



โลกการเงินเพื่อความยั่งยืนจะมีสีส้มและหลากหลายมากขึ้น จากตราสารหนี้ในธีมต่างๆ ที่เพิ่มขึ้น มากไปกว่าสีเขียว

CURRENT ISSUE

Vol.30 No.3465 6 มีนาคม 2567

- ในตลาดตราสารหนี้ในโลกการเงินเพื่อความยั่งยืนมีตราสารหนี้อื่นๆ ที่มากกว่าตราสารหนี้สีเขียว ไม่ว่าจะเป็นตราสารหนี้สีฟ้า ตราสารหนี้สีส้ม หรือตราสารหนี้แรดดำ โดยศูนย์วิจัยกสิกรไทยมองว่าอนาคตคงได้เห็นตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืนที่หลากหลายสีจนอาจกลายเป็นสีรุ้ง
 - **Blue Bonds** ตราสารหนี้ที่ระดมทุนเพื่อนำมาใช้กับโครงการเพื่อการอนุรักษ์และฟื้นฟูมหาสมุทร ทะเล และทรัพยากรทางทะเล
 - **Orange Bonds** ตราสารหนี้เพื่อสนับสนุนความเท่าเทียมทางเพศไม่ว่าจะเป็นผู้หญิงหรือความหลากหลายทางเพศ
 - **Rhino Bond** ตราสารหนี้เพื่อการอนุรักษ์แรดดำ
- ความท้าทายที่ตลาดตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืนต้องเผชิญแตกต่างไปจากตราสารหนี้แบบทั่วไป ทั้งตลาดที่อยู่ในระยะเริ่มต้น การวัดและประเมินผลกระทบซึ่งรวมถึงต้นทุนและมาตรฐานสากลในปัจจุบันที่ยังกระจายระดมการดำเนินการต่อไป

Kotchawan Srimontha

Senior Researcher

kotchawan.s@kasikornresearch.com



Krit Sitathani PhD.

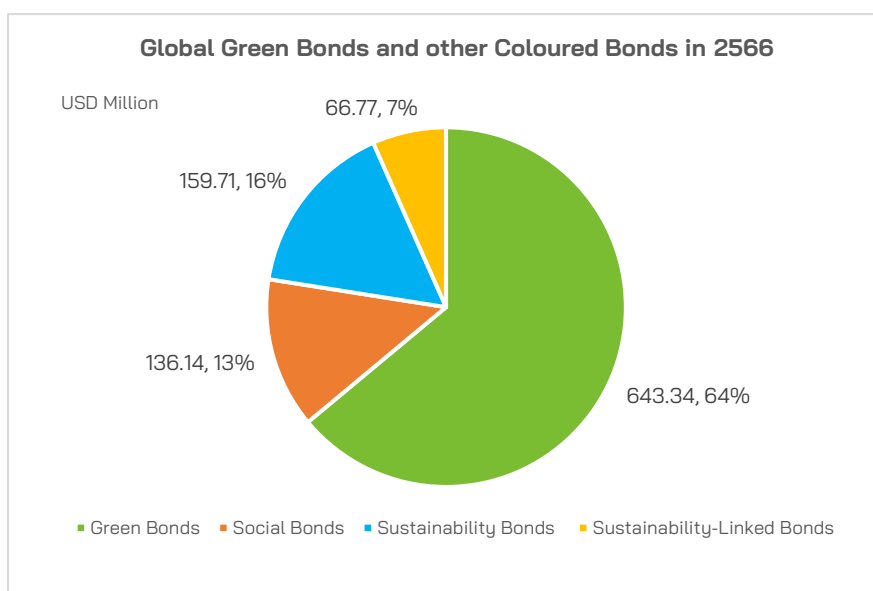
Assistant Managing Director

krit.s@kasikornresearch.com



ตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืน: การระดมทุนเพื่ออนาคตที่ยั่งยืนและสร้างสรรค์

ในปี 2566 ที่ผ่านมตลาดการเงินเพื่อความยั่งยืนโลกมีมูลค่าถึง 1.33 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ และแม้ว่าตราสารหนี้สีเขียว (Green Bonds) จะมีสัดส่วนถึง 64% ของตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืนทั้งหมด โดยตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืนสีอื่น ๆ มีมูลค่ารวมกัน 3.6 แสนล้านเหรียญสหรัฐซึ่งคิดเป็นครึ่งหนึ่งของตราสารหนี้สีเขียว อย่างไรก็ตาม ความหลากหลายนี้แสดงให้เห็นว่าตลาดการเงินเพื่อความยั่งยืนนั้นกำลังเติบโต ในความที่ปัจจุบันมุมมองของตลาดและนักลงทุนได้เปลี่ยนแปลงไปจากเก่า จากผลการสำรวจจาก Stanford ในปี 2566 นั้น 60% ของนักลงทุนรุ่นใหม่ไม่ได้ลงทุนเพื่อแสวงหาผลกำไรเพียงอย่างเดียวแล้ว แต่มุ่งหวังที่พัฒนาสังคมและโลกให้ดีขึ้นไปพร้อม ๆ กันได้ จึงไม่น่าประหลาดใจเท่าใดนักหากเราจะเห็นสีสันใหม่ ๆ เกิดขึ้นในตลาดการลงทุนสมัยใหม่นี้

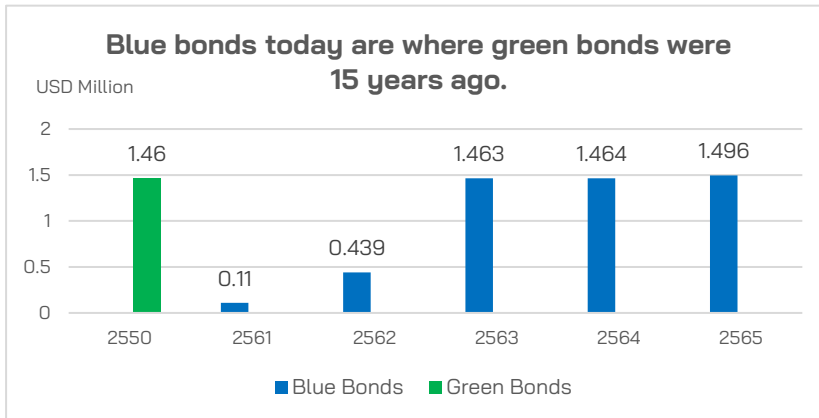


ทำความเข้าใจกับตราสารหนี้เพื่อวัตถุประสงค์ที่หลากหลาย

ปัจจุบันในโลกการเงินเพื่อความยั่งยืนนี้ไม่ได้มีแต่เพียงเจดสีเขียวของ Green Bonds เท่านั้น หัวใจหลักของตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืนนี้คือผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ออกแบบมาเพื่อระดมทุนแก่โครงการที่มีเป้าหมายสร้างผลกระทบเชิงบวกที่เป็นรูปธรรมต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมไปพร้อมการสร้างผลกำไรด้วย

- เริ่มต้นกันที่ Blue Bonds หรือ ตราสารหนี้สีฟ้า เป็นตราสารหนี้ที่ระดมทุนเพื่อนำมาใช้กับโครงการเพื่อการอนุรักษ์และฟื้นฟูมหาสมุทร ทะเล และทรัพยากรทางทะเลโดยเฉพาะ โดยมีหลักการเช่นเดียวกับ Green Bonds ซึ่งตั้งแต่ปี 2561-2565 ตลาด Blue bonds มีมูลค่า 5 พันล้านเหรียญสหรัฐ แม้ว่าจะมีมูลค่าน้อยเมื่อเทียบกับมูลค่า Green bonds

ในช่วงปีเดียวกัน แต่อาจเรียกได้ว่า Blue Bonds อยู่ในสถานะคล้ายกับ Green bonds เมื่อ 15 ปีที่แล้ว



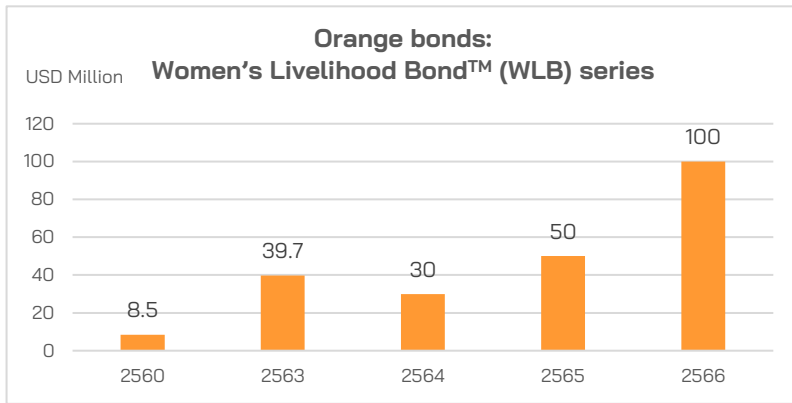
Source: [IMF, Bosmans and Mariz \(2023\)](#)¹ รวบรวมโดยศูนย์วิจัยกสิกรไทย

Blue Bond รุ่นแรกของโลกออกโดยประเทศเซเชลส์ (Seychelles) เมื่อตุลาคมปี 2561 และในช่วงแรกผู้ออกตราสารหนี้หลักในตลาดมักเป็นองค์การระหว่างประเทศเช่น World Bank ADB แต่ในช่วงต่อ ๆ มาเริ่มมีเอกชนทั้งภาคการเงินและภาคอุตสาหกรรมเข้ามาอยู่ในตลาดเพิ่มขึ้น อาทิ Bank of China, Bank of America หรือแม้แต่ Mowi บริษัทเอกชนรายใหญ่ในนอร์เวย์ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารทะเล และ Ørsted บริษัทพลังงานแห่งแรกๆ ที่ออก Blue Bond

3 ใน 4 ของโลกประกอบไปด้วยน้ำ เรียกได้ว่า โอกาสในตลาดสีเขียว กว้างขวางนัก อีกทั้ง OECD ยังประมาณการไว้ว่า ขนาดเศรษฐกิจสีฟ้า นั้นจะมีมูลค่าถึง **3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2573** เรียกได้ว่า ยังมีช่องว่างอีกมากสำหรับการเติบโตของตราสารหนี้สีฟ้าในตลาดการเงินเพื่อความยั่งยืน หรือ Blue bonds อาจมาเป็น the new Green bonds ได้

- **Orange Bonds หรือตราสารหนี้สีส้ม**² อาจเป็นตราสารหนี้ที่หลายคนไม่ค่อยคุ้นหูนัก เป็นตราสารหนี้เพื่อสนับสนุนความเท่าเทียมทางเพศไม่ว่าจะเป็นผู้หญิงหรือความหลากหลายทางเพศ โดย Women's Livelihood Bond™ (WLB) Series ถือว่าเป็นตราสารหนี้สีส้มชุดแรกของโลก ซึ่งจุดเริ่มต้นเกิดขึ้นในปี 2560 โดย Orange Bond Initiative ซึ่งมีรัฐบาลออสเตรเลียเป็นหัวหอกหลัก

นับตั้งแต่ตราสารชุดแรก WLB1 จนถึงปัจจุบัน WLB6 ได้ระดมทุนกว่า **228 ล้านเหรียญสหรัฐ** เพื่อสนับสนุนการประกอบอาชีพและการดำรงชีวิตที่ยั่งยืนของผู้หญิงและเด็กรวมแล้วกว่า 2.6 ล้านคนในทวีปเอเชียและแอฟริกา 7 ประเทศ และใน 6 ภาคส่วน ได้แก่ การเกษตรยั่งยืน พลังงานสะอาด น้ำและสุขาภิบาล ที่อยู่อาศัย สินเชื่อ SME และ Microfinance



Note: WLB2 และ WLB3 ออกในปี 2563

Source: Women's Livelihood Bond Series รวบรวมโดยศูนย์วิจัยกสิกรไทย

หลายท่านอาจตั้งคำถามว่า ตราสารหนี้สีเขียวอัตราผลตอบแทนเป็นอย่างไร แล้วจะวัดผลการดำเนินการได้อย่างไร อัตราผลตอบแทนของ WLB นั้นอยู่ระหว่าง 5-7% และในการวัดผลของ WLB นั้น จะกำหนดจำนวนเงินและจำนวนผู้หญิงที่จะได้รับความช่วยเหลือ ทั้งนี้ WLB ตั้งเป้าประสงค์ว่า ภายในปี 2573 จะระดมทุนให้ได้ 1 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐเพื่อส่งเสริมศักยภาพผู้หญิงและเด็กจำนวน 100 ล้านคน

- **สุดท้ายที่ Rhino Bonds³** หรือตราสารหนี้เพื่อการอนุรักษ์แรดดำ เป็นการระดมทุนจำนวน 150 ล้านดอลลาร์สหรัฐของธนาคารโลก (World



Bank) เพื่ออนุรักษ์และเพิ่มจำนวนประชากรแรดดำ เนื่องจากแรดดำตกอยู่ในภาวะเสี่ยงใกล้สูญพันธุ์เนื่องจากการถูกล่าเพื่อนำเนื้อไปขายใน 2 เขตอุทยานแห่งชาติที่แอฟริกาใต้ Addo Elephant National Park และ Great Fish River Nature Reserve และมีอายุครบกำหนด 5 ปี

ทั้งนี้ ที่น่าสนใจคือ **Rhino Bond** จะไม่มีการจ่ายดอกเบี้ยแบบตราสารหนี้ทั่วไป แต่ให้ผลตอบแทนในลักษณะมุ่งผลลัพธ์ (Outcome-Based) เมื่อครบกำหนดอายุ 5 ปี ตามผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจากกองทุนสิ่งแวดล้อมโลก (Global Environment Facility) ดังนี้

ผลลัพธ์การอนุรักษ์เรดคัม	อัตราผลตอบแทนที่จะได้รับ
<=0%	0%
>0%-2%	3.7%
>2-4%	7.3%
>4%	9.2%

หนึ่งข้อสังเกตที่น่าสนใจคือ นักลงทุนใน Rhino Bonds ดังกล่าวซึ่งเป็นนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายใหญ่ยอมรับความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับผลตอบแทนอะไรเลย มากไปกว่านั้นยังยอมที่จะมองข้ามจำนวนผลตอบแทนที่อาจหายไปมูลค่าถึง 5.49 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

ความท้าทายของตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืนที่มีไซส์เขียว

- ตลาดยังใหม่ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการพัฒนาตลาด ในตอนนี้ไม่เพียงแต่มีผู้เล่นหรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่หลากหลายและไม่แน่นอน แต่รวมถึงความตระหนักรู้และข้อมูลที่น้อยในตลาดซึ่งรวมถึงการประมาณการอัตราผลตอบแทนความเสี่ยงและต้นทุนในการออกตราสารด้วย
- การกำหนดและการวัดผลกระทบ หนึ่งในความท้าทายหลักคือความยากลำบากในการวัดผลกระทบเชิงปริมาณด้านสิ่งแวดล้อมหรือสังคมของโครงการ ทำให้เป็นเรื่องยากสำหรับนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน ตอนนี้ผู้ออกตราสารหนี้ต้องสร้างกระบวนการเองและต้องหาลูกข่ายบุคคลที่สามมา verify ซึ่งเป็นการเพิ่มต้นทุนการออกตราสารหนี้ด้วย
- ขาดมาตรฐานที่เป็นสากล: ในปัจจุบันเรียกได้ว่ามาตรฐานสำหรับตราสารหนี้หลักสี่มีความกระจัดกระจาย แม้ว่าเริ่มมีหลายองค์กรระดับโลกพยายามออกแนวทางมาเพื่อสนับสนุนตราสารหนี้หลักสี่นี้ ซึ่งแตกต่างจาก Green Bonds ที่มีแนวทางกำหนดไว้ที่ชัดเจนและเป็นที่ยอมรับระดับสากล

อนาคตของตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืน

เนื่องจากปัจจัยที่มีตัวแปรทางการเงินได้เข้ามามีบทบาทกำหนดทิศทางผลิตภัณฑ์ทางการเงินไปเสียแล้ว ในช่วงเวลาอันใกล้ เราคงมีโอกาสได้เห็นตราสารหนี้ที่มีสีหลายหลากมากยิ่งขึ้นจนกลายเป็นสีรุ้ง ไม่ใช่แค่เพื่อลดคาร์บอนเพียงประการเดียว

เราคงอาจได้พบตราสารใหม่ๆ เพิ่มเติม ไม่ว่าจะเป็น [Tiger bonds](#)⁴ ของ UNDP Mountain Bonds เพื่อดูแลเหล่าเทือกเขา หรือ Deforestation Bonds

เพื่อดูแลสิ่งแวดล้อม การพัฒนาดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงความปรารถนาในหมู่นักลงทุนในการจัดพอร์ตการลงทุนของตนให้สอดคล้องกับคุณค่าทางจริยธรรมและความสนใจของพวกเขา ซึ่งเป็นการขยายขอบเขตเกินกว่าเกณฑ์ ESG และในอนาคตอาจรวมถึงสาขาอื่นๆ เช่น ศิลปะและวิทยาศาสตร์ เป็นต้น

สำหรับประเทศไทยซึ่ง Sustainability Bonds ได้รับความนิยมสูงที่สุด⁵ ความหลากหลายในตลาดการเงินเพื่อความยั่งยืนล้วนเป็นโอกาส ไม่ว่าจะเป็น**เศรษฐกิจสีฟ้าซึ่งมีมูลค่าถึง 30% ของ GDP ไทย**⁶ หรือการสนับสนุนความเท่าเทียมทางเพศ หรือเราก็อาจเห็นการออกตราสารหนี้ใหม่ ๆ ที่เชื่อมโยงกับช้างไทย ซึ่งเป็นสัตว์ประจำชาติได้เช่นกัน

อย่างไรก็ตาม **ตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืนเหล่านี้มีความหลากหลายมากและมีโอกาสพัฒนาได้อย่างรวดเร็ว** ดังนั้น กฎระเบียบต่าง ๆ ต้องเร่งตามให้ทัน ซึ่งปัจจุบันเฉพาะ Green Bonds เท่านั้นที่มีกฎระเบียบที่บังคับใช้ที่ทุกฝ่ายจะต้องดำเนินการตาม แต่ตราสารหนี้เพื่อความยั่งยืนประเภทอื่น ๆ ยังคงเป็นเพียง Framework หรือ Guideline เท่านั้น **สุดท้ายแล้ว คงเป็นความท้าทายของหน่วยงานกำกับดูแลที่จะทำอย่างไรเพื่อลดการฟอกสีอื่น ๆ ไม่ใช่เฉพาะการฟอกเขียวเท่านั้น**

ที่มา:

1. Orange Bond Initiative
2. IMF Climate data และ [Bosmans and Mariz \(2023\)](#)
3. Green Finance Institute
4. Responsible Investor
5. ศูนย์วิจัยกสิกรไทย, Current Issue Vol.30 No. 3456
6. ADB ปี 2566

Disclaimers รายงานวิจัยนี้จัดทำโดย บริษัท ศูนย์วิจัยกสิกรไทย จำกัด (KResearch) เพื่อเผยแพร่เป็นการทั่วไป โดยอาศัยแหล่งข้อมูลสาธารณะ หรือ ข้อมูลที่เชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือที่ปรากฏขณะจัดทำ ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ในแต่ละขณะเวลา ทั้งนี้ KResearch มีอาจรับรองความถูกต้อง ความน่าเชื่อถือ ความเหมาะสม ความครบถ้วนสมบูรณ์ หรือความเป็นปัจจุบันของข้อมูลดังกล่าว และไม่ได้รับวัตถุประสงค์เพื่อชี้ชวน เสนอแนะ ให้คำแนะนำ หรือจูงใจในการตัดสินใจเพื่อดำเนินการใดๆ แต่อย่างใด ดังนั้น ท่านควรศึกษาข้อมูลด้วยความระมัดระวังและใช้วิจารณญาณอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจใดๆ KResearch จะไม่รับผิดชอบในความเสี่ยงใดที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลดังกล่าว

ข้อมูลใดๆ ที่ปรากฏในรายงานวิจัยนี้ถือเป็นทรัพย์สินของ KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี) การนำข้อมูลดังกล่าว (ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน) ไปใช้ต้องแสดงข้อความถึงสิทธิความเป็นเจ้าของแก่ KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี) หรือแหล่งที่มาของข้อมูลนั้นๆ ทั้งนี้ ท่านจะไม่ทำซ้ำ ปรับปรุง ดัดแปลง แก้ไข ส่งต่อ เผยแพร่ หรือกระทำการในลักษณะใดๆ เพื่อวัตถุประสงค์ในทางการค้า โดยไม่ได้รับอนุญาตล่วงหน้า เป็นลายลักษณ์อักษรจาก KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี)