリアリティと企業理念が一致しており、事業を通して取り組んでいると言える。外部との創薬研究体制は 2007 年から続いており、相乗効果と長期間の取り組みによる付加価値が創出されてきたと分かる。全ての人に健康を届けるコンセプトを推しており、ベトナム等の途上国での QOL 向上のためアイケア事業を行っている。また、ブラジルでは医療品アクセスに困難な先住民族に向けた「アマゾン白内障の撲滅プロジェクト」の支援をしている。付加価値の収穫増が見込めるとともに、SDGs 項目の 3 に特に貢献している。それらの取り組みが評価され、2022 年に眼科薬品技術特許総合力 1 位を獲得している。

キッコーマン株式会社

[食と健康]

重要な 3 つの社会課題のひとつとしてマテリアリティを位置づけた上で取り組んでいる。しょうゆの製造以外にも、食品・バイオ・健康食品の研究開発を国内外の研究機関と提携して行うなど、独自性を活かした活動を 2000 年代から行っている。また、食育の施策として情報発信も積極的である。減塩しょうゆ事業は、日本の食塩摂取量の低減という社会問題解決に貢献している。国外ではインド・南米・アフリカを成長市場として捉え、比較的少ない塩分で食事を楽しめる製品を世界に広めている。相乗効果・長期間にわたる活動・対象規模という複数の側面から、大きな付加価値を創出していると言える。



If it is in our power to prevent something bad from happening,
without thereby sacrificing anything of comparable moral importance, we ought, morally, to do it.
もし我々が、同じくらい道徳的価値のある何かを犠牲にすることなく、何かしらの悪いことを未然に防ぐことができるのなら、道徳的にそうするべきだ。

ライオン株式会社

[健康な生活習慣づくり]

マテリアリティは、企業理念の「より良い習慣づくりで、人々の毎日に貢献する」そのものであるため、事業を通じて効率的に付加価値を創出できていると言える。国内では製品提供のほか、おうちからプロジェクトを通じてマテリアリティに取り組んでいる。また、途上国の機関と連携して予防歯科活動の支援や健康習慣の普及啓蒙活動を長期にわたり行っているため、相乗効果による価値の最大化と累積が期待でき、特に途上国での活動は付加価値の収穫逡増も見込める。2030 年度の目標として、マテリアリティに貢献する製品・サービスの提供人数 10 億人という明確な目標を掲げており、長期的視点に優れている。

武田薬品工業株式会社

[医薬品のアクセス]

「すべての患者さんのために、ともに働く仲間のために、いのちをはぐくむ地球のために」という企業理念とマテリアリティが一致するため、付加価値の創出は効率的である。バーチャルの診療事業を拡大させる試みや、2000 年代より外部機関と難病を治癒するための新薬の共同研究を行っている。途上国での医療アクセス向上に取り組むほか、米国期間と提携することでより安全な輸血システムを構築している。取り組みの独自性・規模・提携による相乗効果により、付加価値は大きいと言える。Governance to Access は業界トップの総合 6 位を取得し、外部評価も高い。

Human Capital

トヨタ自動車株式会社

[人間性尊重、多様な人材の活躍]

人材戦略を事業の柱の 1 つとしているため、マテリアリティ取り組みの重要度が高く、効率的に付加価値を創出すると言える。世界中の事業拠点で女性促進に関する KPI を設定し、障害者の雇用、60 歳以上の再就職を促進するなど、すべての人に仕事と所得を得る機会を与えている。新卒採用時に女性一致比率採用に取り組んでいるほか、2014 年から女性管理職数を 2030 年に 5 倍という数値で具体的な目標を設定している。CDP サプライヤー・エンゲージメント・リーダーに選定されるほか、経済産業省から DX 認定業者に選定されるなど国内外から評価されている。

積水ハウス株式会社

[ダイバーシティ&インクルージョン]

企業理念の「人間愛」の通り、従業員のスキルアップのため人材育成、女性社員比率、幸福度診断など様々な事項で長期目標の KPI を設定し、事業の一環として対従業員の施策を行っている。国内での取り組みのほか、ベトナムの事業訓練施設では外国人技能実習生が安心して働ける取り組みを通じて、全ての人が仕事と私生活充実の両立を実現できる機会を与えている。また、人材の育成・開発にも注力し、社内認定制度を整備することで、優れた人材が評価を得る機会の確保、事業取り組みの資格取得等を促進している。経済産業省が女性活躍推進に優れた上場企業として選定する「なでしこ銘柄」に業界で唯一選定され、取り組みの評価は高い。

セコム株式会社

[社員の自己実現とダイバーシティ]

顧客に「安心・安全」を届ける為にはまず従業員自身が健康で生き生きとすべきであるとし、事業の一環として取り組みを行っているため、効率的に付加価値を創出していると言える。多様性を重視した人材採用の他、社員の成長と自己実現を促進するため、従業員の教育にも注力している。また、社会貢献意識の高い社員の育成・採用、女性活躍促進計画の作成、ワークライフ・バランス向上のための多様な就業体制の充実等の施策を行っており、従業員の幸福度に大きく寄与している。2022 年には、女性活躍指数に関して評価を受けており、取り組みの成果は外部評価に裏付けられている。

イオン株式会社

[人権を尊重した公平な事業活動の実施]

2008 年に「イオンの人権基本方針」を制定し、女性・障害者・外国籍従業員の活躍促進を目指し、積極的な採用を行うなどしている。従業員の働きやすさも重視し、イオングループのみならず、イオンモール内のテナントの従業員までも施策の対象者としているため、付加価値の最大化ができている。また、LGBTQ+に関する研修等、グループ全従業員に対して人権啓蒙活動を行い、従業員一人ひとりの意識の変革という根本から取り組んでいる。取り組みの規模と継続によって累積する付加価値の大きさがうかがえる。それらの取り組みがえるばし認定等の外部評価に結びついている。



Morality, in central part, is about putting ourselves in others' shoes and treating their interests as we do our own.

道徳の中核にある考えは、他人の立場に立ち、その人たちの利益を自らの利益と同じように扱うことである。

東京エレクトロン株式会社

[事業活動を根底で支える強固な経営基盤の構築]

事業活動を支える経営基盤の1つとして、従業員エンゲージメントやダイバーシティに取り組んでいる。事業を通じて取り組む記載があり、効率的な取り組みにより付加価値を最大化している。国内だけでなくグローバル単位での女性管理職比率の目標を長期で定めており、その規模と 2015 年から他施策の取り組みから大きな付加価値を創出できていると言える。また、社内の独自教育機関 THE UNIVERSITY を設置し、従業員の教育にも注力している。よって、特に SDGs 項目の 3・5・8・10・16 への貢献度の高さが期待できる。健康優良法人 2021 を受賞し、外部から評価されている。

NEC ネットズエスアイ株式会社

[一人ひとりが生き活きと輝く環境づくり]

マテリアリティを企業の持続的な成長に不可欠であると位置づけ、数多くの施策を行っている。働き方改革は他社に先駆け 2007 年から取り組んでおり、付加価値の累積が大きいと言える。「健康経営宣言」を独自で設けるといった社員の健康的な労働環境整備の他、新拠点の新川崎テクニカルベースで DX 教育を通じた従業員の技術の底上げを図るなど、教育面でも従業員の労働の充実に注力している。また、障がい者雇用や女性管理職比率向上に努め、労働環境・人材という多方面の取り組みにより、付加価値を最大化している。外部評価として、健康優良法人 2022 に認定されている。

定量側面からの社会的インパクト分析

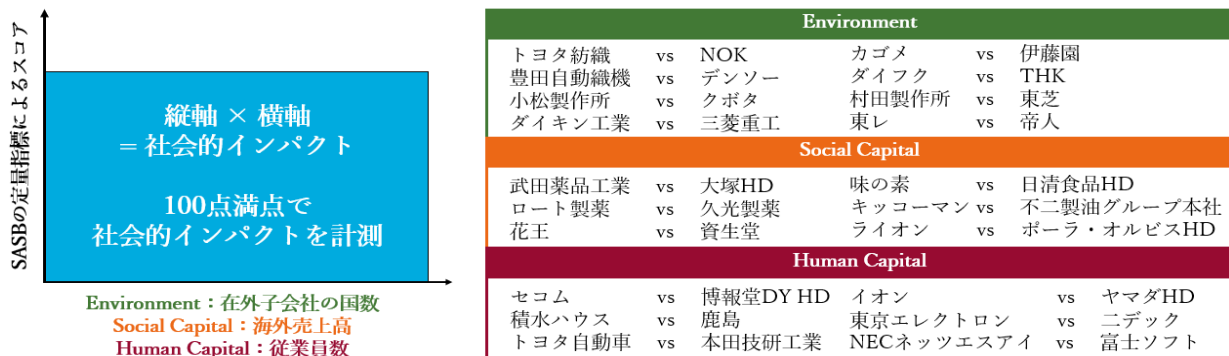
1.2 で示した仮説に則り、効果的利他主義を実践する企業は、社会問題に効果的に取り組み、社会的便益を最大限追求できているはずである。つまり、EA ファンドとして選定する 20 社の創出する社会的インパクトが同規模の企業よりも優れたものであれば、実際に適切なマテリアリティに対し有意義なアプローチを採用することで効果的利他主義を実践しているといえる。したがって、EA ファンドが自社の社会的インパクトを最大限創出できているかを定量的に検証するべく、TOPIX 構成銘柄全社を対象とする社会的インパクト分析を行う。

まず、本稿における社会的インパクトを規定するべく、マッカスキルの議論や 80,000 Hours の資料等を参考に、定量フレームワークを設定する。横軸における指標は「生活を向上させた人の数 (Number of people helped)」であり利他主義的な行為の対象範囲を示している。そして縦軸はマテリアリティとして設定されている課題の「改善度合い (Degree of improvement)」を示している。社会的インパクトは縦軸と横軸の積によって算出する。

本稿では、定量フレームワークを基に、横軸と縦軸それぞれに対して代替指標を設定した上で社会的インパクトを測定する (図表 4-4)。TOPIX 構成銘柄全社を図表 1-1 の手順の通りに "Environment"、"Social Capital"、"Human Capital" の 3 分野に分類し、順に在外子会社の国数、海外売上高、従業員数を横軸の代替指標として充てる。縦軸には SASB の定量指標によるスコアを用いる (図表 4-5)。縦軸及び横軸の各指標の値は 100 分位でスコアリングし、10 で除することで 10 点満点に換算した上で、縦軸と横軸の積 (100 点満点) で社会的インパクトを計測する。最終的に、TOPIX 構成銘柄全社から両軸の各指標について欠損が含まれる企業を除く 787 社が分析対象となる。

また、EA ファンド構成銘柄各社との比較対象企業については、3 分野の分類、SASB のセクター、東証業種分類が同一であり、尚且つ純資産と売上高に基づき企業規模が最も近いと判断できる企業を選定している (図表 4-4)。

[図表 4-4] 社会的インパクトの測定方法及び比較対象企業

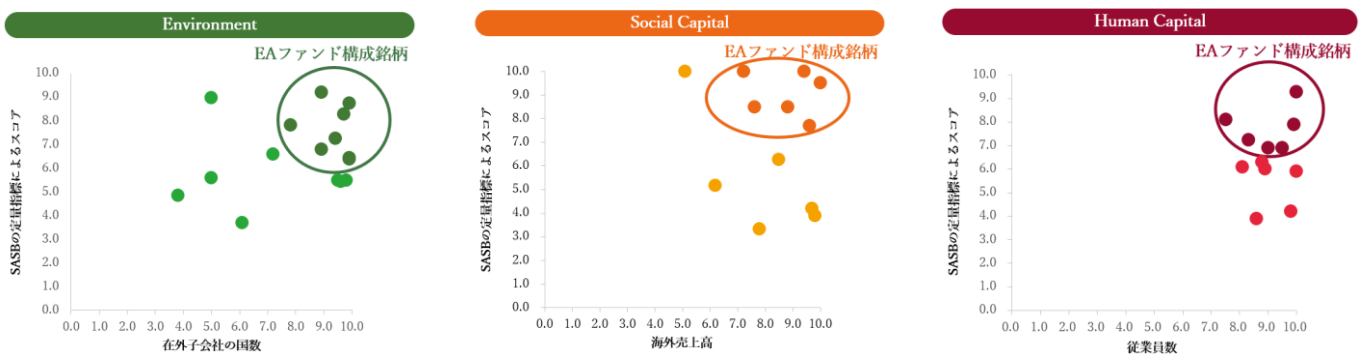


Even in what seem like "unquantifiable" areas like political change and disaster prevention, we can still think rigorously, in an evidence-based manner, about how good those activities are.
政治改革や災害対策など「定量化不可能」と思われる分野でも、エビデンスに依拠すれば、そうした活動がどれだけ良いものかを吟味することはできる。

[図表 4-5] 関連課題と評価項目

| Environment | |
|-----------------|-------------------------------|
| SASB 関連課題 | 定量指標 |
| GHG 排出 | 売上高当たり温室効果ガス排出量 |
| 大気質 | 売上高当たり NOx と SOx 排出量の合計 |
| エネルギー管理 | 売上高当たり総エネルギー投入量 |
| 水及び下水管理 | 売上高当たり水資源投入量 |
| 廃棄物及び危険物管理 | 売上高当たり廃棄物等総排出量 |
| 生態系への影響 | 売上高当たり生物多様性保全プロジェクト投資額 |
| Social Capital | |
| SASB 関連課題 | 定量指標 |
| 人権と地域社会のつながり | 売上高当たり社会貢献支出額 |
| 顧客のプライバシー | 個人情報データ漏洩割合 |
| データセキュリティ | MSCI プライバシー & データセキュリティスコア |
| アクセスとアフォーダビリティ | BESG 企業倫理サブ課題スコア |
| 製品の品質と安全性 | BESG 製品品質・安全サブスコア |
| 顧客の福祉 | クレーム・苦情件数 |
| 販売慣行と製品のラベリング | BESG サプライヤー社会的コンプライアンスサブ課題スコア |
| Human Capital | |
| SASB 関連課題 | 定量指標 |
| 労働慣行 | 従業員 1 人当たり人件費 |
| 従業員の健康と安全 | 労働災害度数率 |
| 従業員エンゲージメント、D&I | 女性管理職比率 |

[図表 4-6] 社会的インパクト分析の結果



| Environment | | | Social Capital | | | Human Capital | | |
|-------------|------|------|----------------|------|------|---------------|------|------|
| 指標 | EA | B.M. | 指標 | EA | B.M. | 指標 | EA | B.M. |
| 最大値 | 86.6 | 53.9 | 最大値 | 95.2 | 53.3 | 最大値 | 93.0 | 59.0 |
| p75 | 80.9 | 52.3 | p75 | 89.2 | 48.4 | p75 | 75.0 | 54.9 |
| 中央値 | 66.0 | 46.2 | 中央値 | 74.4 | 39.5 | 中央値 | 63.8 | 51.4 |
| p25 | 62.8 | 26.6 | p25 | 72.5 | 33.5 | p25 | 61.1 | 43.2 |
| 最小値 | 60.5 | 18.4 | 最小値 | 64.6 | 26.0 | 最小値 | 60.2 | 33.5 |
| 平均値 | 70.8 | 40.0 | 平均値 | 79.1 | 40.2 | 平均値 | 70.0 | 48.7 |

(注) B.M.は Benchmark の略式であり、EA ファンド各社とマッチングしている比較対象企業 20 社で構成される企業群を指している。



We very often fail to think as carefully about helping others as we could, mistakenly believing that applying data and rationality to a charitable endeavor robs the act of virtue.

我々はしばしば、他者を助けるためにできる限り慎重に判断することを怠り、データや理性的な推論が慈善活動の美徳を損なうと誤解している。

図表 4-6 より、EA ファンドを構成する 20 社は、“Environment”、“Social Capital”、“Human Capital”の 3 分野全において、比較対象企業に比べてより高水準の社会的インパクトを創出していることがわかる（805 社の社会的インパクトの詳細結果は [こちら](#) を参照）。加えて、記述統計量を比較すると、各分野における平均値が比較対象企業に比べて 25~40 点ほど高いことから、EA ファンドは非常に大きな社会的インパクトを創出できており、社会問題の解決に対する貢献度が高いといえる。

1.2 では、多くの日本企業が社会問題に効果的に取り組めていない原因は、無闇矢鱈に有限のリソースを振り撒く費用対効果を無視した姿勢であるとしている。そして、定量側面の社会的インパクト分析からは、効果的利他主義を実践する企業はそうでない企業と比べて、同じ企業規模であってもより大きなインパクトを創出することがわかる。したがって、本稿の効果的利他主義に関する様々な議論が示唆する通り、**エビデンスとリーズンに基づき、適切なマテリアリティに対する効果的なアプローチを実践することで、企業は自社のリソースの範囲で費用対効果を最大化させ、社会問題の解決に最大限の貢献を果たすことができると証明される。**

4.3 経済的インパクト分析

2.3 では、エビデンスとリーズンを駆使していれば、企業価値を持続的に著しく向上させる潜在能力を有するという仮説を立てている。そこで、この仮説が正しいのかを検証するためにリスク・リターン分析と企業価値向上に関する実証分析を行い、いかに EA ファンドが経済的リターンをもたらすのかを検証する。

リスク・リターン分析

まず、リスク・リターン分析を通じて投資パフォーマンスを測定することで、スクリーニングの正当性や EA ファンドが投資家に対して投資を促すことができるかについて検証する。

[図表 4-7] 累積リターンの推移 (%) とパフォーマンス指標の比較



(出典) Bloomberg Terminal より筆者作成



If we want to encourage people to do the most good, we should not focus on whether what they are doing involves a sacrifice, in the sense that it makes them less happy.
 人々が最善を尽くすことを促すのであれば、その行動に伴う犠牲や、それがいかにその人々の幸福を損なうかに焦点を当てるべきではない。

運用結果を比較するにあたり、ベンチマークとしては TOPIX と日経 225 を採用している。また、スクリーニングで通過しなかった企業で構成されたファンドである定性中位ファンド、定性下位ファンドとも比較を行うことで、投資パフォーマンスの差も測ると共にスクリーニングの正当性を示す。定性中位ファンドは Altruism スクリーニング、定性下位ファンドは Effectiveness スクリーニングで非通過となった企業の内、そのスクリーニングまでのスコアが高い企業 20 社を抽出してファンドを構成する。

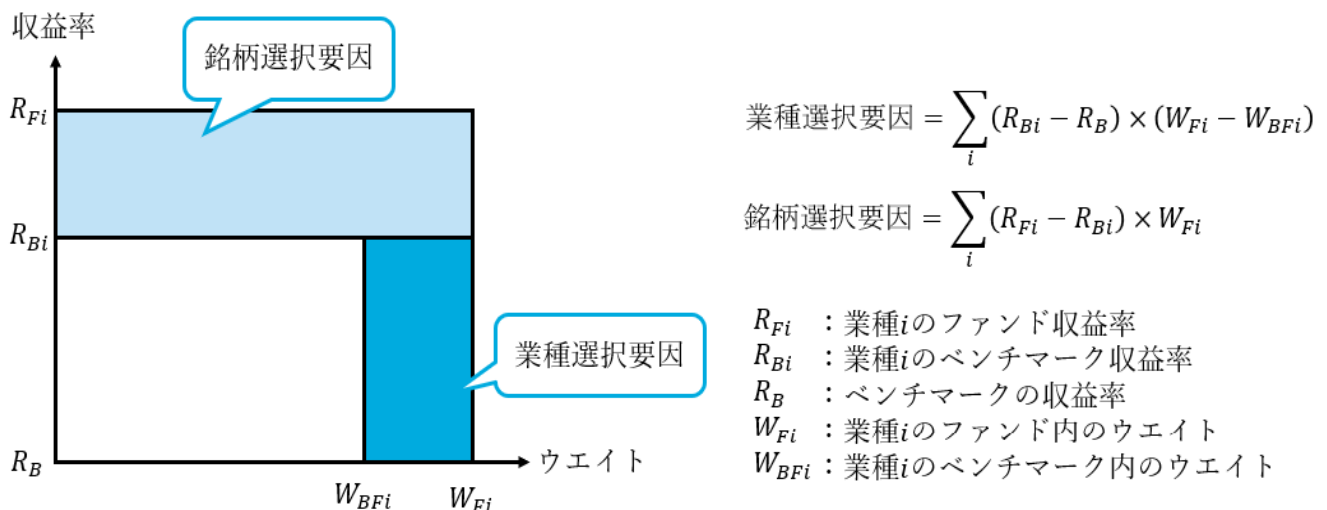
まず、累積リターンは EA ファンドがベンチマークを上回る結果を示している（図表 4-7）。これは効果的利他主義を実践できている企業が業績を伸ばし、それが市場からプラスに評価されていることを示している。また、リスクやダウンサイドリスク、VaR の値も累積リターンと同様、EA ファンドが最も高い値を示しており、ハイリスク・ハイリターンの投資であると言える。

ハイリスク・ハイリターンの投資である以上、リターンとリスクを比較した上で、本当に EA ファンドに投資すべきかを判断する必要がある。そこで、リスク 1 単位あたりの超過リターンを計測し、リスクに対し適正なリターンを得ることができるのかを確認するべく、シャープレシオの比較を行う。図表 4-7 より、シャープレシオは EA ファンドが高くなっていることから、**投資効率性の側面からも魅力的なファンド**と言える。しかし、シャープレシオは上昇局面の変動も下落局面の変動もリスクとして捉えてしまうという特性を持っている。投資家はリターンがマイナスになることをリスクと認識することから、下落局面の変動のみをリスクとして捉えるソルティノレシオを用いた比較も行う。ソルティノレシオはシャープレシオと同様に、EA ファンドがベンチマークより高い値を示している。すなわち、EA ファンドは下落局面におけるリスクは小さく、投資家が捉えるリスクに対してより高いリターンが期待できる。加えて、定性下位ファンド、定性中位ファンド、EA ファンドの順にシャープレシオとソルティノレシオが高くなっている。この結果は、本稿が構築する 3 段階のスクリーニングの有意性を裏付けている。つまり、**効果的利他主義の考え方を取り入れ実践していれば、より高い経済的便益を得ることが可能となるのである。**

ここまでの様々なパフォーマンス指標はいずれも、EA ファンドがベンチマークと比較してパフォーマンスが高く魅力的であることに加えて、各スクリーニングが正当であることを証明している。しかし、パフォーマンス指標の比較だけでは、なぜ EA ファンドがベンチマークに比べて超過リターンを得ることができたのかを明らかにできない。そこで、パフォーマンス要因分析を行うことで更に詳細な分析を行う。

国内株式ファンドでは、業種選択及び銘柄選択の決定がパフォーマンスに大きく影響を与えることになる。そこで、Bloomberg Terminal を用いて、TOPIX に対する超過リターンを業種選択による要因（業種選択要因）と銘柄選択による要因（銘柄選択要因）に分解する。要因分析の手法については図表 4-8、結果は図表 4-9 に示している。

[図表 4-8] ブリンソン-ファクターモデルによる超過リターンの分解



(出典) 三菱 UFJ 信託銀行より筆者作成



Before making a decision, don't merely try to weigh all the pros and cons as you currently see them.

何らかの決断を下す前に、現時点でのメリットとデメリットをただ比較検討するだけでは不十分である。

[図表 4-9] パフォーマンス要因分析の結果

| 東証業種分類 | 業種選択要因 | 銘柄選択要因 | 東証業種分類 | 業種選択要因 | 銘柄選択要因 |
|----------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 水産・農林 | +0.01% | 0.00% | 精密機器 | +0.41% | 0.00% |
| 鉱業 | -0.06% | 0.00% | その他製品 | +0.07% | 0.00% |
| 建設 | +0.64% | -0.83% | 電気・ガス | -0.15% | 0.00% |
| 食料品 | -0.32% | +0.33% | 陸運 | +0.55% | 0.00% |
| 繊維製品 | -0.77% | -0.71% | 海運 | -0.13% | 0.00% |
| パルプ・紙 | +0.01% | 0.00% | 空運 | +0.10% | 0.00% |
| 化学 | +0.14% | -1.48% | 倉庫・輸送関連 | -0.00% | 0.00% |
| 医薬品 | +0.09% | +1.38% | 情報・通信 | +0.69% | +0.59% |
| 石油・石炭製品 | -0.06% | 0.00% | 卸売業 | -1.05% | 0.00% |
| ゴム製品 | +0.04% | 0.00% | 小売 | +0.10% | -0.27% |
| ガラス・土器製品 | +0.03% | 0.00% | 銀行 | -1.85% | 0.00% |
| 鉄鋼 | -0.31% | 0.00% | 証券・先物取引 | -0.10% | 0.00% |
| 非鉄金属 | +0.09% | 0.00% | 保険 | -0.17% | 0.00% |
| 金属製品 | +0.04% | 0.00% | その他金融 | -0.10% | 0.00% |
| 機械 | +0.15% | -0.50% | 不動産 | +0.22% | 0.00% |
| 電気機器 | -0.07% | +0.38% | サービス業 | +0.07% | +0.76% |
| 輸送用機器 | +2.76% | +3.51% | 合計 | +0.68% | +3.17% |

(出典) Bloomberg Terminal より筆者作成

EA ファンドの超過リターン+3.85%の内訳は、業種選択要因が+0.68%、銘柄選択要因が+3.17%ということから、超過リターンの大部分は銘柄選択要因によるものであるということが分かる (図表 4-9)。

では、業種選択要因、銘柄選択要因の値はそれぞれどういった影響によるものなのかを詳細に分析する。まず、業種選択要因+0.68%の内訳を見てみると、輸送用機器が+2.76%、情報・通信が+0.69%、建設が+0.64%という順で超過リターンに寄与している。中でも、輸送用機器と建設については TOPIX に比べて大きなウエイトを置いていることに加え、運用期間中のパフォーマンスが業種全体として良いということも業種選択要因の値が高いことに大きく寄与している。

続いて、銘柄選択要因を見てみると、全体として+3.17%となっているが、その内訳は、業種選択要因と同様に輸送用機器が+3.51%と最も高く、次点で医薬品が+1.38%の値を示している。累積リターンを比較すると、TOPIX に比べて情報・通信が+23.06%、医薬品が+21.84%と特にこれらの業種が大きな超過リターンを生み出している。この結果から、同業種の中でも高パフォーマンスを実現できる銘柄を選ぶことができていると言える。

企業価値向上に関する実証分析

リスク・リターン分析では運用期間におけるパフォーマンスの優位性を示しているが、効果的利他主義を実践することはどれほど企業価値向上に寄与するのだろうかを重回帰分析により明らかにする。

一般社団法人日本経済団体連合会 [2006] を参考に、非説明変数に企業価値を表す時価総額の自然対数を置く。説明変数には Effectiveness スクリーニングの合計点数 (EFFECTIVENESS) と Altruism スクリーニングの合計点数 (ALTRUISM)、コントロール変数には売上高経常利益率の前年差、売上高成長率の前年比、営業 CF/利払い費、配当性向、当期純利益の自然対数、純資産の自然対数を用いる。サンプルサイズは Altruism スクリーニングの必須条件を通過している 211 社を対象に分析を行っている。



One difference between investing in a company and donating to a charity is that the charity would often lack appropriate feedback mechanisms.

企業への投資と慈善団体への寄付の違いの一つは、慈善団体には往々にして適切なフィードバックメカニズムが欠如していることである。

[図表 4-10] 回帰分析の推定式及び推定結果

| 変数 | 係数 | t 値 | P 値 | 変数 | 係数 | t 値 | P 値 |
|------------|--------|--------|--------|---------------|-------|--------|--------|
| 切片 | 13.578 | 19.938 | <0.001 | 当期純利益 | 0.164 | 2.683 | 0.008 |
| 売上高経常利益率 | 3.200 | 2.337 | 0.020 | 純資産 | 0.718 | 10.465 | <0.001 |
| 売上高成長率 | 1.189 | 2.999 | 0.003 | EFFECTIVENESS | 0.047 | 3.613 | <0.001 |
| 営業 CF/利払い費 | 0.000 | 0.992 | 0.322 | ALTRUISM | 0.061 | 2.728 | 0.007 |
| 配当性向 | 0.003 | 2.203 | 0.029 | 修正済決定係数 | | 0.797 | |

EFFECTIVENESS、ALTRUISM のどちらも 1%水準で有意な値となっている。すなわち、本稿で実施しているスクリーニングが有効であり、時価総額に影響を与えている（図表 4-10）。この結果は、2.3 で立てている「エビデンスとリーズンを駆使し、自らが保有するリソースから最大限に社会問題の解決に取り組む企業は、効果的に社会問題を解決し、ひいては企業価値を持続的に著しく向上させる」という仮説が正しいことを裏付けている。したがって、EA ファンドは社会的なインパクトを最大化し、経済的リターンも獲得できるファンドであり、経済的な利益を求める投資家にも、社会的責任投資を意識する投資家にも魅力的な商品と言えるだろう。

5. おわりに

あらゆる社会問題が世界規模で緊急性を増す現代において、多くの企業が社会問題の解決に向けた自社の利他的なレギュレーションを付加価値としてアピールし、底辺への競争を避ける価値創造の戦略を採用している。効果的利他主義という道徳の議論を企業価値最大化の鍵として投資テーマに据える本稿は、こうした昨今の価値創造における情勢を踏まえた上で、**良き企業市民として企業のあるべき姿**を提示する試みであるだろう。EA ファンドを構成する銘柄 20 社は、現時点における社会的インパクトの結果から見ても目覚ましい取り組みを行っているわけだが、決してそれだけではない。いずれの企業も、絶えず如何にして自社のリソースを最大限に活用しこの世界に貢献すべきかを問い続け、マテリアリティの特定やそこに対するアプローチについて試行錯誤する姿勢が伺える。効果的利他主義という新進気鋭のアイデアの定義については未だ議論の余地があるものの、1つ確かなのは、「**何が自分にできる最善の行いなのか**」という問いかけこそが効果的利他主義の本質であるということだ。

また、本分析を通じて日本企業の利他性をめぐる議論の学術的、制度的な改善の必要性を強く感じている。現代において、企業による社会的便益の追求がもたらす利他主義は、経済的便益の獲得を目指す伝統的な企業の利己主義と必ずしも矛盾しない。その一方で、企業による利他主義を適切に評価する方法論や情報開示の制度は万全というには程遠い。企業による積極的かつ効果的な社会問題へのコミットメントを促すためにも、コーポレートファイナンスやコーポレートガバナンスといった研究分野が従来の実証的な議論だけではなく、効果的利他主義のような倫理・道徳の視点を取り入れ、**倫理的な価値と経済的な価値の両立可能性**を開拓するべきである。

最後に、今回のレポート執筆に際し、大変熱心にご指導いただいた石田惣平准教授、諸先輩方に厚く御礼申し上げます。また、お忙しい中インタビューにご対応していただいた村田製作所様、東様、そしてこのような素晴らしい学習機会を設けてくださった日本経済新聞社様、野村ホールディングス様にも感謝申し上げます。

参考文献

- Biddle, Gary C, Gilles Hilary, Rodrigo S. Verdi, 2009, “How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency.”, *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131.
- Bushman, Robert, Qi Chen, Ellen Engel, 2004, “Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems.”, *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 53-85.
- Carroll, Archie B. 1991. “The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders.” *Business Horizons*, 34(4), 39-49.
- Chang, Hshihui, Souhei Ishida, Takuma Kochiyama, 2019, “Evaluation of Managerial Ability in the Japanese



Once there is a critical mass of effective altruists,
it will no longer seem odd for anyone to regard bringing about “the most good” I can do.

効果的利他主義者が一定数に達することで、「自分にできる最善の行い」を追求することは、誰にとってもごく自然なことになる。

- Setting”, *The Japanese Accounting Review*, 8(1), 1-22.
- Demerjian, Peter, Baruch Lev, and Sarah McVay. 2012. “Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests”. *Management Science*, 58(7), 1229-1248.
- Goodman, Theodore H., Monica Neamtiu, Nemit Shroff, and Hal D. White, 2014, “Management Forecast Quality and Capital Investment Decisions.”, *The Accounting Review*, 89(1), 331-365.
- Ishida, Souhei, Takuma Kochiyama, and Akinobu Shuto, 2021, “Are more able managers good future tellers? Learning from Japan.” *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(4), 106815.
- Lev, Baruch., and Theodore Sougiannis. (1996, February). “The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D.” *Journal of Accounting and Economics*, 21(1), 107-138.
- Lewis-Kraus, G. (2022, August 8). *The Reluctant Prophet of Effective Altruism*. The New Yorker.
<https://www.newyorker.com/magazine/2022/08/15/the-reluctant-prophet-of-effective-altruism>
 (2023 年 9 月 27 日アクセス)
- MacAskill, William. 2016. *Doing Good Better: How Effective Altruism Can Help You Help Others, Do Work that Matters, and Make Smarter Choices about Giving Back*. Penguin Publishing Group.
- MacAskill, William. 2022. *What We Owe The Future*. Basic Books.
- MacAskill, William, Teruji Thomas, and Aron Vallinder. 2022. “The Significance, Persistence, Contingency Framework.” *Global Priorities Institute*, 1-11.
- Malik, M. 2015. “Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature.” *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419-438.
- Matthews, D. (2022, August 8). *Effective altruism went from underfunded idea to philanthropic force*. Vox.
<https://www.vox.com/future-perfect/2022/8/8/23150496/effective-altruism-sam-bankman-fried-dustin-moskovitz-billionaire-philanthropy-cryptocurrency> (2023 年 9 月 27 日アクセス)
- Orlitzky, M., 2001. “Does firm size confound the relationship between corporate social performance and firm financial performance?”, *Journal of Business Ethics*, 33(2), pp. 167-180.
- PwC あらた有限責任監査法人、2021、「特集：サステナビリティ経営」、
<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/pwcs-view/assets/pdf/32-02.pdf> (2023 年 10 月 27 日アクセス)
- Rajgopal, Shivaram, Terry Shevlin, and Valentina Zamora, 2006, “CEOs’ outside Employment Opportunities and the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts”, *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Shermer, M. 2015. *The Moral Arc: How Science Makes Up Better People*. Henry Holt and Co.
- Singer, Peter. 1972. “Famine, Affluence, and Morality.”, *Philosophy and Public Affairs*, 1(3), 229-243.
- Singer, Peter. 2009. *The Life You Can Save: Acting Now to End World Poverty*. Random House.
- Todd, B. (2023, September 29). *Can one person make a difference? What the evidence says*. 80,000 Hours.
<https://80000hours.org/career-guide/can-one-person-make-a-difference/> (2023 年 10 月 27 日アクセス)
- 一般社団法人日本経済団体連合会、2006、「企業価値の最大化に向けた経営戦略」、
<https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2006/010/honbun.pdf> (2023 年 10 月 27 日アクセス)
- 太田浩司・斉藤哲郎・吉野貴晶・川井文哉、2012、「CAPM, Fama-French3 ファクターモデルによる資本コストの推定方法について」、『関西大学商学論集』、第 52 巻第 2 号、1-24。
- クリッツァー、ベンジャミン、2021、『21 世紀の道徳 学問、功利主義、ジェンダー、幸福を考える』、晶文社。
- シンガー、ピーター、1999、『実践の倫理』（山内友三郎訳、塚崎智訳）、昭和堂。
- シンガー、ピーター、2013、『私たちはどう生きるべきか』（山内友三郎訳）、筑摩書房。
- マッカスキル、ウィリアム、2018、『〈効果的な利他主義〉宣言！』（千葉敏生訳）、みすず書房。
- 三菱 UFJ 信託銀行、2011、「ファンドの評価分析について」、
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/c201112_2.pdf (2023 年 10 月 27 日アクセス)

