

# 綠色債券監理之研究：以國際準則發展為中心

■ 陳俊元/國立政治大學風險管理與保險學系教授兼系主任

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 130 期(2021 年 6 月出版)

## 一、前言

本文旨在介紹分析綠色債券相關重要國際準則之最新發展，包含國際資本市場協會之 GBP、氣候債券倡議組織之 CBS、以及草擬中之 EU-GBS。再以此比較研究為基礎，重新思考我國綠色債券監理之改善之道。

## 二、綠色債券之監理架構與問題

綠色金融尚且包含赤道原則(Equator Principle)、責任投資原則(Principles of Responsible Investment, PRI)等概念，為達到促進永續發展之目的，除了政府以外，私部門如投資人、驗證機構、認證機構之參與均相當重要。如比較政府監理與私人監理，私人監理較不具強制性，但較為彈性、更可以較為快速的對市場參與者做出回應。然而私人監理機制也存在監理俘虜(Regulatory capture)、監理套利(Regulatory arbitrage)等問題，更容易受到利益團體之壓力、欠缺問責機制，而若有多個私人監理機制，規範不同且無排他性之管轄時，受監理者即可選擇對其最有利的一方。

目前綠色債券之運作已有相當問題，而可能有上述現象發生。首先，綠色債券之「綠色」定義為何，欠缺較具一致性的標準，再者，目前國際準則關於資訊的揭露與透明度仍有改善空間。漂綠之問題往往難以監督，發生時投資人並沒有明確的救濟管道。在欠缺課責機制

的情形下，將可能使得漂綠的問題更嚴重。因此，綠色債券之有效監理與相關政府配套之建置實為重要。

### 三、國際準則之最新發展

目前國際對綠色債券的監理準則主要有兩大系統：一為由氣候債券倡議組織所提出之「氣候債券標準」(Climate Bonds Standard, CBS)，一為國際資本市場協會 (International Capital Market Association, ICMA)之「綠色債券原則」(Green Bond Principles, GBP)。歐盟自 2018 年開始提案致力於金融與永續發展，2019 年 6 月提出了「歐盟綠色債券標準」(EU Green Bond Standard, EU-GBS)之草案。近來兩大系統持續更新，且更強調與歐盟草擬之 EU-GBS 相容。由此可見，國際綠色債券之規範早期雖略有差異，但上述三大標準似乎已經有整合之趨勢。可分別介紹如下。

#### (一) 綠色債券原則

由募集資金用途(use of proceeds)、項目評估與遴選流程(process for project evaluation and selection)、募集資金管理(management of proceeds)、以及報告(reporting)四大核心要素所構成。募集資金用途包含氣候變化減緩(climate change mitigation)、氣候變化調適(climate change adaptation)、自然資源保護(natural resource conservation)、生物多樣性保護(biodiversity conservation)以及污染防治(pollution prevention and control)。具體類型則揭示四種主要類型：標準綠色債券(standard green use of proceeds bond)、綠色收益債券(green revenue bond)、綠色項目債券(green project bond)、以及綠色資產支持證券(green securitised bond)。此原則修正後亦建議發行人通過外部審核機構，

確認其綠色債券或項目符合本原則之四個核心要素。並根據一套特定標準進行獨立驗證，發行人亦可藉助綠色債券評分，聘請具備相應資質的協力廠商。

## （二）氣候債券標準

2019 年 12 月公佈 CBS v. 3.0 版本，流程為發行人準備證明符合標準之文件，並事先向協力廠商驗證，再向氣候債券標準委員會 (Climate Bond Standard Board) 提出認證，且在發行前、中、後均須符合標準並完成相當之義務，如此方可使用符合本標準之標誌。本版本更具體化綠色債券與相關資產之定義，並強化了驗證與報告機制。此機制強化獨立第三人之地位，以協助認證機構能做出更妥適之判斷。委員會更對驗證之諸多細節有具體之規定，供發行人與驗證人遵守，如驗證人應提出書面報告、驗證應符合一定實質與形式要件、且驗證人應符合相當資格。當有違反本標準之情形，委員會得要求不同之驗證人，在三個月內提出報告，以評估是否維持認證。當有無法符合本標準之情事發生時，發行人應於知悉後一個月內通知委員會。委員會可能會提供改正之建議，但如未能於一定期間改善，即可撤銷認證。當認證被撤銷後，發行人即不應再使用受認證之標章或暗示仍受有認證，並應將其債券移除自相關需要認證之清單，且應通知債券持有人等利害關係人。

## （三）歐盟綠色債券標準

2018 年 5 月，歐盟發布了三項關鍵性之行動以實現永續金融，綠色債券於歐盟逐漸受到重視，TEG 於 2019 年 6 月 18 日發布「歐盟綠色債券標準報告」嘗試提出以最佳市場慣例為基礎，建立自願性、非法律性的歐盟綠色債券標準，以增強綠色債券市場的有效性、透明

度、可比性和可信性。TEG 在報告中提出了十點建議，以宏觀角度揭示了綠色債券之重要架構。本標準在定位上屬於自願性質，發行人在發行綠色債券或相關商品時，可選擇是否遵循 EU-GBS；如果選擇歐盟規則，則就應接續遵循歐盟之驗證方式，且全球之綠色債券商品均可選擇遵循歐盟規則，不以在歐盟發行之商品為限，因此可期待此標準突破歐洲地域限制，成為更具有影響力的全球性準則。就監理方式而言，本標準顯著地強化了驗證機制，將驗證訂為強制規定且必須公開，且外部驗證人亦必須經過認證，並應公開於發行者的網頁與其他公開平臺上。

綜合觀察上述三大主要國際準則，可以發現近年各準則多有顯著修正，完善綠色債券之定義、驗證程序，彼此逐漸整合相容，已無太大之衝突。特別是新版 CBS 與草擬之 EU-GBS，在研議階段均有以對方草案為參考，此可顯著改善過去標準模糊且不統一之弊端對於過去對於綠色債券之諸多問題與質疑，應可望能有相當程度的改善。

#### 四、對我國法之分析與建議

2017 年行政院核定綠色金融行動方案，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心亦於同年公佈實施綠色債券作業要點，該要點雖對於綠色債券發行之各階段有所規定，但如與新近之國際準則相比，內容與強度均已顯然不足。就綠色項目之定義而言，內容項目較少，僅為單純之列示，亦欠缺如 EU-GBS 如顯著促進、無顯著損害標準、最低社會保障、技術審查標準等四大原則。就驗證部分而言，我國的認證機制主要亦是藉助外部專業機構，以確認並強化綠色債券資金與資金管理方法的合理性、有效性及可行性。與最近更新的國際準則相比，我國規定顯得相當簡略，欠缺驗證之強度、報告種類、驗證內容、對驗

證人認證之相關標準、強制揭露、過渡機制等規定，故內容顯為不足。又如要點第 5 條第 2 項規定，原則上綠色債券應經政府證明或協力廠商認證，但若發行人為本國銀行、外國銀行在臺分行或具能源供應專業之國營事業者，則可自行依國際金融市場慣例之綠色債券原則出具符合綠色投資計畫之評估意見，而不需經過協力廠商之檢驗。此是否就等於滿足國際發行綠色債券之實質要件，且自行評估報告是否足夠嚴謹而可代替協力廠商認證，實有疑問。

由國際綠色債券監理之發展以觀，大致上可以分為自願性規範與政府強制性規範為輔的模型。自願性規範如三大國際準則，藉由私部門發揮之監理力量，較具彈性。強制性規範則如中國大陸為代表，「由上而下」監管，較為快速的建構相關機制與監理規範、有較強的監理力量與手段、有較多的激勵措施、較強的處罰效果。但中國似欠缺統一的監管設計，存在多頭監管的現象。實則，私部門監理與公部門監理兩者可為並行與互補之關係，如果其一已經不足以支持擔保綠色債券機制的運作，另一模式更有適用之必要。例如：EU-GBS，對驗證人監理欲建立以 ESMA 為中心的機制，本質上以任意規範為基礎，另亦有公部門監理的色彩。因此有謂綠色債券之監理，應屬於公私協力之監理架構(private and public regulatory structures)。

本文以為，台灣金融產業雖然受高度管制，但仍與中國大陸有所不同。雖然綠色債券整體發展仍有相當進步空間，但債券市場基本面仍佳。為了與國際接軌，本文建議台灣仍採取以國際自願性規範為主的模式，而可在私部門監理難以涵蓋或著力的面向上，如租稅優惠、擔保、課責機制等，以強化公部門監理補充其不足。

## 五、結論

近年來，綠色債券呈現方興未艾之發展趨勢，而如何強化監理，誠為重要。本文認為我國應以國際準則為基礎，統整修改相關規範，並採取公私協力之監理架構，刪除除外規定。再者，政府亦應提供配套機制，包括稅賦優惠、補助相關成本、擔保、資訊揭露機制、自律機制與行政處罰等，以促進綠色債券市場之發展。