

丸紅ベンチマーク発行：エンゲージメントの機会

Patricia Hutchinson (*), Rose Choy

丸紅（ティッカー:MARUB）は、森林破壊にさらされている商品や林産物の輸出入を含む、日本の総合貿易・投資ビジネスコングロマリットである。[1] 同社は 2025 年 3 月 10 日に投資家会議を開催し、10 年物米ドル建てベンチマーク債の価格設定が間もなく行われる予定である。同社は、森林破壊エクスポージャーが大きい債券発行者のリストである AFII 森林破壊債務ユニバースに含まれている。[2]

森林破壊エクスポージャーの大きな商品や林産物を取引する企業は、生態系の劣化の影響を受けやすい。丸紅は、森林破壊に関連する商品であるパーム油、大豆、牛肉、木材、パルプ・紙に依存している。

同社には、2021 年に発行されたグリーンボンドが 1 つあり、その収益は再生可能エネルギー、認証植林、水管理に充てられる。植林認証の要件はグリーンボンドの調達資金の使用に信頼性を与えるが、投資家が会社に関連する潜在的な森林破壊リスクを明確にするために関与できる点が次のようにいくつかある。

- 丸紅は米ドル建て債券で市場に参入している。これは、同社が 2019 年に初めて米ドル建て社債を発行して以来、米ドル建ての借入金への依存度が現在の発行額の約 50%にまで高まっている傾向を反映するものである。
- 丸紅の唯一のグリーンボンドには、認定された土地の植林に充てられる収益が含まれている。森林破壊や転換の影響を受けた自社が所有、制御または管理する土地のヘクタール数を開示していないため、森林への純影響を計算できない。
- 丸紅は、世界の森林破壊に最も密接に関連する 2 つの商品である牛肉と大豆に関連する森林破壊よりも、パーム油、木材、パルプ・紙に関連する森林破壊により強いコミットメントを持っている。投資家には、牛肉と大豆に関連するコミットメントの進展を促し、森林目標を達成させる機会がある。

丸紅が間もなく発行する米ドル建て社債は、国際投資家が同社と関わり、森林破壊に関する情報やコミットメントの改善を促すチャンスとなる。

---

[1]「Company Profile（会社概要）」, Marubeni, アクセス 12 Mar 2025.

[2] 詳細については次を参照：「Deforestation Debt Universe（森林破壊債務ユニバース）」, AFII, 7 Jan 2024.

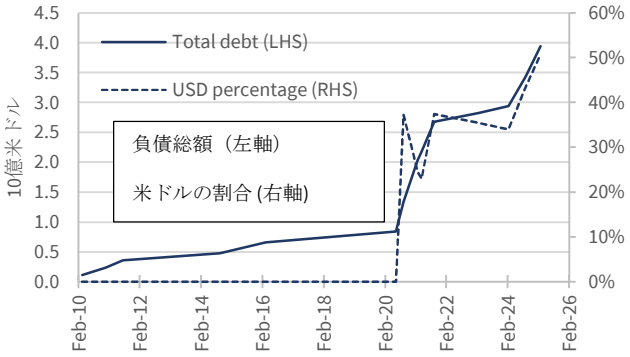
投資アドバイスではありません。このバージョン2024 年3 月 14 日重要な免責事項は本書の最後に記載されています。

(*) Anthropocene Fixed Income Institute (www.anthropocenefii.org). 連絡先著者: pmjh@anthropocenefii.org

現在の社債発行残高

米ドル建て債券市場は丸紅にとってますます重要になっている。図 1 に示すように、米ドル建て社債は、2019 年以前は 0%だったが、今後は社債調達総額の約 50%を占めることになる（近々の 5 億ドルの発行を想定）。丸紅の米ドル建て社債調達が増加するにつれて、今後は国際債券投資家が丸紅と関わる機会は増えるであろう。丸紅の社債リストについては、付録を参照のこと。

図 1. 丸紅の総負債と総負債に占める米ドル建て負債の割合. 過去の数字を含み、新規発行額は 5 億ドルと推定. 出典：Bloomberg, 2025 年 3 月 12 日時点.



丸紅は中期経営戦略「GC2027」における資金調達戦略の一環として、資金調達ルートの多様化に注力することを目指している。具体的には、直接調達比率の向上を目指している。[3] 直接調達比率は、社債とコマーシャルペーパーの合計額を有利子負債総額で割った値として定義される。目標は、銀行借入への依存度を下げ、複数の通貨で資金調達することである。2019 年度時点での直接調達比率は 13%で、2024 年度には 26%となっている。[4] 2024 年 3 月 31 日現在、丸紅の資金調達構成は、銀行借入 74%、社債 21%、残りがコマーシャルペーパーとなっている。

グリーンボンド

丸紅は、2026 年に満期を迎えるグリーンボンドを 1 つ発行している（ISIN XS2387660280）。[5] 同社のグリーンボンドレポートでは、[6] 5 億ドルの収益を以下のように割り当てている。

- 「再生可能エネルギー」に 2 億 2,880 万ドルを投じ、発電能力を 721.4MW とし、CO_2 排出量を 724,180tCO2 削減する。
- 「外部認証植林」に 1 億 8,680 万ドルを投じ、植林面積は 93,200 ヘクタールとし、社債の有効期間中年間 18,600 ヘクタールとする。
- 「上下水」に 8,470 万ドルを投じ、水管理能力を 100,487,576m^3 とする。

Forest IQ によると、同社はその所有、制御または管理する土地で何ヘクタールの森林破壊/転換が行われたかを報告していない。具体的な開示がなければ、投資家は丸紅に関連する森林破壊の影響を受けた土地の総面積と、同社が報告した認証植林面積を比較することはできない。このデータは、投資家が企業の植林の影響を把握し、それによって企業の正味の影響を理解するために必要である。

---

[3] Marubeni Preliminary Offering Circular（丸紅事前募集案内）, 日付 10 Mar 2025.

[4] Marubeni Offering Circular（丸紅事前募集案内）, 日付 10 Mar 2025.

[5] Marubeni Offering Circular（丸紅事前募集案内）, 日付 14 Sep 2021.

[6] 「Marubeni Corporation Green Bond Framework 2021（丸紅株式会社グリーンボンドフレームワーク 2021）」, Marubeni, Sep 2021.

森林破壊エクスポージャー

森林破壊債務ユニバース

AFII は、債券投資家にとって重要な、森林破壊エクスポージャーが相当ある発行体の包括的なユニバースである森林破壊債務ユニバースを作成した。[7] 主なデータは、森林破壊エクスポージャーの商品間比較を可能にする統合データセットである Forest IQ から取得している。[8] これにより、丸紅の潜在的な森林破壊エクスポージャーを評価することができる。

Forest IQ による丸紅のスコア

総合的な貿易・投資事業を展開する丸紅は、さまざまな商品で「高」から「非常に高い」の範囲の森林破壊エクスポージャーを抱えており（表 1 を参照）、また、「高」から「中」のファイナンシャル・マテリアリティ評価は、同社の収益性がこれらの商品の供給源である生態系の健全性に依存していることを示している。

表 *1.* 丸紅の森林破壊リスクとファイナンシャル・マテリアリティの詳細.出典： *Forest IQ.*

	パーム油	大豆	牛肉	木材	パルプと紙
森林破壊エクスポージャー：カテゴリー	高い	非常に高い	高い	非常に高い	高い
森林破壊エクスポージャー：スコア/5	3	4	3	4	3
ファイナンシャル・マテリアリティ：評価	高い	高い	高い	中	中

Forest IQ の方法論では[9]、企業は森林破壊エクスポージャーについて最大 5 点のスコアを付けられ、スコアが高いほどエクスポージャーが高いことを示す。表 2 に示す Forest IQ による丸紅の森林破壊コミットメントスコアをさらに詳しく見ると、同社はパーム油、木材、パルプ・紙については森林破壊ゼロの強いコミットメントを持っているが、大豆や牛肉についてはそうではないことがわかる。

表 *2.* 丸紅の森林破壊および転換コミットメントの強さと詳細. 出典：*Forest IQ.*

	パーム油	大豆	牛肉	木材	パルプと紙
森林破壊および転換ゼロコミットメントの強さ：評価	中	出遅れ	出遅れ	中	中
森林破壊および転換ゼロコミットメントの強さ：スコア/2	1	0	0	1	1
同社は、強い森林破壊ゼロコミットメントを持っているか？	はい	いいえ	いいえ	はい	はい

Forest IQ の方法論では[9]、企業はメトリック 3.1a「森林破壊および転換ゼロコミットメントの強さ」で最大 2 点を付けられ、スコアが高いほどプラスが大きいことに注意すること。

---

[7]「Deforestation Debt Universe（森林破壊債務ユニバース）」, AFII, 7 Jan 2024.

[8] このデータは 2024 年 10 月 2 日のものであり、Global Canopy の独自の Forest IQ プロジェクトの一環としてライセンスに基づいて取得したものである https://forestiq.com. より最新のデータを Forest IQ から入手できる可能性がある.

[9] P24, 「Forest IQ Methodology（Forest IQ の方法論）」, Forest IQ, 22 Jan 2025.これは上記のデータ自体から更新されていることに注意すること。

丸紅の調達方針における森林破壊

これは、森林破壊や転換のない大豆と牛肉への丸紅のコミットメントを前進させるための投資家のエンゲージメントの機会を浮き彫りにするものである。[10] 丸紅の調達方針は同社のウェブサイトで公開されており、パーム油[11]、森林由来製品（森林植林および木材チップ生産事業）、[12] および大豆[13] に関する方針では森林破壊について言及しているが、牛肉[14] の調達方針ではそのような言及はない。

また、パーム油と森林由来製品の方針には持続可能な調達目標が含まれているのに対し、大豆の方針には取り組みは含まれているものの目標は含まれていない。

一方、パーム油の調達方針には[15] 次の目標が含まれている。

- 2030 年までに、丸紅は 100%のパーム油を「持続可能性を考慮した」ものとして取り扱うこととしており、これは、RSPO（持続可能なパーム油に関する円卓会議）または同等の認証油を含む、NDPE（森林破壊ゼロ、泥炭ゼロ、搾取ゼロ）方針に準拠するサプライヤーから調達したパーム油と定義される。

森林由来製品の調達方針[16] には、次のコミットメントが含まれる。

- 違法伐採木材から調達した製品を取り扱わないこと。
- 保護価値の高い森林の破壊など、深刻な環境および社会問題に関与しているサプライヤーから調達した製品を取り扱わないこと。
- 信頼性の高い国際森林認証制度の下で認証された調達製品の取り扱いを推進すること。

これは、森林破壊に関連する牛肉や大豆などの商品全体にわたってコミットメントや目標の設定を奨励し、調達した製品の 100%が信頼できる国際森林認証システムに基づいて認証されていることを確かなものにするという目標など、森林目標を達成させるための投資家のエンゲージメントの機会を浮き彫りにするものである。

まとめ

丸紅は 2025 年 3 月 10 日に投資家向け説明会を開催し、10 年物米ドル建てベンチマーク債（REGS/144a）を発行する予定である。丸紅は、さまざまな商品にわたって「高い」から「非常に高

---

[10]「Agricultural and forestry trade drives large share of tropical deforestation emissions（農林貿易は熱帯林破壊排出量の原因の大部分を占める）」, Global Environmental Change, May 2019.

[11]「Procurement Policy (Palm Oil)（調達方針（パーム油））」, Marubeni, アクセス 13 Mar 2025.

[12]「Procurement Policy for Forest-derived Products（森林由来製品の調達方針）」, アクセス 13 Mar 2025.

[13]「Marubeni Group Soybean Procurement Policy（丸紅グループ大豆調達方針）」, Marubeni, アクセス 13 Mar 2025.

[14]「Procurement Policy (Beef)（調達方針（牛肉））」, Marubeni, アクセス 13 Mar 2025.

[15] "Procurement Policy (Palm Oil)", Marubeni, https://marubeni.disclosure.site/en/sustainability/pdf/social/supply_chain/policy_palmoil.pdf?220912

[16]「Procurement Policy for Forest-derived Products（森林由来製品の調達方針）」, アクセス 12 Mar 2025.

い」までの森林破壊エクスポージャーリスクがあり、パーム油、木材、パルプ・紙と比較して、牛肉と大豆の森林破壊コミットメントの Forest IQ スコアは低い。
同社には、グリーンボンドを 1 つ既に発行しており、その収益は再生可能エネルギー、認証植林、水管理に充てられる。投資家は、丸紅が所有、制御または管理する土地で発生した森林破壊および/または転換のヘクタール数を明確にし、認証された植林のヘクタール数と比較することで、丸紅の正味の森林破壊影響を理解するための背景情報を提供することができる。
投資家が、森林破壊に関連する牛肉や大豆などの商品全体にわたるコミットメントや目標の設定を前進させ、さらに調達した製品の 100%が信頼できる国際森林認証システムに基づいて認証されることを確かなものにするという目標などの森林目標達成に向けて前進させることができるものと、私たちは考えている。

付録

表 *3.* 丸紅の発行社債. 出典：*Bloomberg, 2025* 年 *3* 月 *12* 日現在.

説明	ISIN	発行日	満期	通貨	未償還額	ESG ラベル
MARUB 2.55 03/14/25	JP387760BA30	2/3/2010	14/3/2025	JPY	10,000,000,000	
MARUB 0.22 06/17/25	JP387760AL61	11/6/2020	17/6/2025	JPY	20,000,000,000	
MARUB 1.319 09/18/25	XS2226703655	15/9/2020	18/9/2025	USD	500,000,000	
MARUB 2.1 12/24/25	JP387760BAC0	7/12/2010	24/12/2025	JPY	10,000,000,000	
MARUB 0.725 02/02/26	JP387760BG26	26/1/2016	2/2/2026	JPY	10,000,000,000	
MARUB 0.421 03/13/26	JP387760AGF2	15/3/2016	13/3/2026	JPY	20,000,000,000	
MARUB 1.577 09/17/26	XS2387660280	14/9/2021	17/9/2026	USD	500,000,000	グリーン
MARUB 1.034 09/18/26	JP387760AE94	12/9/2014	18/9/2026	JPY	13,000,000,000	
MARUB 0.38 07/12/27	JP387760AH75	5/7/2017	12/7/2027	JPY	10,000,000,000	
MARUB 0.614 02/24/28	JP387760AP26	17/2/2023	24/2/2028	JPY	20,000,000,000	
MARUB 0.37 02/28/28	JP387760AJ24	21/2/2018	28/2/2028	JPY	10,000,000,000	
MARUB 0.543 09/26/28	JP387760AP91	20/9/2023	26/9/2028	JPY	10,000,000,000	
MARUB 2.2 07/13/29	JP387760AB71	1/7/2011	13/7/2029	JPY	10,000,000,000	
MARUB 4.458 09/19/29	XS2900964565	9/9/2024	19/9/2029	USD	500,000,000	
MARUB 0.28 11/29/29	JP387760AKB3	22/11/2019	29/11/2029	JPY	10,000,000,000	
MARUB 0.93 07/19/30	JP387760AQ74	12/7/2024	19/7/2030	JPY	15,000,000,000	
MARUB 0.36 04/18/31	JP387760AM45	13/4/2021	18/4/2031	JPY	15,000,000,000	
MARUB 0.839 07/13/33	JP387760AP75	7/7/2023	13/7/2033	JPY	10,000,000,000	
MARUB 1.025 02/22/34	JP387760AQ25	16/2/2024	22/2/2034	JPY	18,000,000,000	
MARUB 1.127 04/25/34	JP387760AQ41	19/4/2024	25/4/2034	JPY	14,000,000,000	
MARUB 0.88 11/24/37	JP387760AHB9	16/11/2017	24/11/2037	JPY	10,000,000,000	
MARUB 0.82 03/04/2081	JP387760AM37	25/2/2021	4/3/2081	JPY	75,000,000,000	

重要な免責事項：

このレポートは、情報提供および教育を目的としたものです。*Anthropocene Fixed Income Institute*（*AFII*」）は、税務、法律、投資、会計に関する助言を提供していません。このレポートは、税務、法律、投資、会計上の助言を提供することを意図したものではなく、それらについて依拠すべきものではありません。このレポートの内容は、証券、会社、ファンドの投資アドバイス、売買の申し込みや申し込みの勧誘、保証、推奨、スポンサーシップを目的としたものでは決してありません。

AFII は、あなたの投資判断について一切の責任を負いません。投資に関するリサーチや投資判断は、あなた自身の責任で行ってください。このレポートは、投資に関する一般的な指針とすることを意図したものではなく、特定の投資推奨の情報源とすることを意図したものではありません。他の人に帰属する場合を除いて、表明された意見はあくまで私たちの現時点での意見です。

提示された情報の中には、第三者から提供されたものがある可能性があります。*AFII* は、そのような第三者情報は信頼できるものであると考えており、公開された記録を可能な限り検査して検証していますが、その正確性、適時性および完全性を保証するものではなく、予告なしに変更されることがあります。

このレポートで使用されているデータの一部は、*Global Canopy* の独自の *Forest IQ* プロジェクトの一環として、同社からライセンスを受けて取得されたものです *https://forestiq.org*。より最新のデータを *Forest IQ* から入手できる可能性があります。*Creative Commons* ライセンス *https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/* が適用され、データは *AFII* によって変更されている可能性があります。*Forest IQ, © 2024.*

企業の信用力や、現在または将来の市場におけるプラスまたはマイナスのパフォーマンスの可能性に関する言及は、純粋に観察に基づくものであり、当該企業またはセキュリティの推奨または保証または批評と解釈すべきものではありません。

AFII は、「人間が引き起こした気候変動の時代における債券市場の影響を監視し、支持し、そしてそれに影響を与える」非営利団体です。当機関の詳細は、*www.anthropocenefii.org* をご覧ください。

AFII は、その資料や報告書で言及しているいずれの企業とも一切関係がなく、またその取締役、従業員、アドバイザーもこれらの企業とはいかなる関係もありません。また、*AFII* の観察や洞察に対していかなる報酬や対価も受け取っていません。

