

【專題一】



國際永續發展債券市場新種商品簡介 與展望

邱律婷（櫃買中心專員）

壹、發展背景

永續金融已逐漸成為推動全球永續發展的關鍵力量，而永續金融的發展最早可追溯至 1990 年代，聯合國環境規劃署（United Nations Environment Programme, UNEP）與銀行業為推動環保議題相關業務，成立「UNEP 金融機構倡議」，並於 1992 年 5 月在紐約發布「UNEP 銀行業環境和永續發展聲明」，啟動永續金融的新紀元，而後隨著保險業和養老基金等越來越多金融機構亦提出永續承諾，2003 年聯合國環境規劃署金融倡議組織（United Nations Environment Programme Finance Initiative, UNEP FI）成立，旨在促進金融行業將永續發展納入業務營運及服務，此後 UNEP FI 逐步制定如責任投資原則（PRI，2006 年制定）、永續保險原則（PSI，2012 年制定）及責任銀行原則（PRB，2019 年制定）等永續金融框架，期盼藉由金融之影響力，協助國際社會應對氣候變遷挑戰及達成永續發展目標。

而在永續金融風潮帶動責任投資意識的背景下，資本市場也需要有合適的債務工具滿足 ESG 投融资需求，於是 2007 年，由歐洲投資銀行發行第一檔「氣候意識債券

（Climate Awareness Bond）」揭開了綠色債券（Green Bond）的發展序幕，市場發展初期，發行人以超國際組織及金融機構為主，後續在國際資本市場協會（International Capital Market Association, ICMA）推出「綠色債券原則（Green Bond Principles, GBP）」、《巴黎協定》簽訂後掀起的低碳轉型需求以及國際主要交易所的推動下，發行主體逐漸擴大至一般企業及各類別債券，綠色債券也成為溫室氣體減量、氣候變遷減緩及生態環境保護等議題中，重要的募資管道。

而後隨著市場逐漸將永續發展的概念由環境保護擴大到人權保障及社會進步等面向，以及聯合國 2015 年通過的 17 項永續發展目標（Sustainable Development Goals, SDGs）聚焦國際社會間更多元化的永續發展主題，永續發展債券市場商品範疇逐步擴大，社會責任債券（Social Bond）及可持續發展債券（Sustainability Bond）順勢興起，ICMA 亦於 2017 年發布「社會責任債券原則（Social Bond Principles, SBP）」及「可持續發展債券指引（Sustainability Bond Guidelines, SBG）」，這一系列的原則及指引，成功引導資本市場資金投入具環境與社會效益的投資計畫，也讓市場參與者無論在發行、評估或投資等方面都能有所遵循，促進永續發展債券市場的蓬勃發展。

綠色債券、社會責任債券及可持續發展債券一般合稱為永續發展專項資金債券（GSS 債券），這類專款專用的發行模式一直是永續發展債券市場的主流，然而隨著國際社會間永續理念的普及和對抗氣候風險意識的快速攀升，債券市場開始探索更多元化的商品架構，以支持更多需要永續金融協助其低碳轉型的產業和企業邁向淨零碳排，亦提供責任投資人更多樣化的永續投資選擇，因此衍生出多樣新種永續發展債券商品，例如可持續發展連結債券（Sustainability-Linked Bond, SLB）、轉型債券（Transition Bond）和綠色經濟企業債券（Green Revenue Bond）/ 氣候相關債券（Climate-Aligned Bond），本文將就這三類新種永續發展債券商品，簡述其商品定義及國際市場發展現況，並概述我國新種永續發展債券商品之未來展望，以期借鑒國際市場發展經驗，加深我國永續金融的廣度與深度。

貳、可持續發展連結債券（SLB）

一、商品簡介

可持續發展連結債券（SLB）係指將債券本息支付條件連結至發行人永續發展目標之債務工具，在永續發展債券市場中係為全新之概念，有別於 GSS 債券針對債券資金用途的不同，而對債券貼上不同的標籤，SLB 未對其所募資金訂定用途限制，而是透

過設定可持續發展關鍵績效指標（Key Performance Indicator, KPI）、可持續發展績效目標（Sustainability Performance Target, SPT）以及連結債券本息支付條件等機制，來確保發行人將公司整體永續發展目標納入到經營決策與商業模式中。債券發行人必須於公開說明書或債券發行文件載明其所選定之 KPI、欲達成之 SPT 以及債券本息條件與 SPT 之連結設計等，除此之外與一般債券相同。

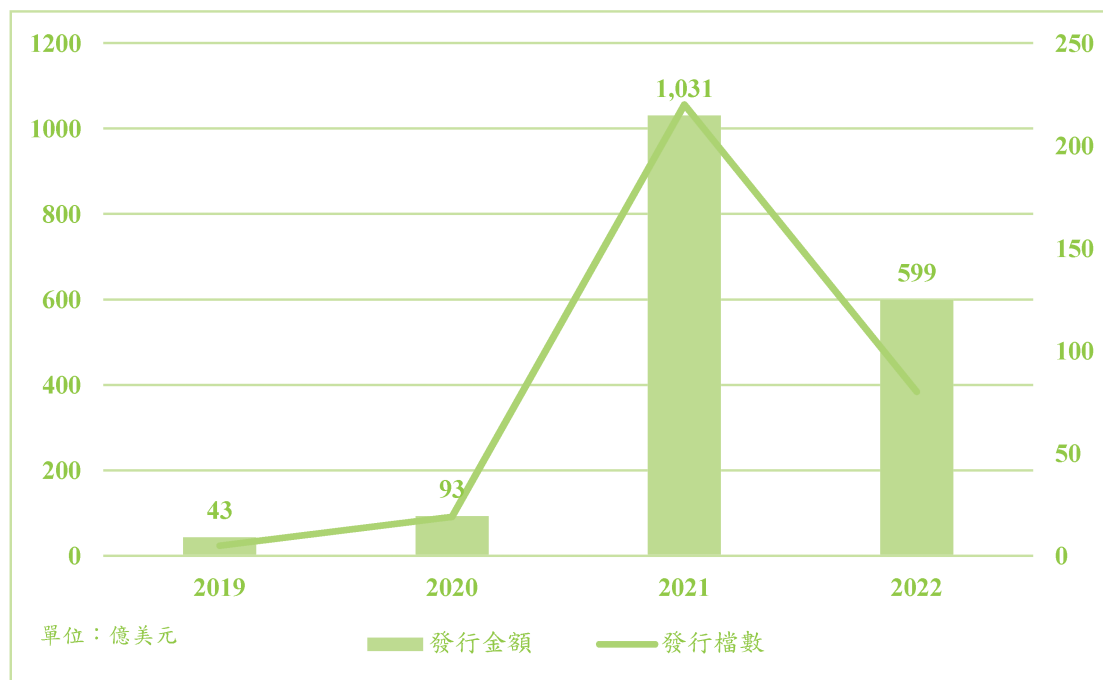
SLB 的模式讓發行人在達成公司整體永續發展目標的前提下，能更彈性的運用其所募得之債券資金，對於有意願投入永續轉型與發展，但沒有足夠綠色或社會效益投資計畫之資產或資本支出的企業而言，SLB 是幫助其更多元化募集永續發展資金的新管道，因此 SLB 與 GSS 債券之間具有互補的功能，市場主流觀點認為兩者相輔相成，SLB 能讓發行人更專注於企業整體永續發展策略目標，而非聚焦於單一特定資產或資本支出。

現行國際上 SLB 發行主要係依循 ICMA 於 2020 年 6 月所發布之可持續發展連結債券原則（Sustainability-Linked Bond Principles, SLBP），SLBP 提供發行人 SLB 發行框架及應遵循之五大核心要素，包括可持續發展關鍵績效指標（KPI）之選定、可持續發展績效目標（SPT）之訂定、債券條款結構、發行後報告及驗證，旨在藉由建議發行人制定具核心（Core）價值及高企圖心（Ambitious）的 KPI 及 SPT，以及透過提升 SLB 資訊揭露透明度及驗證機制，增加市場參與者間的互信程度。另外，為進一步提供市場具體的指引，ICMA 於 2022 年 6 月再推出 KPI 範例說明（Illustrative KPI Registry），提供市場參與者 KPI 選定之參考，並強調每一檔 SLB 皆應連結至少一個具核心意義之 KPI，以確保發行人所發行之 SLB 對永續發展具實質意義。

二、國際市場發展概況

全球首檔 SLB 是由義大利國家電力金融國際公眾有限公司（Enel Finance International N.V, EFI NV）於 2019 年 9 月發行，而後在 ICMA 發布 SLBP 後，由於有具體之發行規範可依循，SLB 市場自 2020 年下半年開始陸續有大型跨國企業參與發行，並於 2021 年迎來爆發性的成長，根據彭博資訊統計，2021 年全球 SLB 發行金額達 1,031 億美元，較 2020 年大幅成長 11 倍，而 SLB 於整體永續發展債券市場發行量之占比，亦由 2020 年的 2% 成長至 2021 年的 10%，另截至 2022 年 9 月 30 日，全球 SLB 累計發行檔數達 393 檔，累計發行金額達 1,767.5 億美元，並吸引全球超過 271 家發行人加入發行，顯示 SLB 已成為現行國際永續發展債券市場上成長最為迅速的新種商品。

【圖一】全球 SLB 發行檔數及金額（截至 2022 年 9 月底）



資料來源：彭博資訊、櫃買中心製圖

參、轉型債券

一、商品簡介

轉型債券係指溫室氣體排放密集度高之發行人，為達成《巴黎協定》目標¹，透過發行債券募集資金，用於溫室氣體減排相關之綠色投資計畫，或支持公司整體因應氣候變化之戰略目標，以協助發行人轉型邁向淨零碳排，因此轉型債券得為 GSS 債券或一般資金用途之 SLB。轉型債券和現行綠色債券最大之差異，係其所募資金以實現轉型為目的，強調投資計畫或發行人永續發展策略須符合《巴黎協定》目標，側重應對氣候變化及溫室氣體減排。

轉型融資（Transition Finance）概念的萌芽，係由於市場意識到協助溫室氣體排放密集度高的產業（如能源發電業、工業及運輸業等）轉型朝向低碳營運模式，對於達成《巴黎協定》目標至關重要，但這些產業或企業透過 GSS 債券籌措資金的可能性及機

1 《巴黎協定》目標係指全球平均氣溫升幅控制在與工業革命前水準相比最多增加 2°C 內的範圍，且努力追求在 1.5°C 之內，以及將資金導入低溫室氣體排放和氣候調適或減緩等發展路徑。

會相當有限，沒有合適的金融工具及動機向市場傳達其長期減碳戰略，因此轉型債券應運而生，旨在協助此類發行人在符合《巴黎協定》的轉型策略目標下，得以透過永續發展債券市場發行債券取得資金，同時透過加強資訊揭露的機制，協助發行人避免面臨漂綠的質疑。

轉型債券現行實務作法可區分為兩種，其一是不對轉型債券制定新標籤，原因係考量歐盟永續金融分類方案（EU Taxonomy）已擴大綠色的定義，將可促進 2050 年前達成淨零碳排目標之轉型經濟活動納入綠色範疇，又現行 SLB 因所募資金並未限制用途，業已可作為發行人靈活運用的轉型工具，故該類國際準則認為僅須強化溫室氣體排放密集度高之發行人的資訊揭露，以增強發行人轉型承諾及轉型路徑的可信度，ICMA 於 2020 年 12 月發布之《氣候轉型融資手冊》（Climate Transition Finance Handbook）即屬此類，將轉型融資之概念納入綠色債券或 SLB 等現行永續發展債券類別。

另一種做法則是對轉型債券制定新標籤，以有效區隔綠色債券及轉型債券，以及識別發行人整體永續發展目標是否得使用轉型標籤以發行 SLB，例如氣候債券倡議組織（Climate Bonds Initiative, CBI）於 2020 年 9 月發布之《氣候債券白皮書—可信轉型融資》（Financing Credible Transition White Paper），即是提供市場參與者具一致性及科學依據之指引，明確「綠色標籤」及「轉型標籤」的區別，以協助溫室氣體排放密集度高之發行人能盡速採取行動，透過轉型債券募集資金，加速邁向低碳經濟轉型，達成《巴黎協定》目標。

二、國際市場發展概況

在國際市場仍未有明確的轉型債券定義及規範時，已有少數發行人自行定義並發行具轉型概念之債券，例如中電集團子公司青山發電廠於 2017 年 7 月發行全球首檔自行貼標的轉型債券，並於香港交易所掛牌上市。而在 2020 年 ICMA 及 CBI 相繼推出轉型債券標準後，則陸續有大型金融機構、能源及運輸產業等參與發行，另外，日本金融廳與環境省於 2021 年 5 月合作推出《氣候轉型融資基本指南》，提供日本企業發行轉型債券之指引，中國銀行間市場交易商協會亦於 2022 年 6 月發布《關於開展轉型債券相關創新試點的通知》，協助溫室氣體排放密集度較高的產業，針對特定轉型經濟活動募集資金，因此現行國際轉型債券市場上，以日本及中國企業為主要發行人。

根據彭博數據統計，截至 2022 年 9 月 30 日，全球共有 36 檔符合相關準則或指引之轉型債券發行，累計發行金額為 65.68 億美元，其中 21 檔為日本發行人，12 檔為中國發行人，發行產業主要集中於能源發電業及運輸業。

肆、綠色經濟企業債券 / 氣候相關債券

一、商品簡介

除了需要永續轉型的發行人外，國際永續發展債券市場注意到市場上還存在一批「純綠」發行人（Pure-Player），其所經營業務已符合永續發展之定義，爰為協助此類發行人以更快速便捷的方式，透過永續發展債券市場籌措其落實永續發展目標所需之資金，並提供投資人更廣泛的綠色投資機會，2019年10月倫敦交易所在其永續發展債券市場推出「綠色經濟企業債券」，而繼倫敦交易所之後，盧森堡綠色交易所（Luxembourg Green Exchange, LGX）與CBI合作，於2021年2月亦推出類似概念之新種永續發展債券商品 - 「氣候相關債券」，相關定義分別說明如下：

（一）綠色經濟企業債券

若發行人股票已於倫敦交易所上市並取具綠色經濟標章（Green Economy Mark, GEM）²，且該公司全年度營業收入逾90%來自於綠色相關產業類別者，則其所發行之債券得向倫敦交易所申請為「綠色經濟企業債券」，並納入倫敦交易所之永續發展債券專板。倫敦交易所係以富時環境市場分類（FTSE Environmental Markets Classification System）中的富時羅素綠色收入分類系統（Green Revenues Classification System, GRCS）為基本方法，標識出具綠色及考量永續之經濟產業類別，而營業收入之計算方式，則係採用富時羅素開發的綠色收入數據模型（Green Revenues Data Model）。

（二）氣候相關債券

氣候相關債券係依據CBI氣候相關債券與發行人研究方法論（Climate-Aligned Bonds & Issuers Research Methodology），以發行人氣候活動（如氣候變遷減緩或氣候調適等）之營收來源比例，判斷其是否為氣候相關發行人，若發行人的全年營收超過75%係來自氣候活動，則為「高度相關發行人（Strongly-Aligned Issuers）」，其發行之一般債券將按氣候活動營收比例認定為氣候相關債券，並揭露於LGX平台；若發行人的全年營收超過95%來自於氣候活動，則定義為「完全相關發行人（Fully-Aligned Issuers）」，其所發行之一般債券將全數被認定為氣候相關債券，並揭露於LGX平台。

2 綠色經濟標章取得資格為企業或基金全年度營業收入超過50%以上，來自於綠色相關產業類別，且於倫敦交易所上市者。

二、國際市場發展概況

（一）綠色經濟企業債券

根據倫敦交易所之統計資料，截至 2022 年 10 月 4 日，取具綠色經濟標章且全年度營業收入逾 90% 來自綠色經濟產業之發行人共 3 家，分別是 Severn Trent Utilities Finance Plc（英國水務公司）、United Utilities Water Finance Plc（英國水務公司）及 European Bank for Reconstruction & Development（歐洲復興開發銀行），累計發行檔數為 32 檔，累計發行金額為 34.17 億元英鎊。

（二）氣候相關債券

根據 LGX 之統計資訊，截至 2022 年 10 月 26 日，LGX 氣候相關發行人共有 25 家，氣候相關債券共計有 197 檔，其中發行檔數最多的前三名發行人分別是（1）Deutsche Bahn Finance GMBH（德國鐵路公司），綠色營收佔比達 79.32%，為高度相關發行人，共計有 58 檔氣候相關債券；（2）SNCF Réseau（法國鐵路公司），綠色營收佔比達 100%，為完全相關發行人，共計有 21 檔氣候相關債券；（3）Iberdrola Finanzas, S.A.U.（西班牙再生能源公司），綠色營收佔比達 93%，為高度相關發行人，共計有 21 檔氣候相關債券。

伍、國內展望

櫃買中心在金管會的指導下，為協助綠能企業籌資以及企業綠色轉型，並引導金融市場責任投資，如圖二所示，於 2017 年建立綠色債券櫃檯買賣制度，並於 2018 年至 2020 年陸續擴增債券類型，將外銀在台分行金融債券、證券化商品、外國發行人專業板新台幣債券及伊斯蘭固定收益證券（Sukuk）納入綠色債券的有價證券範疇。而後為順應國際市場發展趨勢，以及配合主管機關「公司治理藍圖 3.0」、「綠色金融行動方案 2.0」及「資本市場藍圖」等計畫方案，櫃買中心於 2020 年建立可持續發展債券制度，以及於 2021 年推出社會責任債券制度，並將前開三種債券整合為永續發展債券專板，亦於同年底將政府債券納入永續發展債券的有價證券範疇。

【圖二】我國永續發展債券市場藍圖

推動年份	永續發展債券類別	有價證券範疇		
		普通公司債、金融債、國際債(含Sukuk)	政府債券	證券化商品
2017年	綠色債券 (Green Bond)			
2020年	可持續發展債券 (Sustainability Bond)			
2021年	社會責任債券 (Social Bond)			
2022年	可持續發展連結債券 (Sustainability-Linked Bond)			
未來展望	評估推動綠色經濟企業債券 /氣候相關債券及轉型債券			

有鑑於新種永續發展債券商品在國際市場上蓬勃發展，櫃買中心觀察國際市場發展經驗以及國際主要交易所的推動歷程，比較三類新種永續發展債券商品中以 SLB 之發展最為成熟及迅速，其模式也廣為發行人及投資人所接受，爰於 2022 年建立 SLB 櫃檯買賣制度，將 SLB 納入我國永續發展債券市場，使我國永續發展債券聚焦範疇由單一資產或資本支出擴大至發行人經營層面，協助急需轉型至淨零碳排的企業，以及有意願邁向永續經營的公司，有合適的債務工具募集永續營運資金，實現淨零碳排目標及落實其 ESG 承諾。

而為持續擴大我國永續發展債券商品類型，櫃買中心未來將視國際新種永續發展債券商品之發展動態，適時研議評估推動如綠色經濟企業債券或氣候相關債券概念之商品，鼓勵「純綠」發行人加入永續發展債券市場，提供投資人更多樣化的責任投資選擇，亦完善我國永續發展債券市場的發行人涵蓋層面；轉型債券方面，國際相關標準之做法尚未達成共識，且發行人擔憂目前發行此類債券對於提升其永續發展形象之助益不大，國際市場發行案例亦相對有限，惟為達成《巴黎協定》目標，協助溫室氣體排放密集度高之企業及經濟活動進行低碳轉型實為必要之發展，加上此類企業大抵均是傳統債券市場之經常性發行人，爰櫃買中心亦將持續追蹤此類債券之國際市場發展趨勢及國內發行人實務需求，適時評估是否擴大我國永續發展債券市場的商品類型，提供國內企業更多元化的低碳融資管道。

陸、結語

面對氣候風險對全球環境及經濟帶來的挑戰，採取氣候行動的緊迫性已日益凸顯，淨零碳排已成為國際社會間的共識。2021 年於英國格拉斯哥召開的《聯合國氣候變遷綱要公約》（UNFCCC）第 26 屆締約方大會（COP 26）中，聯合國氣候金融特使 Mark Carney 宣布「格拉斯哥淨零金融聯盟（The Glasgow Financial Alliance for Net Zero, GFANZ）」成立，是現行國際永續金融市場上規模最大的永續金融倡議，該聯盟召集銀行、保險公司及資產管理公司等超過 450 家金融機構，總管理資產高達 130 兆美元，旨在透過各金融機構之放款或投資組合，協助實體經濟邁向淨零碳排，顯示全球金融市場將持續強化永續金融的發展力度，而永續發展債券做為連接實體經濟永續轉型及永續金融之間的橋樑，持續發展新種永續發展債券商品，擴大永續發展債券市場的涵蓋層面，亦有其必要性及急迫性。

國內方面，我國《氣候變遷因應法》草案已將 2050 淨零碳排目標入法，國發會業已於 2022 年 3 月正式公布「臺灣 2050 淨零排放路徑及策略總說明」，以及金管會亦啟動「上市櫃公司永續發展路徑圖」及「綠色金融行動方案 3.0」，在國內企業面臨全球淨零趨勢以及國際供應鏈綠色轉型壓力的背景下，櫃買中心將持續追蹤國際新種永續發展債券商品之發展趨勢，持續研議擴大我國永續發展債券商品範疇，以期提供國內外發行人及投資人更多元化的永續發展籌資及投資工具，深化我國永續金融發展，引導企業重視 ESG 議題及落實企業社會責任，進而達成我國淨零碳排及永續發展目標，讓永續發展成為台灣新價值。

~ 當日沖銷交易小提醒 ~

投資人從事當日沖銷交易前，應評估自身財務狀況、投資經驗，並衡量股價波動及無法完成反方向沖銷恐面臨違約等投資風險。