

# ESG 前瞻探討系列之 1 – 社會債券的二刀流

SROI ESG Vaccine impact Social investors Framework global financial crisis project  
Environment investors CSR SDGs Sustainability CBS Social Economic GBS Women  
SURE World Covid-19 Living Wage Covid-19 SURE Mismatching management management  
challenge Social Bond Principles Women in the Workplace Social Washing Governance Human Rights  
global growth global growth EU Taxonomy Regulations investors Mismatching Governance Social Bond Principles SROI ESG  
Women global financial crisis Women CSR GBS CBS  
Vaccine United Nations work extreme poverty United Nations Social Bonds IMF  
Covid-19 Governance IMF  
Finance Risk & Crisis sustainability extreme poverty ESG Economic Framework Social Washing Labor Practice Indicators Climate Bonds Initiative  
investors challenge Human Rights Environment  
IMF EU Taxonomy Regulations project  
Economic Climate Bonds Initiative investors ESG premium Labor Practice Indicators IMF

TABF

# 本輯摘要

受 Covid-19 疫情影響，2020 年全球社會債券發行量將近 1,500 億美元，跟 2019 年相比增加了 8 倍多。病毒不僅衝擊經濟，原本就已經存在社會問題，尤其是弱勢族群的權益保障，更因疫情而凸顯。國際間已有諸多案例，透過社會債券導引市場資金，用於修補被疫情撕裂的社會安全網絡。適逢國內疫情趨緩，緊接而來的將是紓困工作，此刻或可借鏡國外經驗，善用社會債券於疫後復原工程之中。此外，更可利用此波市場熱潮、凝聚各方意見，推動更健全之社會債券相關制度，將有助於整體 ESG 的均衡發展。



王嘉緯 首席研究員 Chiawei Wang

研究領域：綠色金融、區域經濟與亞洲金融市場、  
租稅理論與實務

聯絡方式：[cwang@tabf.org.tw](mailto:cwang@tabf.org.tw)

# CONTENTS

壹、疫情期間社會債券發行爆量增加 .....	1
貳、以歐盟為首的各國政府機構，積極發行社會債券.....	3
參、金融機構發行社會債券，能兼顧永續公益目標與財務 結構強化 .....	5
肆、社會債券也可用於協助購買疫苗與接種 .....	7
伍、移工安置、婦女經濟賦權都是台灣社會債券的可能應 用方向 .....	8
陸、利用市場力量健全社會債券制度，促使 ESG 金融更均 衡發展 .....	11



# 疫情期間社會債券發行爆量增加

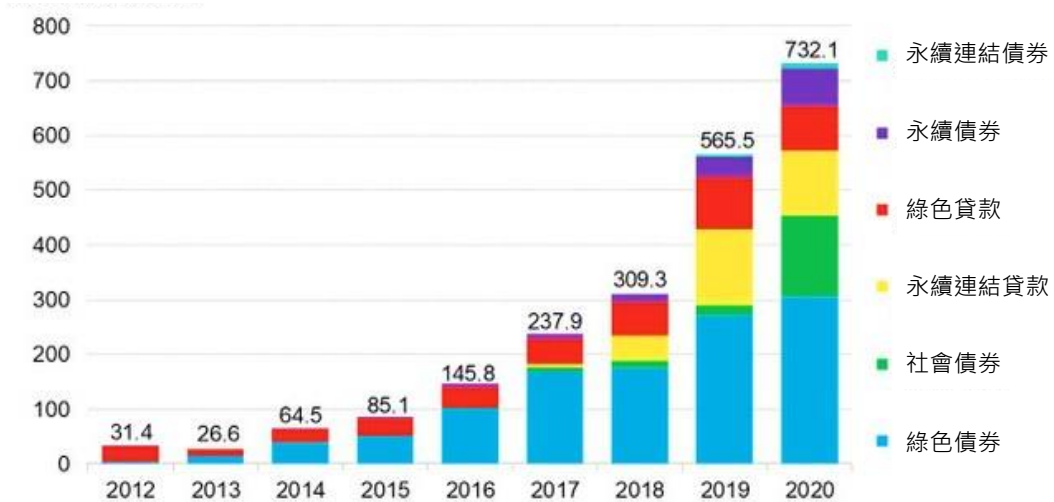
近年來 ESG 議題倍受全球金融業關注，在這股浪潮下標榜著永續或 ESG 的金融商品，舉凡指數、基金、債券等近年皆有顯著之成長。譬如與債權有關的 ESG 金融商品（債券、放款等），如【圖 1】統計，2013 年時全球總發行量才 266 億美元，2019 年已成長到 5,655 億，2020 年更無懼疫情影響，總發行量來到 7,231 億，與前一年度相比增加近三成。檢視【圖 1】所列舉的各項債券商品，可發現仍以綠色債券為占比最高者，根據全球氣候債券倡議組織（CBI）統計，2020 年全球綠債發行量逾 2,900 億美元。

但坦白說，ESG 不同字母仍有差別待遇，相較於金融機構競推 E 環境面向商品，S 社會面向似乎乏人聞問，直到去年才出現明顯轉折。從【圖 1】即可約略發現，2020 年綠色債券發行速度略現趨緩，更吸引投資人目光的，則非社會債券（social bonds）莫屬。

不論是【圖 1】或【圖 2】，皆顯示 2019 到 2020 年間，社會債券的發行規模發生極大變化。2019 年全球發行量不過 182 億美元，在各種 ESG 金融商品中看起來實在微不足道，2020 年卻突然暴增到 1,494 億，短短 1 年間漲幅超過 8 倍。會有這麼極端的差異，當然又跟 Covid-19 脫離不了關係，各國為了紓困、振興，讓原本就已經捉襟見肘的財

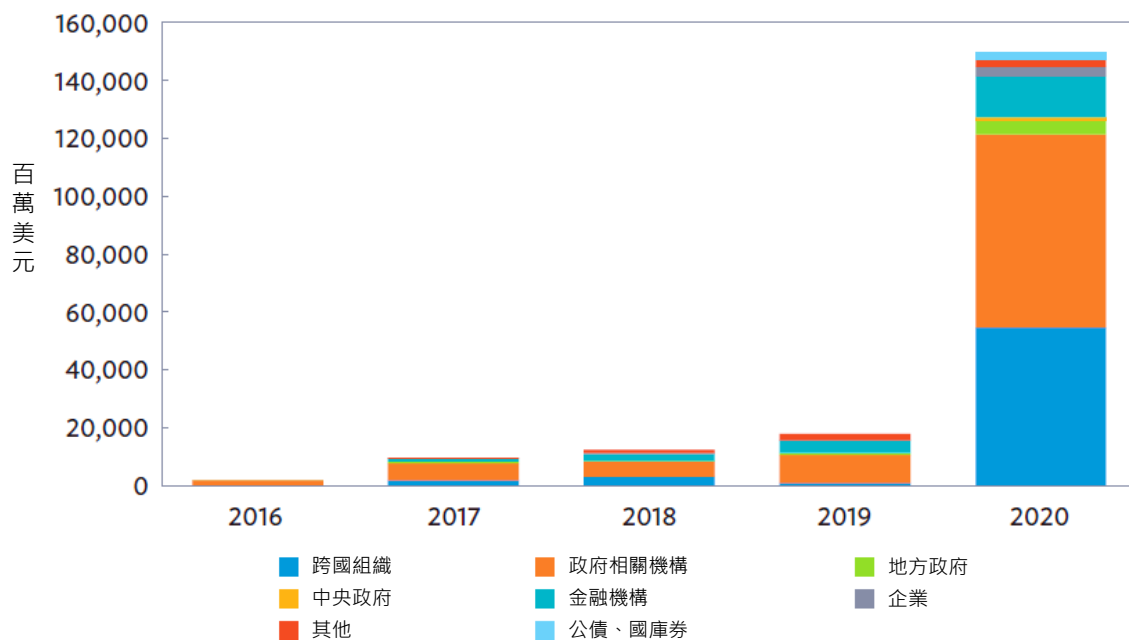
政赤字更顯雪上加霜。在拮据的預算限制下，標榜著既可協助在民間資本市場籌措中長期資金，又能兼顧社會問題解決的社會債券，自然受到各國青睞，也反映在社會債券的爆量成長上。

發行規模（十億美元）



【圖 1】全球 ESG 相關金融債權商品發行量

資料來源：Henze (2021) "Sustainable Debt Breaks Annual Record Despite Covid-19 Challenges," BloombergNEF <https://about.bnef.com/blog/sustainable-debt-breaks-annual-record-despite-covid-19-challenges/>



【圖 2】全球社會債券發行量暨發行人統計

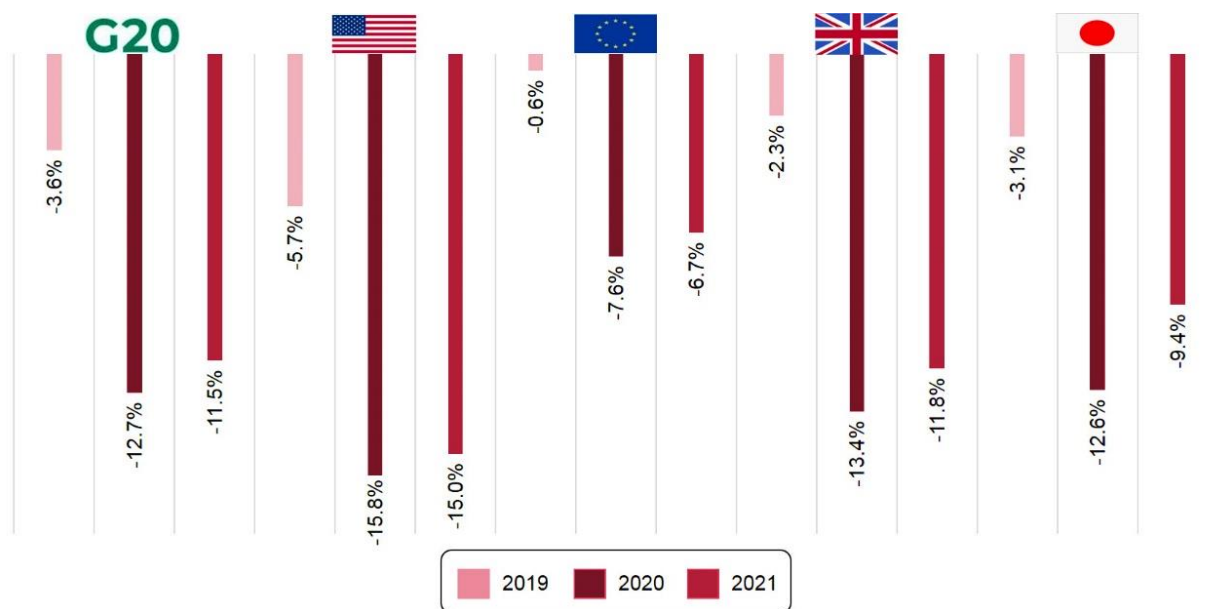
資料來源：ADB (2021) "Primer on Social Bonds and Recent Development in Asia"。

## 以歐盟為首的各國政府機構，積極發行社會債券

實際上，各國政府為了挽救經濟，無不祭出擴張性財政政策，但同時也讓赤字急遽惡化。

【圖 3】顯示 G20 國家財政赤字占 GDP 比率，從疫情之前的-3.6%，已急速擴增到 2020 年的-12.7%，2021 年預估仍有-11.5%。如美國，疫情前後此比率分別是-5.7%、-15.8%；歐元區看似好些，但也各自有-0.6%、-7.6%。為防堵疫情散播所採取的封城隔離舉措，也為產業活動按下暫停鍵，連帶讓稅賦收入大幅萎縮，更別說還要支撐急速膨脹的支出，迫使各國政府緊急舉債因應。

另一方面，寬鬆貨幣政策不斷延續，低利率已是新常態，發債成本相對低廉，各國政府也樂得利用社會債券這類金融工具舉債，向民間資本市場籌募資金，以緩解疫情蔓延的傷害。也因此從亞洲開發銀行 (ADB) 今年 2 月的研究報告 (*Primer on Social Bonds and Recent Development in Asia*) 可以得知，與以往綠色債券由企業為發行主體略有不同，現階段社會債券發行人多為政府機構 (Agency)、跨國組織 (Supernational，係指如世銀、亞銀之類的多邊開發銀行)。



【圖 3】G20 與美歐英日等國的財政赤字占 GDP 比率

資料來源：IMF (2021) "Fiscal Monitor April 2021"



例如歐盟去年 10 月發行首批社會債券，包含 100 億歐元的 10 年期債券、70 億歐元的 20 年期債券，之後又陸續另外發行了數檔 5 至 15 年期不等的社會債，截至 2021 上半年總發行規模約 896 億歐元。疫情在歐洲蔓延開來之後，歐盟失業人數與失業率也屢創新高，歐盟為穩住就業市場，通過「緩解緊急事件失業風險」(SURE) 貸款計畫，以優惠條件向成員國提供 879 億歐元貸款，援助因疫情無法發薪的企業或支付失業救濟金，主要資金籌措管道之一就是社會債券。首批原本預計籌集 170 億歐元的社會債券，憑藉歐盟 AAA 的信用評級，以及市場對於永續金融商品的強烈需求，發行後隨即獲得投資人踴躍參與，認購總金額達 2,330 億歐元，超額認購率超過 13 倍，其餘亦多有 10 倍以上的超額認購。





# 金融機構發行社會債券，能兼顧永續公益目標與財務結構強化

如【圖 2】，除了公部門單位及非營利組織之外，金融機構也是社會債券的另一重要發行主體。事實上，以近幾年綠色債券發行為例，金融機構一直扮演重要角色，全球發行占比都在兩成以上。除了順應 ESG 潮流、推動永續發展之外，更重要的考量則是透過此類特定資金用途金融債券之發行，獲取穩定的中長期資金，藉此強化財務結構。特別是針對期限錯配 ( mismatching ) 問題，以綠色債券為例，償還期限多介於 5 至 10 年不等，與一般企業融資 2 年以內的期限相比，此類債券明顯提升銀行中長期融資的投放能力，特別是針對 10 年期以上的專案。

另一方面，受疫情影響全球央行聯手量化寬鬆，市場利率已下滑到堪稱歷史新低，增加企業在資金市場籌資的意願。尤其 ESG 相關債券，受惠於所謂的「ESG 溢價」( ESG premium )，發行利率又能夠比一般公司債低。換言之，銀行選擇市場利率偏低、流動性充裕，市場投資人對於 ESG 金融商品又需求殷切的此時，發行 ESG 相關債券，資金成本降幅將可望更為顯著。

參考 ADB 研究報告所彙整的社會債券標竿案例，如【表 1】所整理，可以發現 10 宗案例中就有 4 例就是由民營銀行發行。包含日本中國銀行 ( Chugoku Bank )、菲律賓群

島銀行 ( Bank of the Philippine Islands )，將社會債券所籌募資金，轉以優惠條件貸放給受疫情影響的企業，支應其所急需的營運資金與員工薪資。又如法國東方匯理銀行 ( Crédit Agricole )，鑒於疫情加深了弱勢族群的數位落差，希望用社會債券改善偏鄉地區數位基礎建設；泰國大城銀行 ( Ayudhya Bank )則是針對婦女小微型態創業所需資金，為亞洲首宗以社會債券促進婦女經濟賦權之案例。另外，法國的 SFIL 銀行與非洲開發銀行 ( AfDB )，雖然都是具公部門背景的開發銀行，非一般民間商業銀行，但仍可歸類為廣義金融機構之範疇，也分別就強化公衛醫療體系、確保糧食安全之目的，以社會債券募資後再放貸給目標族群。

【表 1】亞洲開發銀行彙整的 2020 年社會債券標竿案例

發行機構	所在國家	資金用途
Chugoku Bank	日本	緩解社會經濟危機衝擊
SFIL Group	法國	健康、飲水與公衛體系
African Development Bank	象牙海岸	糧食安全
Bank of the Philippine Islands	菲律賓	中小企業融資
East Nippon Expressway Co. Ltd.	日本	基礎建設韌性
Unedic	法國	教育訓練
Rajasthan, India	印度	女童教育
Ayudhya Bank	泰國	性別平等
Crédit Agricole	法國	數位普及
Region Wallonne Belgium	比利時	消弭貧窮及不平等

表註：粉紅色欄位表示發行人為廣義的銀行機構。

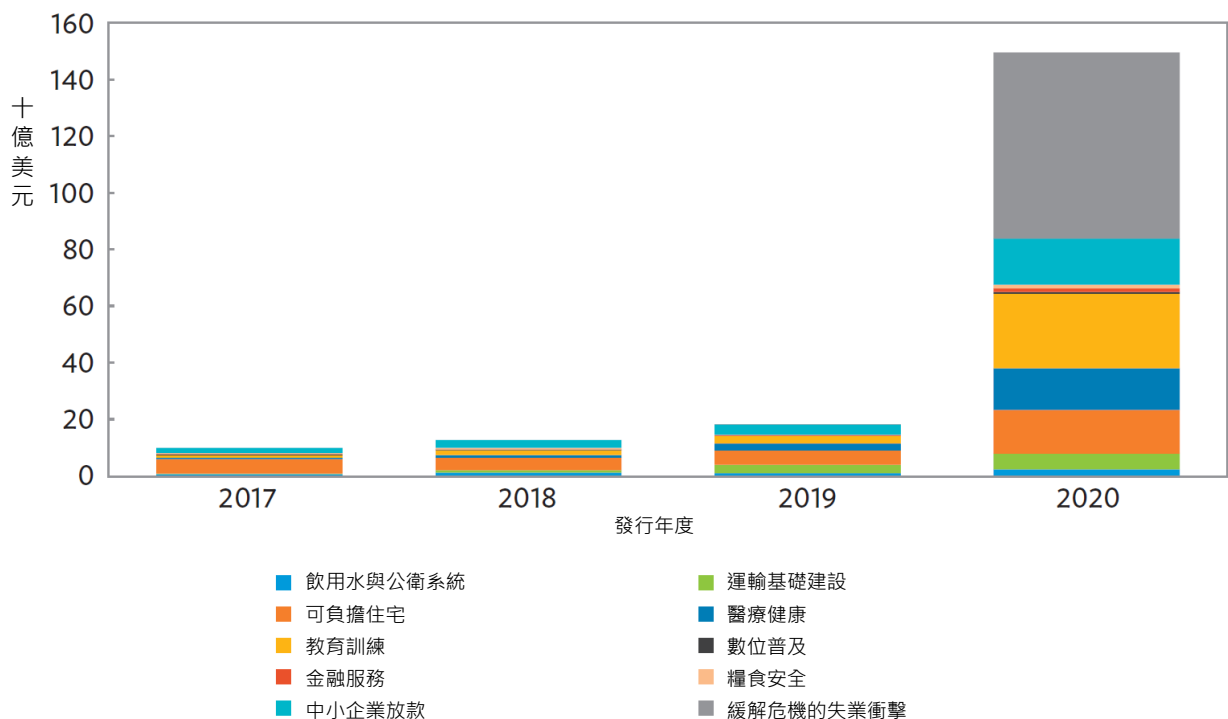
資料來源：ADB (2021) "*Promoting Social Bonds for Impact Investments in Asia*" ；本研究整理。

## 社會債券也可用於協助購買疫苗與接種

另一值得觀察的是社會債券的資金流向，從【圖 4】可明顯看到，2019 疫情爆發前，為數不多的社會債券多用在可負擔住宅項目，但伴隨著 Covid-19 疫情爆發所激增的社會債，資金轉向到就業補助、失業救濟，以及失業勞工職訓相關專案，由此可知在疫情衝擊當下，穩定勞動市場為各國首要考量。

比較讓人意外的，則是醫療健康並未大幅成長，惟此部分研判仍極有成長空間。畢竟終結疫情還是得回歸醫療體系尋求正本清源之道，尤其是擴大疫苗接種涵蓋比率，及早跨過

所謂的群體免疫門檻，人類才能夠回復往日生活。然而，姑且不論疫苗分配貧富不均的問題，低所得國家即便取得足夠疫苗，大規模施打還涉及配送設備、合格醫療院所與施打人員等因素。該些額外必須負擔的支出，除了仰賴外援，例如 ADB 的 APVAX 專案，預計撥付 90 億美金，用以協助成員國購買及接種 Covid-19 疫苗，對於開發中的新興經濟體而言，社會債券不啻是另一可行的籌資渠道。



【圖 4】全球社會債券資金用途趨勢

資料來源：ADB (2021) “Promoting Social Bonds for Impact Investments in Asia”；本研究整理。

# 移工安置、婦女經濟賦權都是台灣社會債券的可能應用方向

至於國內的社會債券(正式名稱為社會責任債券)，如【表2】所彙整之櫃買中心公開資訊，目前共已掛牌5檔，其中3檔發行人亦為銀行機構，募得款項多用於中小企業放款、可負擔住宅，以及社會經濟發展和權利保障之相關放款，與國際趨勢大致相仿。只不過如中小企業、不動產，皆已是國內銀行現階

段重要業務，社會債券用途與之是否重疊不無疑義。其實若與他國社會債券較多元的用途相比，我國尚在萌芽階段，惟國內此波社區感染所凸顯的弱勢族群問題，讓社會債券未來可應用的面向，帶來了更寬廣的想像空間。

【表2】台灣社會責任債券發行現況

發行機構	發行日期	資金用途概況	發行條件
凱基銀行	2021/5/18	基礎建設、偏鄉醫療教育、中小微型企業、金融弱勢族群、都更危老重建，及「投資台灣三大方案」等優惠放款。	金額：7 億元 期限：3 年 票面利率：0.4%
中國信託銀行	2021/5/18	社會經濟發展和權利保障相關放款	金額：10 億元 期限：5 年 票面利率：0.43%
永豐銀行	2021/5/18	可負擔住宅、減輕社會經濟危機造成失業，及社會經濟發展和權利保障相關融資。	金額：10 億元 期限：5 年 票面利率：0.45%
遠東新世紀公司	2021/5/24	弱勢族群、抗疫物資，以及在地採購、支持中小企業疫情期間維持就業相關項目。	金額：12 億元 期限：5 年 票面利率：0.52%
韓國新韓信用卡公司	2021/6/23	公衛醫療機構、低收入弱勢族群，及補貼環境友善之基礎交通建設融資支出。	金額：3 億美元 期限：5 年 票面利率：1.375%

表註：黃底欄位表示發行人為銀行機構。

資料來源：證券櫃檯買賣中心永續發展債券專區；本研究整理。

## 1. 外籍移工居住環境改善

例如移工群聚險些爆發大規模感染，雖說得益於各界迅速動員，及時圍堵病毒擴散。但國內截至今年 6 月底勞動部統計仍有多達 70 萬 5 千餘名的外籍移工，其管理與權益保障向來備受關注。尤其是占比超過 65% 的產業移工，居住環境與生活條件是否藉此機會改善，恐仍是疫情過後台灣社會無可迴避的課題，避免像是「移工便當」爭議再次登上國際媒體版面。

其實新加坡殷鑑不遠，星國首波防疫破口，即為移工居住環境擁擠，群聚導致病毒快速蔓延。新加坡人力資源部已為此於 2020 年 6 月調整移工宿舍安置標準，如【表 3】所整理，包含最少需要 6 平方公尺的居住空間、每間房最多 10 張床、每張床間隔相距 1 公尺且不設上下鋪，以及每 5 張床需有一組衛浴設備等，但新的安置標準不免增添企業成本，類似這類投資即可利用社會債券籌措資金。

【表3】新加坡移工宿舍新舊標準對照

改善項目	舊標準	新標準
生活空間	每人至少 4.5 平方公尺，並包含公共設施。	每人至少 6 平方公尺，且不包含公共設施。
容納量	每個房間床數無規定上限，常見 12 至 16 張床，且多為上下鋪。	每個房間最多 10 張床，床與床間隔 1 公尺，且不得設上下鋪。
衛浴	每 15 張床位至少需有 1 組浴廁	每 5 張床位至少需有 1 組浴廁

資料來源：新加坡人力資源部 (Ministry of Manpower)；本研究整理。

## 2. 強化婦女經濟財務支持

疫情衍生的婦女權益課題也引起各方矚目，比如聯合國今年 5 月中發布的「2021 年中世界經濟形勢與展望」( World Economic Situation and Prospects as of mid-2021 )，就認為疫情加重家庭勞務負擔，迫使部分婦女必須放棄工作，重返職場可能得耗費更長時間，甚至就此陷入無業狀態。疫情加劇了所得性別差距，不利於性別平等的推動，因此聯合國建議各國在研擬紓困振興政策時，必須把婦女納入特別考量，以確保經濟復甦更具包容性。

其實國內也面臨類似挑戰，依據衛福部統計，女性平均每日無酬照顧時間為 4.41 小時，配偶卻只有 1.48 小時。如遇家人須居家隔離、檢疫、子女停課等情形，通常也是由女性申請防疫照顧假，不僅加重照顧負擔，還可能因此面臨減薪或非自願離職風險。行政院

性別平等處的研究報告「從新型冠狀病毒全球疫情看性別議題」就指出，國內女性比男性更需要就業協助，並建議進一步給予婦女在財務上的實質支持，以及補貼托育機構、長照中心，避免因疫情而中斷營運，從而減輕婦女的照護負擔，相關支出或許皆有社會債券著墨之空間。

當然，疫情所凸顯的潛藏社會問題何其多，但是否都能夠利用社會債券向公眾募集所需資金？會不會發生「社會漂洗」( Social Washing )爭議？將取決於完整的遊戲制度，從投資目標界定到公開揭露資訊及查核要求等明確規範。





# 利用市場力量健全社會債券制度，促使 ESG 金融更均衡發展

事實上，ADB 日前發布的研究報告 ( *Promoting Social Bonds for Impact Investments in Asia* ) 就點出，社會債券投資計畫與產生效益，如何更精準地定義與衡量，避免所謂的「社會漂洗」風險，將是推動社會債券亟需克服之挑戰。尤其不諱言 Covid-19 是此波社會債券發行暴增的主因，難免被質疑疫情過後、市場需求不再，是否隨即被打回原形？但往好處想，如果能善用市場需求殷切的此時，藉由市場力量促使相關組織機構，逐步完備社會債券有關規章制度，將有利於市場投資人對此金融工具之瞭解，進而提高參與意願，同時有助於改善目前 ESG 偏向 E 環境面向發展的現況。

## 1. 更明確地界定社會債券的資金用途

現階段國際間所發行的社會債券，幾乎都是依據國際資本市場協會 ( ICMA ) 所制定的「社會債券原則」( Social Bond Principles，簡稱 SBP )，例如我國櫃買中心的「永續發展債券作業要點」，或是東協國家的「社會債券標準」( ASEAN Social Bond Standards )，皆參考 SBP 定義何謂實質社會效益，以及所募集的資金應使用在哪些投資項目，才算是社會債券。ICMA 認為至少應用於以下 6 類型投資

項目之一，且須用於特定族群，像是貧困家庭、移民、街友等弱勢群體。

- (1) 負擔的生活必需基礎設施：飲用水、污水下水道、能源設施；
- (2) 基本服務需求：教育及職訓、醫療照護等；
- (3) 可負擔的住宅
- (4) 創造就業機會、緩解失業衝擊的計畫，包含提供中小企業融資與小額信用貸款；
- (5) 糧食安全及可持續的糧食系統：確保糧食供應安全無虞，降低糧食損失與浪費，以及提高小農生產效率；
- (6) 社會經濟發展與權利保障：給予人人平等的機會、降低貧富差距。

儘管 SBP 替社會債券的適用範疇，界定了較為清楚的輪廓，但平心而論與同屬 ESG 債券領域的綠色債券相比，綠債所對應的綠色環境資產較為具體明確，全球對於社會債券的標準，仍侷限於 SBP 所揭櫫的 6 大類型。當然綠債已行之有年，國際間相關準則就有 3 套，分別是 ICMA 的「綠色債券原則」( GBP )、CBI 的「氣候債券標準」( CBS )，以及歐盟的「綠色債券標準」( GBS )，歐盟更期盼將永續金融分類標準 ( EU Taxonomy Regulations ) 與 GBS 整合，使制度更臻完備。



歐盟確實向來致力於 ESG 金融制度的推動，全球各國也多以歐盟馬首是瞻，惟相較之下，對於社會議題的關切熱度，似乎不如環境議題，也因此「只關心環保卻忽視社會議題」的聲音不斷浮現。但若利用這次疫情，促使大家開始把討論焦點，逐漸從環境延伸到社會，甚至研議出類似 EU Taxonomy 的社會分類標準( Social Taxonomy )，將更有益於 ESG 金融環境的平衡發展。

## 2. 更精準評估社會債券所創造的社會效益

至於社會債券所產生的效益，會不會被過度放大，則是另一個容易被詬病的問題。實際上，社會效益不乏評估工具，較常見的像是「社會投資報酬」( SROI )，ICMA 亦曾對此設定評估架構，甚至如「全球影響力投資聯盟」( GIIN )也有發展出一套評估系統 IRIS+。

然而，效益可以區分為直接與間接兩層面，前者通常係指投資直接帶來的報酬，後者則是投資活動所衍生的外部價值，惟間接影響範疇如何界定？會不會過度擴大？再者，除了可量化的貨幣效益，難以量化的無形效益能否衡量？可否索性排除？因此，各家模型都包含了諸多的前提假設，如何在現實狀態與理論想法之間取得平衡，考驗著模型的精準程度及模型參數的挑選，這也一直是各方的論戰焦點。

# TABF

TAIWAN ACADEMY OF  
BANKING AND FINANCE

---

台灣金融研訓院

台灣金融研訓院 院本部

地址：(10088) 台北市中正區羅斯福路三段 62 號

總機：(02) 3365-3666

傳真：(02) 2363-8968

金融研究所辦公室：(100231) 台北市中正區南海路 3 號 4 樓

金融研究所專線：(02) 3365-3677

