

ESG 金融商品概況與市場展望

中央銀行業務局

顏韋竹

2022 年 5 月

目錄

壹、前言	1
貳、ESG 金融商品發展概況	2
一、ESG 金融商品與永續發展之關係.....	2
二、全球 ESG 金融商品發展概況.....	3
三、我國 ESG 金融商品發展概況.....	9
參、ESG 金融市場展望與挑戰	11
一、ESG 資產通用分類標準之建置.....	11
二、ESG 偏好管道對債務成本之影響.....	12
三、ESG 金融市場面臨之挑戰.....	16
肆、結論	18
參考資料	19

ESG 金融商品概況與市場展望¹

壹、前言

ESG 一詞源自於 2004 年聯合國發布之《Who Cares Wins》²，主要係建議企業營運與進行投資時，應考量財務以外之因素，包括環境(Environment, E)、社會責任(Social Responsibility, S)及公司治理(Corporate Governance, G)，以協助經濟達成永續發展目標。2016 年聯合國提出 17 項永續發展目標(Sustainable Development Goals, SDGs)，並以 ESG 三大面向為基礎，啟動全球發展再生能源、醫療等有助促進永續發展之相關計畫。

近年來，隨全球氣候變遷及 COVID-19 疫情造成之社會差距情形惡化，永續發展成為當前各國經濟轉型之首要目標。永續金融係推動全球永續發展不可或缺之力量，2020 年國際資本市場協會(International Capital Market Association, ICMA)發布「永續金融高階定義」(Sustainable Finance High Level Definitions)，永續金融之範圍涵蓋氣候金融、綠色金融及社會金融；相較於傳統金融商品重視財務績效之表現，永續金融商品係強調「未來 ESG 具體承諾與目標之達成」。

因應永續金融之國際發展趨勢，各國均已積極推動相關政策措施；有關全球永續金融商品概況及相關市場發展過程中面臨之挑戰，值得探討。本文首先說明全球與我國 ESG 金融商品發展概況，其次分析 ESG 金融市場展望與挑戰，包括投資者偏好 ESG 金融商品(即 ESG 偏好管道)之影響，以及政府推動發展

¹ 本文純屬作者個人意見，與服務單位無關，如有任何疏漏或謬誤，概由作者負責。

² United Nations (2004)。

ESG 金融市場面臨之挑戰，最後為結論。

貳、ESG 金融商品發展概況

本章首先說明 ESG 金融商品與永續發展之關係，其次分別介紹全球與我國之 ESG 金融商品發展概況。

一、ESG 金融商品與永續發展之關係

隨著全球逐漸重視氣候變遷與社會責任之相關議題，投資人進行決策時，將不再僅限觀察股東權益報酬率、淨利率等獲利指標，而係同時考量企業 ESG 績效，並將其納入投資考量因素(表 1)。

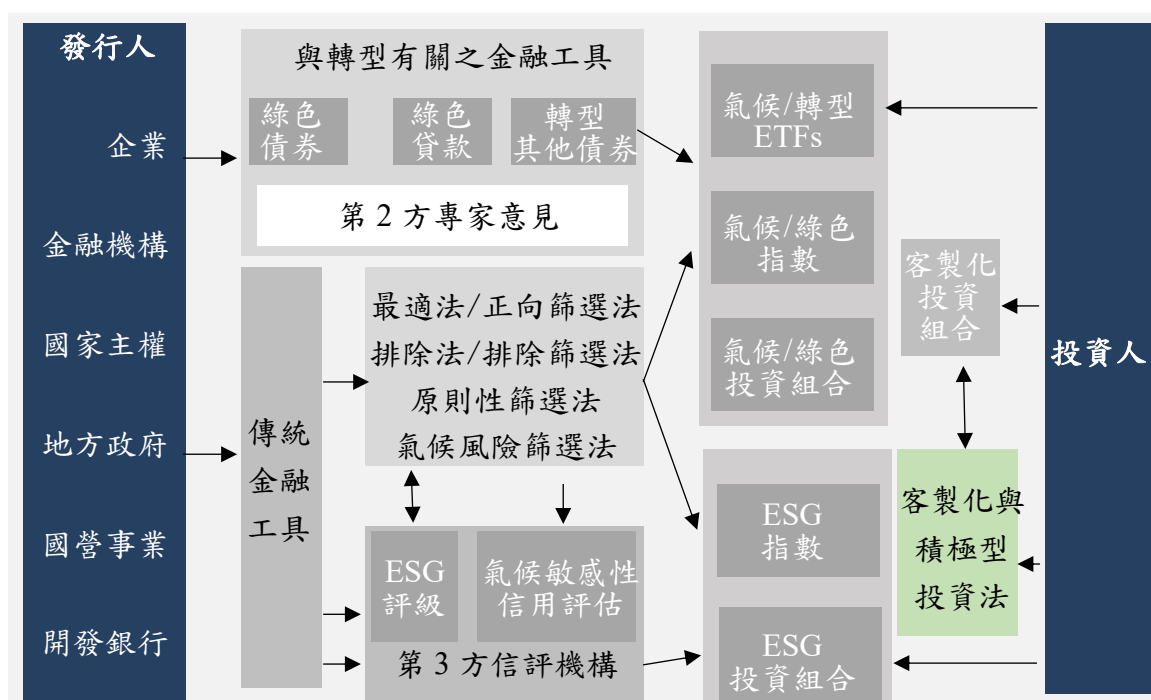
表 1、ESG 績效考量因素

環境(E)	社會責任(S)	公司治理(G)
-氣候變遷及碳排放 -空氣、水汙染 -生物多樣性 -森林砍伐 -能源效率 -廢棄物管理 -水資源稀缺	-客戶滿意度 -資料保護及私密性 -性別及多元性 -工作投入度 -社群關係 -人權 -勞動標準	-董事會組成 -審計委員會架構 -賄賂及貪腐 -經理人薪酬 -政治遊說 -政治獻金 -吹哨者計畫

資料來源：CFA Institute (<https://www.cfainstitute.org/en/research/esg-investing>)

為促使投資人將資金運用於有助永續發展之用途，各國應積極開發相關 ESG 金融商品，並提升資訊透明度、價格發現功能、市場效率及流動性，以推動 ESG 金融市場之快速發展與健全性(圖 1)。

圖 1、ESG 金融商品與市場運作機制



資料來源：OECD (2021), ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations, OECD Paris

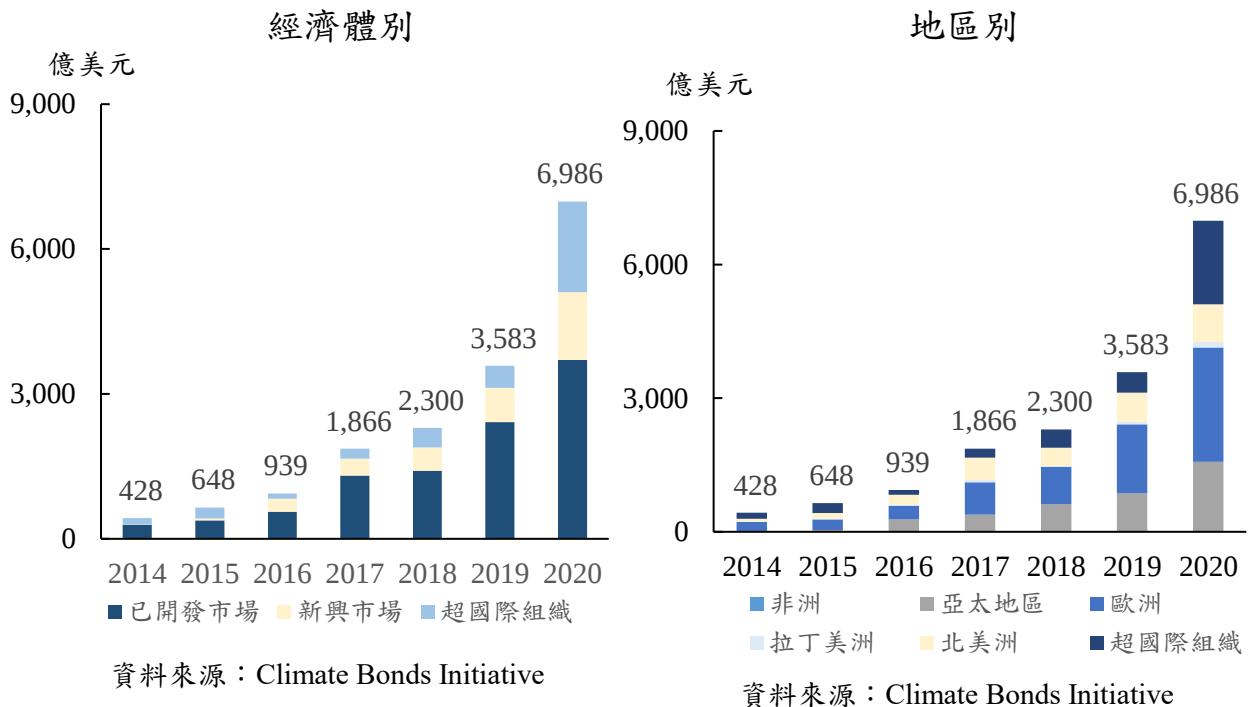
二、全球 ESG 金融商品發展概況

本節介紹全球主要 ESG 金融商品，包括 ESG 債券、ESG 貸款及 ESG ETFs。

(一)ESG 債券

ESG 債券可分為綠色債券(Green Bonds)、社會債券(Social Bonds)、可持續發展債券(Sustainable Bonds)3 類。近年來全球 ESG 債券總發行金額持續成長，自 2014 年 428 億美元大幅增至 2020 年 6,986 億美元；其中，已開發市場發行規模最大，其次為超國際組織(圖 2 左)。若按全球各地區發行 ESG 債券金額區分，以歐洲發行金額最高，2020 年發行金額為 2,564 億美元，其次為超國際組織 1,879 億美元(圖 2 右)。

圖 2、全球 ESG 債券發行金額



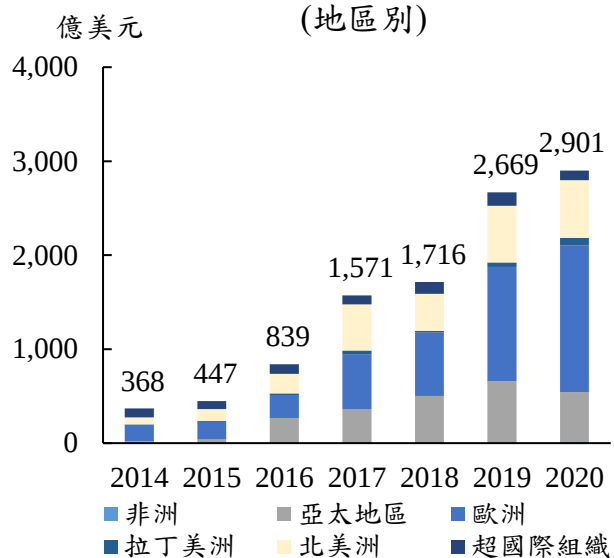
1. 綠色債券

歐洲地區為綠色債券及影響力投資(impact investing)發展之先驅。綠色債券最初係因應北歐地區退休基金之投資需求，基於氣候風險可能導致企業價值或投資組合價值下跌，北歐地區退休基金逐步將 ESG 標準納入資產配置策略，迄今仍為全球最大之綠色債券市場。2020 年歐洲地區綠色債券發行金額總計 1,560 億美元，占全球總發行金額比重 54%(圖 3)；其中，主要計價貨幣為歐元，占全球總發行金額比重 48%(圖 4)。

綠色債券發行之所以能快速成長，主要係因市場之供給與需求同步增加。2013 年後全球企業、能源與公用事業、政府機構大量發行綠色債券，另投資機構逐步將影響力投資納入投資決策，並以綠色債券為主要投資標的。

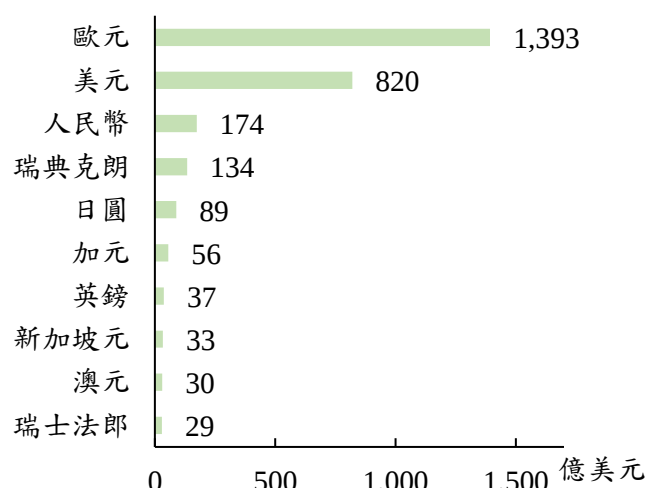
全球主要經濟體均出現綠色債券快速成長之趨勢。綠色債券主要發行地區為歐洲，其次為北美洲與亞太地區(圖 5 左)；另以個別國家而言，2020 年美國綠色債券發行金額達 521 億美元，居全球之首(圖 5 右)。

圖 3、綠色債券發行金額
(地區別)



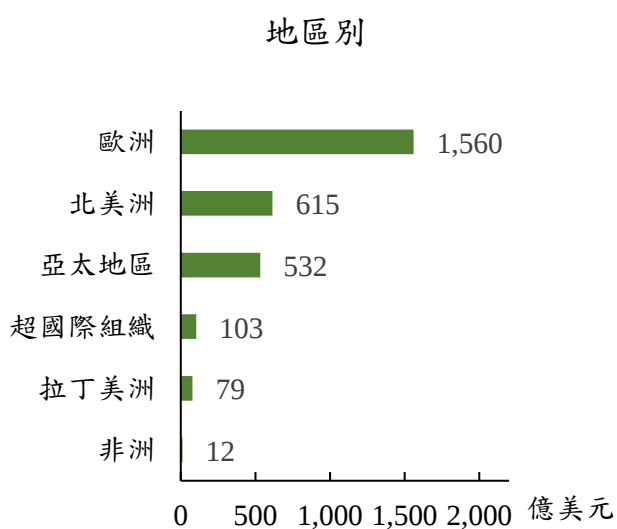
資料來源：Climate Bonds Initiative

圖 4、2020 年綠色債券計價幣別

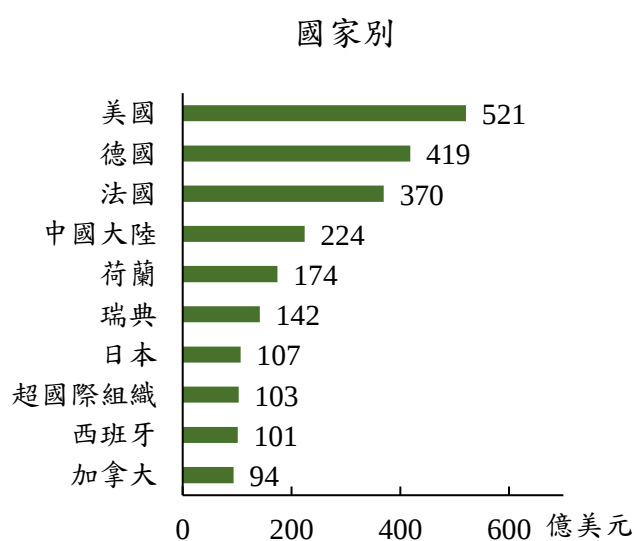


資料來源：Climate Bonds Initiative

圖 5、2020 年綠色債券發行金額



資料來源：Climate Bonds Initiative

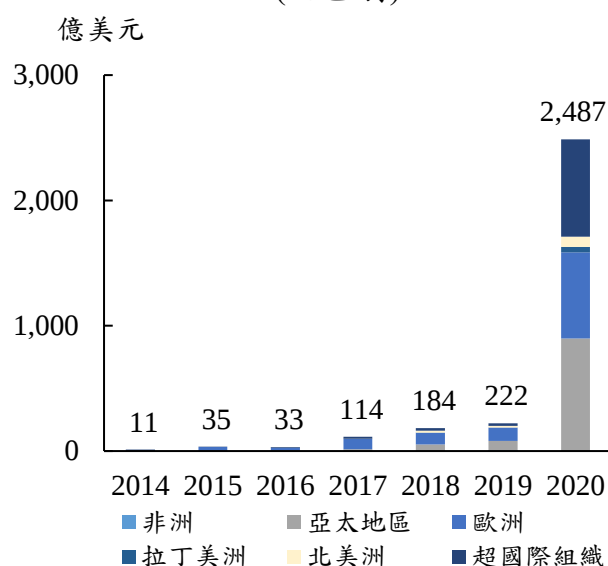


資料來源：Climate Bonds Initiative

2. 社會債券

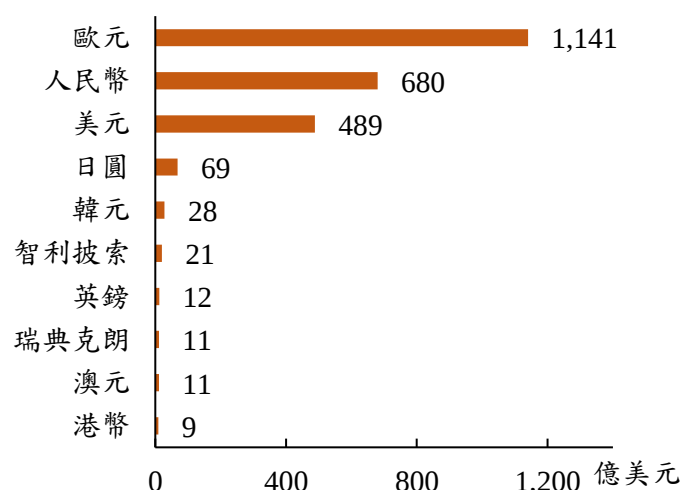
近年來，社會債券市場亦逐漸發展。2020 年以前，社會債券主要發行地區為歐洲；2020 年以來，受 COVID-19 疫情之影響，其他地區亦大量發行社會債券，以減緩疫情損害及協助重建社會。全球社會債券發行金額自 2019 年 222 億美元，大幅成長至 2020 年 2,487 億美元(圖 6)。社會債券主要計價貨幣與綠色債券相同，均為歐元；其次為人民幣，主因 2020 年中國政府大量發行疫情相關債券，使人民幣計價之社會債券比重大幅上升(圖 7)。

圖 6、社會債券發行金額
(地區別)



資料來源：Climate Bonds Initiative

圖 7、2020 年社會債券
計價幣別



資料來源：Climate Bonds Initiative

3. 可持續發展債券

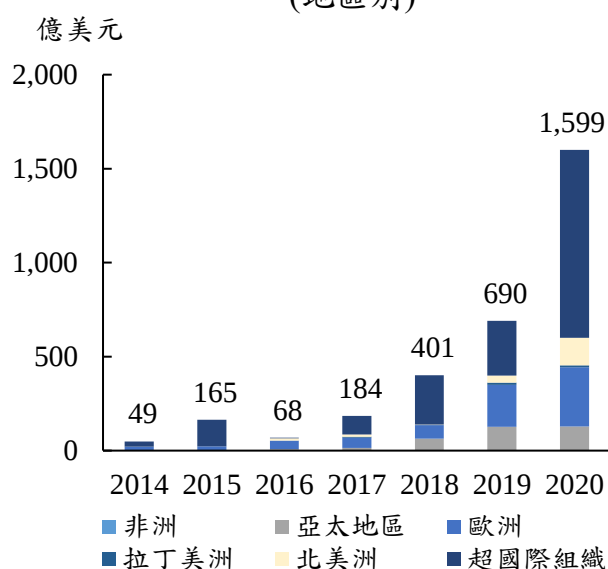
可持續發展債券³係指發行目的同時涵蓋綠色與社會責任計畫之 ESG 債券。近年來，全球可持續發展債券發行金額明顯增加，2020 年受 COVID-19 疫情影響而進一步大幅成長。全球可持續發展債券發行金額自 2019 年 690 億美元，增至 2020 年 1,599 億美

³ 另有可持續發展連結債券(Sustainability-Linked Bond)，係指債券發行結構連結關鍵績效指標或永續發展目標；若債券發行人未達到相關永續績效目標，則無法適用優惠利率，籌資成本將上升。

元(圖 8)。可持續發展債券主要計價貨幣為美元(圖 9)，與綠色、社會債券主要為歐元計價不同，主因可持續發展債券之主要發行人係超國際組織(圖 10)，其多偏好發行美元計價債券。

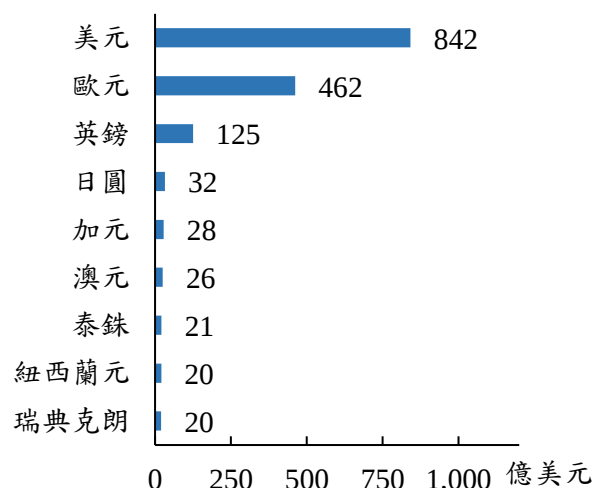
可持續發展債券發行人主要為世界銀行、亞洲開發銀行、非洲開發銀行等超國際組織，主要融資目的包括提供醫療照護、支持受疫情影響之小型企業、建造綠色建築、減少交通碳排放等。

圖 8、可持續發展債券發行金額
(地區別)



資料來源：Climate Bonds Initiative

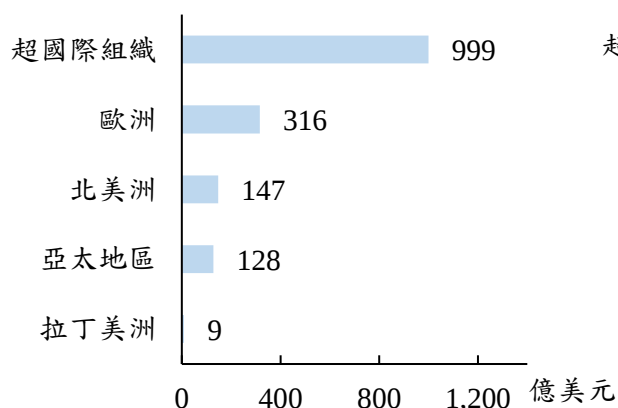
圖 9、2020 年可持續發展債券
計價幣別



資料來源：Climate Bonds Initiative

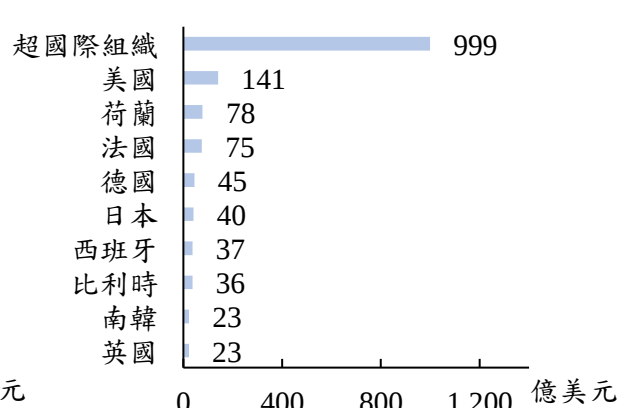
圖 10、2020 年可持續發展債券發行金額

地區別



資料來源：Climate Bonds Initiative

國家別



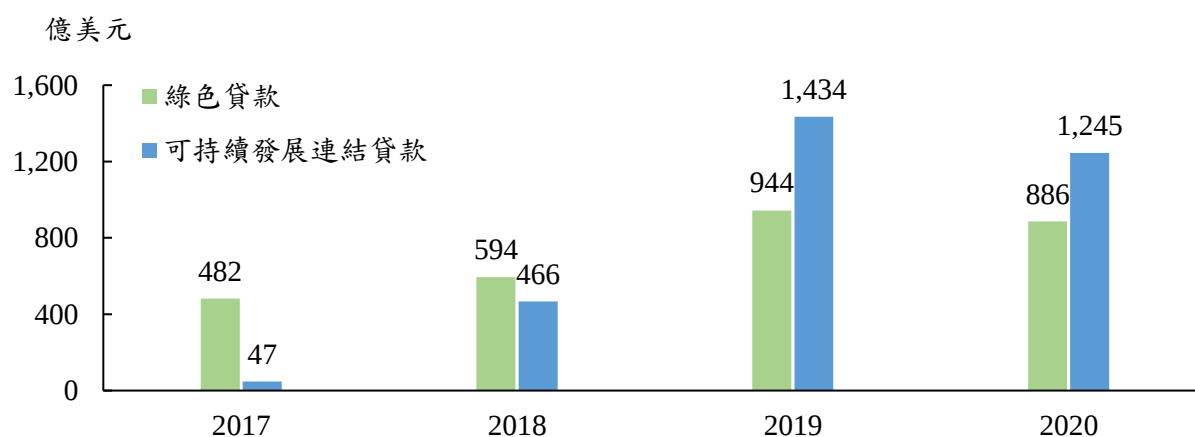
資料來源：Climate Bonds Initiative

(二)ESG 貸款

綠色貸款與綠色債券之融資目的相同，均以減少碳排放、生態保護等環境相關議題為主。可持續發展連結貸款則係銀行提供借款人利率減碼之優惠，以鼓勵借款人積極達成永續指標。

ESG 貸款類型主要有綠色貸款與可持續發展連結貸款，近年來均呈明顯成長(圖 11)。2019 年貸款市場協會(Loan Markets Association, LMA)發布「可持續發展連結貸款準則」(Sustainability-Linked Loan Principles, SLLPs)，2021 年 LMA、亞太地區貸款市場協會(Asia Pacific Loan Markets Association, APLMA)及聯合貸款暨交易協會(Loan Syndications and Trading Association, LSTA)共同發布「社會貸款準則」(Social Loan Principles, SLPs)，預期均有助相關貸款市場規模之持續擴大。

圖 11、ESG 貸款金額



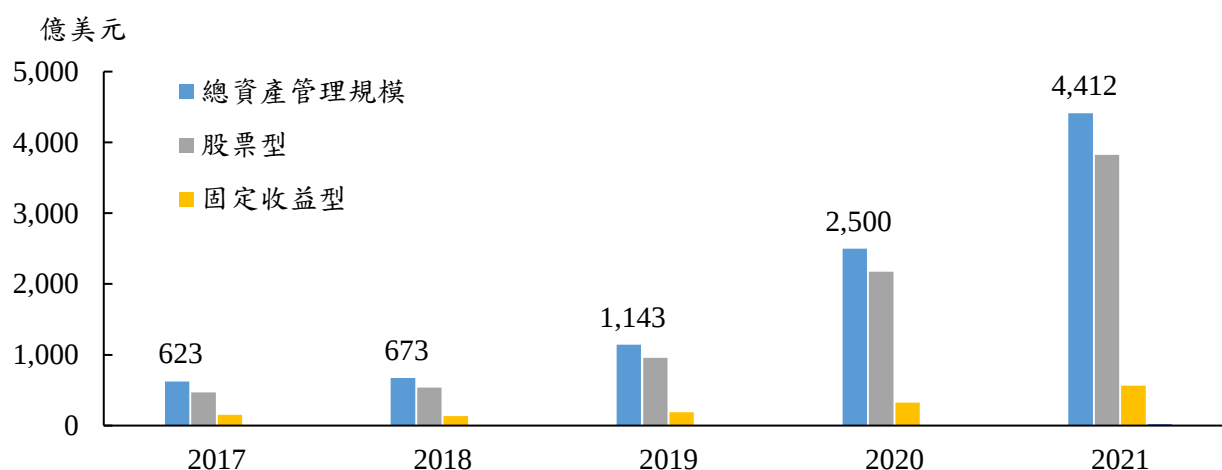
資料來源：Bloomberg, Climate Bonds Initiative

(三)ESG ETF

ESG ETF 主要係以 MSCI、富時等指數公司編列之永續相關指數為追蹤標的。近年來 ESG ETF 亦呈明顯成長，2021 年底全球

ESG ETF 資產管理規模達 4,412 億美元(圖 12)；其中，股票型 ESG ETF 資產管理規模為最高，達 3,825 億美元(比重 87%)，其次為固定收益型 ESG ETF 之 565 億美元(比重 13%)。

圖 12、全球 ESG ETF 資產管理金額



註：總資產管理規模尚包含大宗商品及另類投資型 ETF，惟其金額極低。

資料來源：Bloomberg

三、我國 ESG 金融商品發展概況

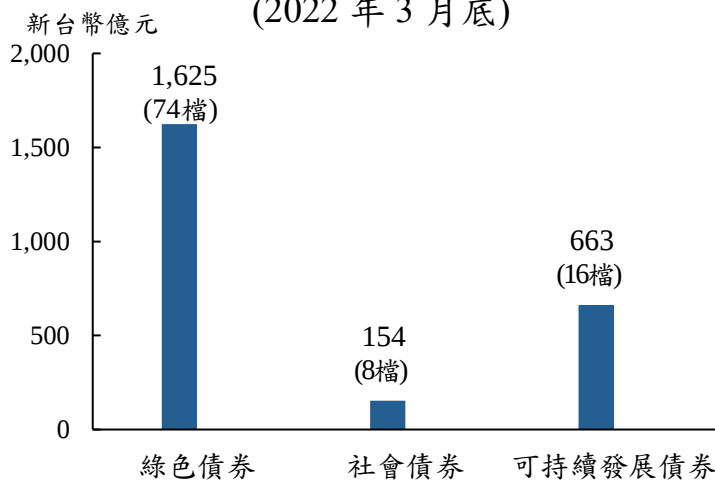
因應全球永續金融發展趨勢，以及我國政府推動能源轉型、環境減碳等永續發展政策，我國金管會分別於 2017 年、2020 年推出「綠色金融行動方案 1.0」、「綠色金融行動方案 2.0」，以促進綠色金融商品服務之發展，期望藉由金融市場之影響力，促使企業重視永續發展。近年來，我國永續金融商品市場呈現明顯成長，以下說明我國 ESG 債券與 ESG ETF 發展概況。

(一)ESG 債券

配合政府綠色金融行動方案，2017 年證券櫃檯買賣中心(下稱櫃買中心)建立綠色債券及可持續發展債券市場；2021 年擴大改建為永續板，以促進企業投資符合永續宗旨之計畫。

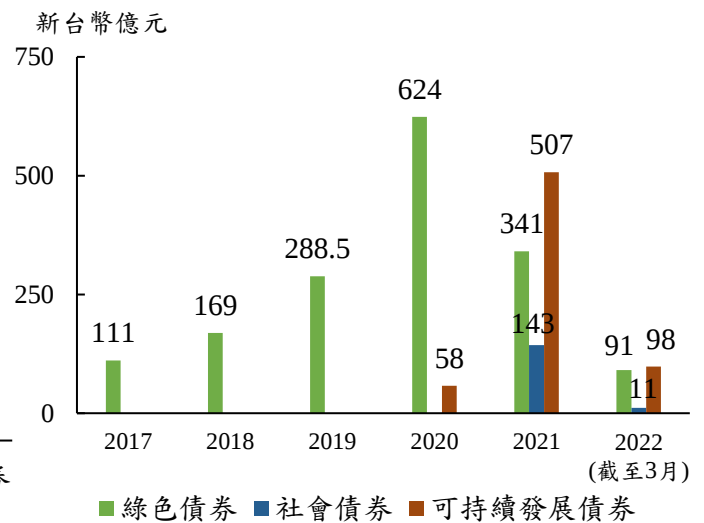
截至 2022 年 3 月底，綠色債券在外流通檔數 74 檔，流通餘額達新台幣 1,625 億元；其次為可持續發展債券 16 檔、663 億元，以及社會債券 8 檔、154 億元(圖 13)。2020 年櫃買中心公布「可持續發展債券作業要點」，促進此類債券市場之發展，2021 年發行金額達新台幣 507 億元(圖 14)。

圖 13、我國 ESG 債券發行餘額
(2022 年 3 月底)



資料來源：Bloomberg、櫃買中心

圖 14、我國 ESG 債券發行金額

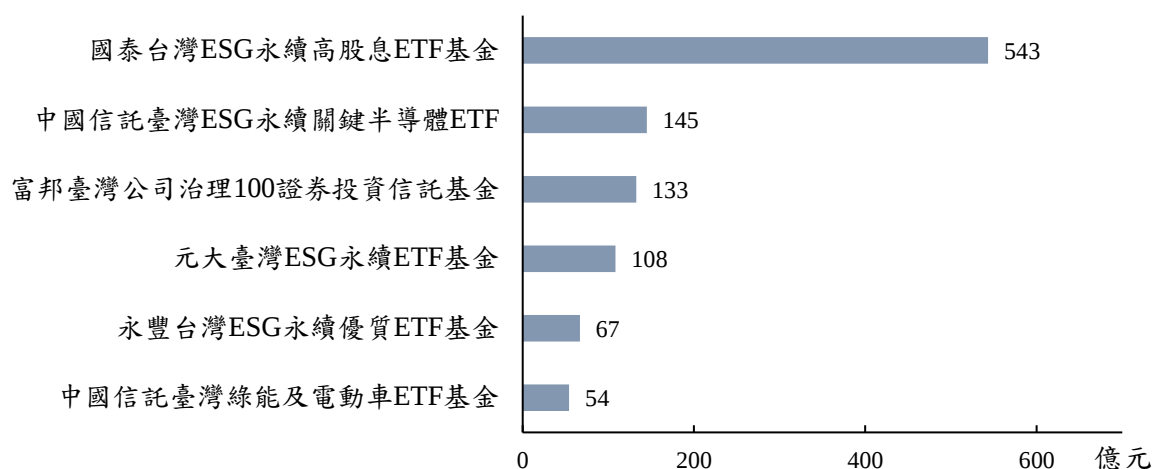


資料來源：Bloomberg、櫃買中心

(二)ESG ETF

截至 2022 年 3 月，國內投信發行之境內 ESG ETF 為 6 檔，資產管理規模達新台幣 1,050 億元；其中，資產管理規模最高者為國泰台灣 ESG 永續高股息 ETF 基金之新台幣 543 億元(圖 15)，其次為中國信託臺灣 ESG 永續關鍵半導體 ETF 基金之 145 億元。

圖 15、我國 ESG ETF 資產管理規模
(2022 年 3 月底)



資料來源：Bloomberg

參、ESG 金融市場展望與挑戰

金融市場，特別是與 ESG 效益有關的資產市場，可以在減輕環境外部性與社會差距方面發揮關鍵作用。透過調整企業融資成本之方式，ESG 市場可對經濟資源的配置發揮潛在影響力。為使相關機制妥善運作，必須具備兩個條件，首先，專案計畫或企業產生之 ESG 效益必須有可靠的資訊以供參考；其次，投資者必須對相關資訊有所回應。

本章主要探討投資者如何回應專案計畫或企業對於環境與社會議題之相關資訊，並分析可靠之 ESG 資訊對 ESG 市場發展之重要性⁴。

一、ESG 資產通用分類標準之建置

為促進永續發展與社會公平之經濟轉型，政府與民間部門致力推動永續金融相關措施，主要係加強改善可供投資人參考之相

⁴ Scatigna et al. (2021)。

關資訊，包括專案計畫或企業可帶來多少 ESG 效益。越來越多的企業支持氣候相關風險之揭露，民間與政府部門亦加強促進相關資本之流通性，以支持 ESG 目標。

「ESG 資產」涵蓋之投資商品範圍很廣，惟目前尚無通用之標準化分類準則。例如，證券發行商或基金管理人可自行決定將其商品歸類為 ESG 資產，或者，特定 ESG 評級機構僅依據發行公司自主揭露之 ESG 資訊，即可決定 ESG 評等。一般而言，機構或投資人大多可依據企業揭露之碳排放目標作為氣候相關轉型風險之衡量標準，惟就社會責任方面而言，尚無類似之衡量標準。

二、ESG 偏好管道對債務成本之影響

ESG 市場可將資源重分配至有利於環境友善與社會公平之經濟活動，惟前提條件是市場參與者必須對相關資產訊息有所回應，其中部分回應係取決於資產風險之評估結果；亦即，其他條件不變下，若資產可產生 ESG 效益，則投資者會認為此等資產之風險較低。此外，投資者之回應可透過「偏好管道」反映，亦即，其他條件不變下，投資者會偏好投資其認為有利於達成永續發展目標之 ESG 資產項目。

Scatigna et al. (2021)彙整偏好管道相關實證研究，探討偏好管道對 ESG 市場之環境(E)層面與社會責任(S)層面之債務融資成本是否具有重要影響力。就 E 層面而言，係探討企業碳足跡對其借貸成本之影響，主要以次級市場債券收益率作為衡量標準；就 S 層面而言，係檢視社會責任債券如何影響債券之發行利率(初級市場)。以下分別說明各層面偏好管道對融資成本之影響。

(一) E 層面偏好管道對債務成本之影響

公司債市場是否存在碳風險溢酬?換言之,投資者交易債券時,是否會向碳足跡較高之發債企業要求較高之報酬率?為探討此問題,以碳排放衡量企業之碳足跡,並以公司債次級市場利率衡量投資者對 ESG 之回應情形,進而控制信用風險及其他債券特性下,分析發債企業碳足跡及其公司債次級市場利率之關係。

該研究分析資料係自 Trucost 公司之資料庫蒐集直接與間接之碳排放資料,直接碳排放係指製造過程之排放量(稱為範疇 1);間接碳排放係指來自於購買之電力、熱力或蒸氣消耗的排放量(範疇 2)。至於債券價格資料,係使用 Refinitiv 提供之次級市場期權調整價差(option-adjusted spreads, OAS)報價,另以 Bloomberg 提供之 5 年違約率估計值,衡量投資者對信用風險的看法。該研究利用相關估計值,剔除風險管道之影響力,找出偏好管道之效果,以歐美企業及其發行債券之資料為分析重點。

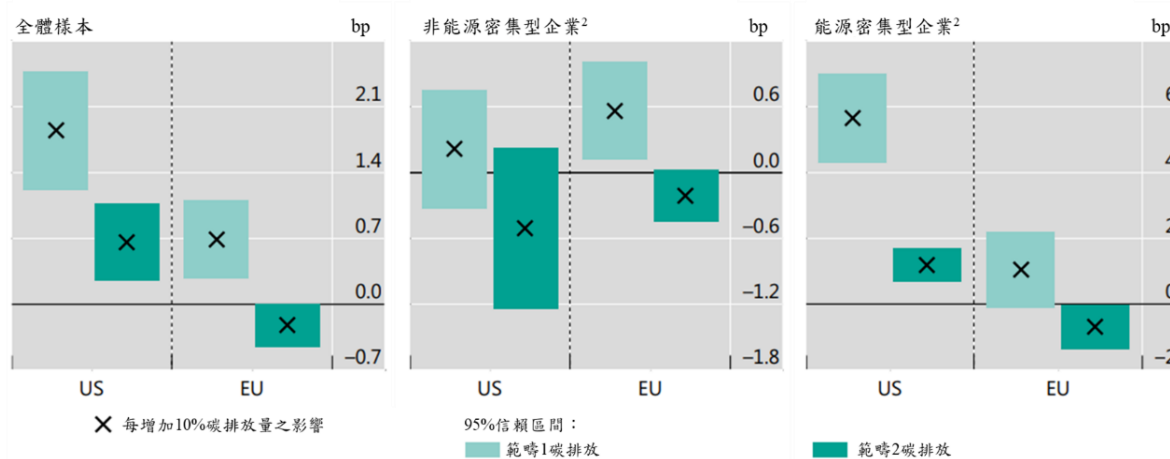
以全體樣本所有產業資料進行分析後發現,碳排放較高企業(棕色企業)發行之公司債,通常具有統計上較高之風險調整利差,雖然利差幅度不大(圖 16 左)。透過偏好管道,直接碳排放量若增加 10%,將使美國、歐元區企業公司債利差分別增加 2bp、0.7bp(圖 16 左),而此等利差增幅低於全體樣本利差中位數 115bp。至於間接碳排放之影響更小,美、歐公司債之利差增幅分別為 0.7bp 與 0。

上述分析結果顯示,單就能源密集型產業(包括能源、材料、公用事業)之企業而言,偏好管道之影響效果會較為顯著。事實上,整體分析結果會因納入非能源密集企業而明顯不同,因為這些產業之碳排放對企業風險調整利差並無顯著影響(圖 16 中)。反之,偏好管道對能源密集型企業,無論在統計上或債務成本之影響均

相當顯著(圖 16 右)。尤其是美國債券市場，直接碳排放量若增加 10%，將使利差增加 6bp，約當調降 0.3 個信評等級。各產業影響效果之差異，可能係反映投資者對傳統被視為棕色之企業，會採較嚴格之檢核標準。

整體而言，E 層面存在偏好管道現象，惟其影響效果相當小，可能係因投資者對 E 層面之偏好程度有限，尚不足以影響純粹因獲利考量進行之財務操作套利行為。

圖 16、棕色企業經風險調整後之融資成本略高¹



資料來源：Bloomberg、Refinitiv Eikon、S&P Global Trucost、Scatigna et al. (2021)

(二) S 層面偏好管道對債務成本之影響

投資人對社會責任之偏好程度，是否足以使其願意支付高於傳統債券之價格？換言之，是否存在社會溢酬？

為探討此問題，該研究就 2016 至 2021 年銀行與企業發行風險特性相近之社會責任債券與傳統債券進行比較，以社會責任債券與傳統債券發行利率之利差視為社會溢酬，主要考量 S 層面並無類似碳排放之量化標準，市場參與者尚無法從企業面找到可衡量企業產生之社會效益標準。

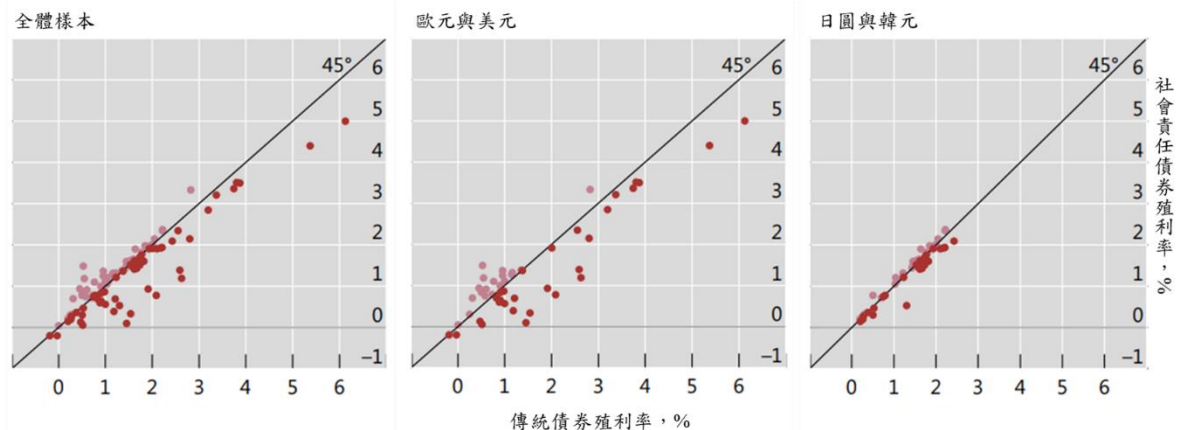
此外，參考 Larcker and Watts (2020)及 Flammer (2021)之研究方法，以篩選配對之債券資料。首先找出由同一企業發行相同評級與存續期限之社會責任債券與傳統債券，若有多檔債券符合條件，則選取發行日期最接近社會責任債券者。反之，若無符合條件之債券，則以同一產業其他企業發行之社會責任債券進行比較(同樣以信評及存續期限篩選配對)。

研究結果發現，投資者確實願意支付社會溢酬，亦即，社會責任債券之發行利率普遍低於傳統債券(圖 17 左)，整體樣本之平均社會溢酬約為 12bp，具統計顯著性。另使用 Baker et al. (2018)之「信評等級同等法」分析，發現平均社會溢酬約當提升 1 至 1.5 個信評等級之利差。此項結果與市場調查報告顯示社會責任債券超額認購之結果一致—眾多投資人對社會責任債券具有偏好，因而足以影響其發行價格。

該研究接著探討是否只有特定幣別之債券具有社會溢酬。研究資料顯示，多數企業發行之社會責任債券係以歐元計價(占流通餘額比重 41%)，其次為美元(23%)、日圓(16%)、韓元(10%)。歐元債券發行企業主要位於歐盟地區(占 95%)，而美元計價債券則高達 1/3 係在美國境外發行。樣本資料按幣別分為 2 組：第 1 組為歐元與美元計價債券，第 2 組為日圓與韓元計價債券。研究結果發現，第 1 組樣本與全體樣本之平均社會溢酬均為 21bp(圖 17 中)，第 2 組樣本則無社會溢酬(圖 17 右)。

綜上就 E、S 層面之研究結果顯示，投資者確實會對碳足跡或 ESG 債券作出回應。雖然目前部分影響效果尚屬有限，但 ESG 市場仍具有影響經濟資源分配之潛力。

圖 17、社會債券發行成本大多低於傳統債券



註：各資料點為債券之發行利率，包括 24 檔歐元債券計、24 檔美元債券、13 檔日圓債券、42 檔韓元債券。檢驗兩軸之平均差，左圖與中圖之統計顯著性達 1%，右圖則無統計顯著性。

資料來源：Bloomberg、Scatigna et al. (2021)。

三、ESG 金融市場面臨之挑戰

(一)統一之分類標準與揭露規定尚待建置

ESG 市場對經濟資源的配置具有潛在影響力，以促進永續經濟及公平社會。為使相關機制妥善運作，首先專案計畫與企業產生之 ESG 效益必須有可靠的資訊以供參考，其次投資者必須對相關資訊有所回應。

近年來 ESG 市場快速發展，但由於 ESG 漂洗問題，使投資人對 ESG 商品存有疑慮。此外，市場仍缺乏統一之分類標準與揭露規定，例如，ESG 之評級係由少數機構提供，而企業自主揭露之 ESG 資訊亦無一致性標準⁵，投資人無法就相關資訊進行分析比較。

⁵ Berg et al. (2019)。

(二)ESG 認證機制尚無法與企業決策相結合

另一項疑慮為目前 ESG 認證機制可能無法與企業推動環境永續之實際決策相結合，此種情況在認定企業發行之證券類別時尤其明顯。例如綠色債券之認證機制，綠色債券之環境效益評估範圍除減少碳排放外，亦包括推廣生態多樣性或減少自然資源消耗等；然而市場可能認為，企業取得綠色債券認證即代表其將減少碳排放，但實際上企業未必會有減少碳排放之實質作為⁶。

任何 ESG 認證機制均需具備可信賴之分類標準，部分國家(如歐盟)已建制並實施永續金融分類標準，其他國家(如加拿大及英國)正採取相關措施，而民間部門亦已發展建置 ESG 分類機制，如氣候債券分類法(Climate Bonds Taxonomy)。目前逐漸形成的共識係在分類標準下，ESG 資產可對環境與社會產生實質效益，並符合國際永續發展目標(如巴黎協定、聯合國全球永續發展目標)。

(三)如何衡量社會效益最具挑戰性

G20 之永續金融藍圖倡議建立全球通用之 ESG 分類機制，第 26 屆聯合國氣候變遷大會已將其列為優先推動項目。可靠的分類法需仰賴可靠與充分的 ESG 資訊，惟目前相關機制仍處於初期發展建置階段。ESG 效益之量化標準，應以科學(環境效益)或屬於事實並可驗證事項(社會效益)為衡量基礎。碳排放雖可作為衡量企業創造環境效益之指標，惟碳排放計算之歸屬問題仍待解決。重要的是，投資者仍未對如何量化社會效益取得共識⁷。考量社會議題具有多元特性，故量化衡量相關效益之過程不能依賴單一指標，而需採用多種衡量指標以綜合評估。

⁶ Ehlers et al. (2020)。

⁷ Asian Development Bank (2021)。

肆、結論

由於全球氣溫上升，近三十年來異常氣候事件更為頻繁，氣候變遷相關之環境風險亦不斷加劇。除實質風險外，氣候變遷亦會因法規、消費者行為或可能影響特定產業科技之改變，而引發轉型風險。此外，COVID-19 疫情亦使普遍存在之社會差距更加明顯，企業對待勞工情形受到社會大眾之關心，投資者則更加重視疫情後之社會議題。

基於上述全球對 ESG 議題益加重視之發展背景，近年來 ESG 金融市場呈現明顯成長，並有兩大發展趨勢：第一，ESG 金融商品日趨多元化；第二，投資人對 ESG 商品資訊揭露之要求益加嚴格。未來 ESG 金融市場之發展前景，值得期待。

綜合參考 Scatigna et al. (2021) 相關研究結果，就市場交易層面而言，投資者之投資決策會使 ESG 商品產生碳風險或社會溢酬現象，顯示市場資金確實對 ESG 金融商品具有一定之投資偏好；亦即，ESG 市場對經濟資源的配置發揮潛在影響力。惟隨著 ESG 市場規模日益龐大，相關問題亦有待解決，包括漂綠、認證機制不健全、融資是否真的連結至 ESG 績效等。各國政府與國際組織宜加速研議有效之解決方法，使資金能確實流向有利永續發展之標的，以達成 ESG 投資之真正目的——促進環境永續發展。

參考資料

- Asian Development Bank (2021), “Primer on Social Bonds and Recent Developments in Asia,” February.
- Baker, M, D Bergstresser, G Serafeim and J Wurgler (2018), “Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of US Green Bonds,” NBER Working Papers, October.
- Berg, F, J Koelbel and R Rigobon (2019), “Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings,” MIT Sloan School Working Papers, August.
- Ehlers, T, B Mojon and F Packer (2020), “Green Bonds and Carbon Emissions: Exploring the Case for a Rating System at the Firm Level,” BIS Quarterly Review, September.
- Flammer, C (2021), “Corporate Green Bonds,” *Journal of Financial Economics*, vol 142, no 2, November.
- Larcker, D and E Watts (2020), “Where’s the Greenium?” *Journal of Accounting and Economics*, vol 69, nos 2–3, April–May.
- OECD (2021), “ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations,” OECD, December.
- Scatigna, Michela, Dora Xia, Anna Zabai and Omar Zulaica (2021), “Achievements and Challenges in ESG Markets,” *BIS Quarterly Review*, December.
- United Nations (2004), “Who Cares Wins,” December.