

เอกสารเผยแพร่  
เลขที่ วย 2/2546

สภาพคล่องตลาดตราสารหนี้  
หลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะเดือนกันยายน 2544

ฝ่ายวิจัยและยุทธศาสตร์  
มีนาคม 2546

## Executive Summary

ภาษีธุรกิจเฉพาะที่จัดเก็บจากสถาบันการเงินที่ซื้อขายตราสารหนี้ เป็นปัจจัยหนึ่งที่เกี่ยวข้องในตลาดหุ้นส่วนใหญ่มีความเห็นว่าเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ โดยต่างประเทศส่วนใหญ่ไม่มีการจัดเก็บภาษีประเภทนี้ สำนักงานในฐานะที่เป็นองค์กรกำกับดูแลตลาดทุน ได้พยายามผลักดันให้มีการยกเลิกการจัดเก็บภาษีประเภทนี้ และในที่สุด กรมสรรพากรได้เห็นชอบให้มีการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะในส่วนของภาษีที่คำนวณจากยอดกำไรรวมที่ไม่หักค่าใช้จ่ายใดๆ และไม่หักยอดขาดทุนจากการซื้อขาย (gross basis) มาเป็นยอดกำไรที่ไม่หักค่าใช้จ่ายใดๆ แต่ให้หักยอดขาดทุนจากการซื้อขายสำหรับรายการที่เกิดขึ้นภายในเดือน เดียวกัน (net basis) และให้มีผลทางภาคปฏิบัติตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2544 เป็นต้นมา โดยที่เป้าหมายหลักในการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีในครั้งนี้หวังผลให้ภาระภาษีธุรกิจเฉพาะที่ผู้ค้าตราสารหนี้ต้องจ่ายลดต่ำลง ผู้ค้าตราสารหนี้สามารถสร้างตลาดได้คล่องตัวมากขึ้น และส่งผลต่อเนื่องให้ตลาดมีสภาพคล่องเพิ่มสูงขึ้น บทศึกษานี้วิเคราะห์สภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้ภายหลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ โดยพยายามตอบคำถามดังต่อไปนี้

- 1) สภาพคล่องของตลาดหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่
- 2) ผู้ค้าตราสารหนี้ในวงกว้างเข้ามามีส่วนร่วมในการเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดตราสารหนี้หรือไม่
- 3) หลักทรัพย์ตราสารหนี้ที่ซื้อขายได้กระจายในวงกว้างขึ้นหรือไม่
- 4) การเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องในตลาดหลังแก้ไข เกณฑ์จัดเก็บภาษี เป็นผลโดยตรงจากการแก้ไข

เกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะเดือนกันยายน 2544 อย่างไร มีปัจจัยอื่นที่มีผลต่อสภาพคล่องของตลาดหรือไม่

จากการศึกษาโดยวิธี t-test และสำรวจความคิดเห็นของผู้ค้าตราสารหนี้ พบว่า หลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ สภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ได้ พุ่งสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ สภาพคล่องของตลาดที่เพิ่มขึ้นเป็นผลจากการเข้ามามีส่วนร่วมในการซื้อขายในตลาดของผู้ค้าตราสารหนี้ในวงกว้างมากขึ้น โดยที่กลุ่ม top-ten dealers และ non-top-ten dealers ต่างมีมูลค่าซื้อขายเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้โดยเฉพาะกลุ่ม non-top-ten dealers มูลค่าซื้อขายเพิ่มสูงขึ้นร้อยละ 147 จากช่วงก่อนแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษี พันธบัตรรัฐบาลที่ซื้อขายได้กระจายสู่หลักทรัพย์ต่างๆ ในวงกว้างขึ้น โดยมูลค่าซื้อขายของกลุ่ม non-top-ten active gov. bonds มีมูลค่าซื้อขายเพิ่มขึ้นร้อยละ 561 จากช่วงก่อนการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษี ทิศทางการพัฒนาตลาดในช่วงหลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีชี้ให้เห็นว่า การกระจุกตัวของมูลค่าซื้อขายในกลุ่มผู้ค้าตราสารหนี้ และพันธบัตรรัฐบาลได้ลดน้อยลง และตลาดมีความกว้างมากขึ้น

ปัจจัยที่กระทบต่อสภาพคล่องของตลาดหลังการแก้ไขเกณฑ์ จัดเก็บภาษีคือ market sentiment และสภาพคล่องในตลาดเงิน โดยผลคาดหวังจากการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีเพื่อลดภาระภาษีของผู้ค้าตราสารหนี้ยังไม่เห็นเด่นชัด เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมาอัตราดอกเบี้ยอยู่ในทิศทางที่ลดลงโดยตลอด ผู้ค้าตราสารหนี้มีกำไรต่อเนื่อง การเสียภาษีแบบ gross basis หรือ net basis จึงไม่แตกต่างกันมาก

อย่างไรก็ตาม ในระยะยาว การแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษี ณ เดือนกันยายน 2544 ยังคงเป็นปัจจัยที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ เพราะในการตั้งราคา ผู้ค้าตราสารหนี้จะบวกค่าเพื่อภาษีที่ต้อง เสียลดน้อยลง ทำให้ช่วงราคาเสนอซื้อและเสนอขายแคบลง และส่งผลต่อเนื่องให้การสร้างตลาดทำได้ง่ายขึ้น

## สภาพคล่องตลาดตราสารหนี้หลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะเดือนกันยายน 2544

### 1. ความเป็นมาของการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ

ภาษีธุรกิจเฉพาะเป็นภาษี ประเภทหนึ่งที่สถาบันการเงินที่ซื้อขายตราสารหนี้ต้องจ่ายตามประมวลรัษฎากร โดยฐานภาษีคำนวณจากรายได้ดอกเบี้ยรับและจากกำไร ที่ได้รับจากการซื้อขายตราสารหนี้ ภาษีประเภทนี้ ต่างประเทศส่วนใหญ่ เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ ญี่ปุ่น ฮองกง สิงคโปร์ มาเลเซีย เป็นต้น ไม่มีการจัดเก็บเหมือนเช่นกรณีของประเทศไทย นักวิชาการ<sup>1</sup> ตลอดจนผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดตราสารหนี้หลายฝ่ายต่างมีความเห็นว่า การจัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะในตลาดตราสารหนี้เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ เพราะว่า การจัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะจากรายได้ ดอกเบี้ยรับส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินในการก่อหนี้เพิ่มสูงขึ้นและเป็นอุปสรรคต่อการเข้ามาระดมเงินทุนในตลาดตราสารหนี้ ในขณะที่การจัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะจากกำไรรวมในการซื้อขายตราสารหนี้ส่งผลให้ต้นทุนการซื้อขายของผู้ค้าตราสารหนี้เพิ่มสูงขึ้น และเป็นอุปสรรคต่อบทบาทการสร้างตลาดของผู้ค้าตราสารหนี้

ก.ล.ต. ในฐานะเป็นหน่วยงานกำกับดูแลและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ได้เห็นปัญหาและอุปสรรคของการจัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ และได้พยายามผลักดันให้มีการยกเลิกการจัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ ทั้งที่คำนวณบนฐานดอกเบี้ยรับและฐานกำไรจากการซื้อขายตราสารหนี้ ในที่สุด กรมสรรพากรได้เห็นชอบ และได้มีพระราชกฤษฎีกา ให้แก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ<sup>2</sup> ในบางส่วนของหลักการที่ ก.ล.ต. นำเสนอ โดยได้แก้ไขในส่วนของภาษีที่คำนวณจากยอดกำไรรวมที่ไม่หักค่าใช้จ่ายใดๆ และไม่หักยอดขาดทุนจากการซื้อขาย (gross basis) มาเป็นภาษีที่คำนวณจาก ยอดกำไรที่ไม่หักค่าใช้จ่ายใด ๆ แต่ให้หักยอดขาดทุนจากการซื้อขาย สำหรับรายการที่เกิดขึ้นภายในเดือนเดียวกัน (net basis) และมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2544 เป็นต้นมา

### 2. ผลคาดหวังจากการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ

ภายใต้เกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะที่มีผลบังคับใช้เดือนตุลาคม 2544 ผู้ค้าตราสารหนี้สามารถนำเอาผลขาดทุนจากการซื้อขายตราสารหนี้หักออกจากยอดกำไรจากการซื้อขายตราสารหนี้สำหรับรายการที่เกิดขึ้นในเดือนเดียวกัน ส่งผลให้ภาระภาษีธุรกิจเฉพาะของผู้ค้าตราสารหนี้ลดต่ำลง และส่งผล

<sup>1</sup> ฉัตรพงศ์ ทองภักดี, สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย, ภาษีการออมการลงทุนและการระดมทุนในตลาดการเงินของไทย, 2543 : หน้า 6-10 และ John Chown, *Taxation of Debt Instruments and Derivatives*, 2543 : หน้า 8.

<sup>2</sup> การแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะเป็นไปตามพระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 388) พ.ศ. 2544

ต่อเนื่องให้ผู้ค้าตราสารหนี้สามารถทำหน้าที่สร้างตลาดได้คล่องตัวมากขึ้น ดังนั้น ผลคาดหวังจากการแก้ไข  
เกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะก็คือ ผู้ค้าตราสารหนี้ในวงกว้างมีความยินดีเข้ามาซื้อขายในตลาดเพิ่มขึ้น ช่วง  
ห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายหลักทรัพย์แคบลง                      หลักทรัพย์ตราสารหนี้มีการซื้อขายกันใน  
วงกว้างขึ้น และปัจจัยที่กล่าวมาทั้งหมดนี้ส่งผลให้มูลค่าซื้อขายในตลาดตราสารหนี้เพิ่มขึ้น นั่นคือ ตลาด  
ตราสารหนี้มีสภาพคล่องเพิ่มสูงขึ้น

### 3. ประเด็นปัญหาที่ศึกษา

โดยที่การแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะเดือนกันยายน 2544 มีเป้าหมายหลักที่เอื้ออำนวย  
ให้ผู้ค้าตราสารหนี้เข้ามาสร้างตลาดได้อย่างคล่องตัวมากขึ้น และส่งผลให้สภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้  
เพิ่มสูงขึ้น ในการติดตามและวัดผลบรรลุตามเป้าหมายที่กล่าวมานี้ เครื่องชี้วัดโดย                      ตรงในการวัดผล  
ตอบรับของผู้ค้าตราสารหนี้ต่อการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีคือ ช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคา  
เสนอขาย ทั้งนี้เพราะว่า หากภาระภาษีลดน้อยลง ผู้ซื้อขายตราสารหนี้จะมีต้นทุนในการเข้ามาซื้อขาย  
ในตลาดลดต่ำลง ผลประโยชน์ที่ได้ก็คือ ผู้ค้าตราสารหนี้สามารถรักษาระดับกำไรเท่าเดิมด้วยการกำหนด  
ราคาเสนอซื้อให้สูงขึ้นและราคาเสนอขายให้ต่ำลง ดังนั้นช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย  
ในตลาดจะแคบลง อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์ช่วงห่างของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายมีข้อจำกัด  
ด้านข้อมูล โดยในช่วงก่อนเดือนตุลาคม 2544 ข้อมูลราคาเสนอขายไม่มีในระบบข้อมูลของตลาด  
ตราสารหนี้ สำหรับช่วงหลังเดือนตุลาคม 2544 หลักทรัพย์ที่มีราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายมีเพียง  
หลักทรัพย์ในกลุ่ม benchmark bonds และเป็นราคาเสนอประเภท indicative ด้วยข้อจำกัดของข้อมูล  
บทศึกษานี้ใช้สภาพคล่องตลาดเป็นเครื่องชี้วัดแทนช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย ทั้งนี้  
ภายใต้ข้อสมมติฐานว่า หากช่วงห่างของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายแคบลง รายการซื้อขายจะเกิดขึ้น  
ได้ง่าย และสภาพคล่องของตลาดจะเพิ่มสูงขึ้น ในการวิเคราะห์ บทศึกษานี้พยายามตอบคำถามในประเด็น  
ต่อไปนี้

- 1) สภาพคล่องของตลาด ตราสารหนี้ภาย หลังการแก้ไข เกณฑ์จัดเก็บ ภาษีได้เพิ่มขึ้นอย่างมี  
นัยสำคัญเมื่อเทียบกับช่วงก่อนหน้าหรือไม่
- 2) ผู้ค้าตราสารหนี้ในวงกว้างเข้ามามีส่วนร่วมในการเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดตราสารหนี้  
หรือไม่ ข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์คือ มูลค่าซื้อขายของผู้ค้าตราสารหนี้ โดยแบ่งกลุ่มผู้ค้าตราสารหนี้เป็น 2 กลุ่ม  
คือ กลุ่ม top-ten dealers และกลุ่ม non-top-ten dealers และวิเคราะห์ว่า การเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องใน  
ตลาดหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีมาจากมูลค่าซื้อขายของผู้ค้าตราสารหนี้กลุ่มใด
- 3) หลักทรัพย์ตราสารหนี้ที่ซื้อขายได้กระจายในวงกว้างขึ้นหรือไม่ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ การ  
เพิ่มขึ้นของสภาพคล่องในตลาดหลังแก้ไข เกณฑ์จัดเก็บภาษีเป็น มูลค่าซื้อขายจากหลักทรัพย์ตราสารหนี้ใน  
กลุ่มใด

บทความนี้ใช้มูลค่าซื้อขายของพันธบัตรรัฐบาลเป็นตัวแปรแทนมูลค่าซื้อขายของตราสารหนี้ทั้งหมดของตลาด ทั้งนี้จากข้อเท็จจริงที่ว่า มูลค่าซื้อขายของตลาดตราสารหนี้ประมาณร้อยละ 90 เป็นตราสารหนี้ภาครัฐ โดยมูลค่าซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลคิดเป็นสัดส่วนมากกว่าร้อยละ 60 ของมูลค่าซื้อขายของทั้งตลาด การใช้พันธบัตรรัฐบาลแทนการใช้ตราสารหนี้ทั้งตลาดในการวิเคราะห์ ความกว้างของตลาดน่าจะอธิบายผลได้ชัดเจนเพียงพอ บทความนี้จึงใช้พันธบัตรรัฐบาลเป็นตัวแปรแทนการใช้ตราสารหนี้ทั้งตลาด โดยแบ่งพันธบัตรรัฐบาลออกเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่ม top-ten active gov. bonds และกลุ่ม non-top-ten active gov. bonds

4) การเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องในตลาดหลังแก้ไข เกณฑ์จัดเก็บภาษี เป็นผลโดยตรงจากการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะเดือนกันยายน 2544 อย่างไร มีปัจจัยอื่นที่มีผลต่อสภาพคล่องของตลาดหรือไม่

#### 4. วิธีการศึกษา

ใช้วิธีวิเคราะห์ t-Test : Two Sample Assuming Unequal Variance<sup>3</sup> ทดสอบความแตกต่างของมูลค่าซื้อขายตราสารหนี้ช่วงก่อนและหลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะเพื่อตอบคำถามข้อ 1), 2) และ 3) และวิธีสำรวจความคิดเห็นของผู้ค้าตราสารหนี้ในตลาดเพื่อตอบคำถามข้อ 4) ตามที่กล่าวมาในหัวข้อข้างต้น

##### 4.1 การวิเคราะห์โดยใช้ t-test

###### 4.1.1 ข้อมูล

สภาพคล่องของตลาดวัดจากมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน ข้อมูลมูลค่าซื้อขายเก็บรวบรวมจากรายงานการซื้อขายของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ข้อมูลที่จัดเก็บประกอบด้วย

- 1) มูลค่าซื้อขายรวมของตลาด
- 2) มูลค่าซื้อขายของผู้ค้าตราสารหนี้กลุ่ม top-ten dealers
- 3) มูลค่าซื้อขายของผู้ค้าตราสารหนี้กลุ่ม non-top-ten dealers
- 4) มูลค่าซื้อขายของพันธบัตรรัฐบาลกลุ่ม top-ten active gov. bonds
- 5) มูลค่าซื้อขายของพันธบัตรรัฐบาลกลุ่ม non-top-ten active gov. bonds

---

<sup>3</sup> รายละเอียดอ่าน John E. Freund and Ronald E. Walploe. *Mathematical Statistics*. 4<sup>th</sup> ed. New Jersey : Prentice-Hall, Inc., 1987 : หน้า 418.

#### 4.1.2 ระยะเวลาการศึกษา

ช่วงเวลา ก่อนการแก้ไข เกณฑ์จัดเก็บ ภาษีธุรกิจเฉพาะ คือวันที่ 3 เมษายน 2543 - 30 กันยายน 2544 รวม 368 ข้อมูล และช่วงหลังการแก้ไข เกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ คือวันที่ 1 ตุลาคม 2544 - 27 ธันวาคม 2545 รวม 307 ข้อมูล

#### 4.1.3 วิธีการวิเคราะห์

ทดสอบความแตกต่างของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันช่วงก่อนและหลังการแก้ไข เกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ โดยใช้ t-Test : Two Sample Assuming Unequal Variance ดังนี้

ข้อสมมติฐานคือ

$$H_0 : \mu_2 = \mu_1$$

$$H_a : \mu_2 > \mu_1$$

$$t\text{-stat} = \frac{\bar{x}_2 - \bar{x}_1}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}} \quad v = \frac{\left(\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}\right)^2}{\frac{(s_1^2/n_1)^2}{n_1-1} + \frac{(s_2^2/n_2)^2}{n_2-1}}$$

โดยที่  $\mu_1$  และ  $\mu_2$  คือมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันช่วงก่อนและหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีของประชากร  $\bar{x}_1$  และ  $\bar{x}_2$  คือมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันช่วงก่อนและหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีของตัวอย่าง  $S_1$  และ  $S_2$  คือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของมูลค่าซื้อขายต่อวันช่วงก่อนและหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษี

$n_1$  และ  $n_2$  คือจำนวนวันซื้อขายในช่วงก่อนและหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษี

จะปฏิเสธ  $H_0$  ถ้า  $t\text{-stat} \geq t_{\alpha,v}$  แสดงว่ายอมรับ  $H_a : \mu_2 > \mu_1$  นั่นคือมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันช่วงหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีเพิ่มขึ้นจากช่วงก่อนแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บอย่างมีนัยสำคัญ

## 4.2 การสำรวจความคิดเห็นของผู้ค้าตราสารหนี้

สำรวจความคิดเห็นของผู้ค้าตราสารหนี้จำนวน 6 รายจากกลุ่มผู้ค้าตราสารหนี้ที่มีมูลค่าซื้อขายสูงสุดใน 10 อันดับแรก โดยมีประเด็นคำถามดังนี้

- 1) ภายใต้เกณฑ์จัดเก็บภาษีที่แก้ไข ผู้ค้าตราสารหนี้สามารถเข้ามาสร้าง ตลาด (make market) ได้ง่ายขึ้นหรือไม่
- 2) ประโยชน์ของการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีต่อผู้ค้าตราสารหนี้
- 3) ผลกระทบของการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีต่อสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้

## 5. ผลการศึกษา

### 5.1 สภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้

ในช่วงหลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ ภาวะตลาดตราสารหนี้มีความคึกคักมาก มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของตลาดตราสารหนี้มีมูลค่า 8,192 ล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 29 จากช่วงก่อนหน้า จากการทดสอบทางสถิติโดยใช้ t-test พบว่า มูลค่าซื้อขายช่วงหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีมีค่ามากกว่าช่วงก่อนอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (ตารางที่ 1)

#### ตารางที่ 1

มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในช่วงก่อนและหลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ

ล้านบาท

| มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน                           |                            | ช่วงก่อน                          | ช่วงหลัง                           | การเปลี่ยนแปลง<br>(ร้อยละ) |
|-----------------------------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|----------------------------|
| <b>สภาพคล่องของตลาด</b>                             |                            |                                   |                                    |                            |
| มูลค่าซื้อขายรวมของตลาด                             | ค่าเฉลี่ย<br><i>t-stat</i> | 6,367.21<br><br>7.54 ***          | 8,191.60<br><br>7.54 ***           | 28.65                      |
| <b>จำแนกตามกลุ่มผู้ค้าตราสารหนี้</b>                |                            |                                   |                                    |                            |
| มูลค่าซื้อขายของกลุ่ม top-ten dealers               | ค่าเฉลี่ย<br><i>t-stat</i> | 5,463.25<br>(86%)<br><br>2.60 *** | 5,962.68<br>(73%)<br><br>2.60 ***  | 9.14                       |
| มูลค่าซื้อขายของกลุ่ม non-top-ten dealers           | ค่าเฉลี่ย<br><i>t-stat</i> | 903.96<br>(14%)<br><br>16.35 ***  | 2,228.93<br>(27%)<br><br>16.35 *** | 146.57                     |
| <b>จำแนกตามประเภทพันธบัตรรัฐบาล</b>                 |                            |                                   |                                    |                            |
| มูลค่าซื้อขายของกลุ่ม top-ten active gov. bonds     | ค่าเฉลี่ย<br><i>t-stat</i> | 4,155.96<br>(65%)<br><br>0.03     | 4,160.95<br>(51%)<br><br>0.03      | 0.12                       |
| มูลค่าซื้อขายของกลุ่ม non-top-ten active gov. bonds | ค่าเฉลี่ย<br><i>t-stat</i> | 53.48<br>(1%)<br><br>16.05 ***    | 353.59<br>(4%)<br><br>16.05 ***    | 561.16                     |

หมายเหตุ : \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตัวเลขในวงเล็บหมายถึงสัดส่วนต่อมูลค่าซื้อขายรวมของตลาด

## 5.2 กลุ่มผู้ค้าตราสารหนี้ที่มีผลต่อสภาพคล่องของตลาด

หลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ มูลค่าซื้อขายของกลุ่ม top-ten dealers และกลุ่ม non-top-ten dealers ต่างมีมูลค่าซื้อขายเพิ่มมากขึ้นจากช่วงก่อนแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษี โดยกลุ่ม top-ten dealers มีมูลค่าซื้อขายเพิ่มขึ้นร้อยละ 9 ในขณะที่ผู้ค้าตราสารหนี้กลุ่ม non-top-ten dealers มีมูลค่าซื้อขายเพิ่มขึ้นร้อยละ 147 จากการทดสอบทางสถิติ ผู้ค้าตราสารหนี้ทั้งสองกลุ่มต่างมีมูลค่าซื้อขายเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (ตารางที่ 1)

เป็นที่น่าสังเกตว่าการที่ผู้ค้าตราสารหนี้กลุ่ม non-top-ten dealers เข้ามามีส่วนร่วมในการซื้อขายในตลาดเพิ่มขึ้นอย่างมาก แสดงให้เห็นว่าผู้ค้าตราสารหนี้ในวงกว้างได้เข้ามามีส่วนร่วมในการเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดตราสารหนี้ และตลาดตราสารหนี้พัฒนาสู่ทิศทางที่มีความกว้างมากขึ้นในช่วงหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ

## 5.3 ประเภทพันธบัตรรัฐบาลที่มีผลต่อสภาพคล่องของตลาด

จากการเปรียบเทียบมูลค่าซื้อขายของพันธบัตรรัฐบาลในช่วงหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะกับช่วงก่อนหน้า พบว่า พันธบัตรรัฐบาลในกลุ่ม top-ten active gov. bonds มูลค่าซื้อขายเพิ่มขึ้นอย่างไม่มีนัยสำคัญในอัตราร้อยละ 0.12 ขณะที่มูลค่าซื้อขายของพันธบัตรรัฐบาลในกลุ่ม non-top-ten active gov. bonds มีมูลค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 561 ซึ่งเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ผลของการวิเคราะห์ชี้ให้เห็นว่า มูลค่าซื้อขายในตลาดได้กระจายสู่พันธบัตรรัฐบาลที่อยู่ในกลุ่ม non-top-ten active gov. bonds มากขึ้นในช่วงหลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ หลักทรัพย์ตราสารหนี้มีการซื้อขายในวงกว้างขึ้น และตลาดตราสารหนี้ได้พัฒนาสู่ทิศทางที่มีความกว้างมากขึ้น

## 5.4 ผลกระทบของการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีต่อสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้<sup>4</sup>

ผลสรุปจากการสำรวจความคิดเห็นของผู้ค้าตราสารหนี้ พบว่า สภาพคล่องของตลาดที่เพิ่มขึ้นมากในช่วงหลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ ไม่ได้เป็นผลโดยตรงมาจากการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ แต่เป็นผลจาก market sentiment และสภาพคล่องในตลาดเงิน ทั้งนี้ผู้ฝากเงินพยายามหาช่องทางใหม่ในการลงทุน และธนาคารพาณิชย์พยายามนำสภาพคล่องส่วนเกินไปลงทุนในตลาดตราสารหนี้ นอกจากนี้ เกณฑ์การพิจารณาให้รางวัลผู้ค้าตราสารหนี้ยอดเยี่ยมประจำปี ประเภท Dealer of the Year ของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย และกฎเกณฑ์ของธนาคารแห่งประเทศไทยที่กำหนดให้ primary dealer ต้องรักษาสัดส่วนการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลในตลาดรองในอัตราร้อยละ 3 ของ

<sup>4</sup> รายละเอียดความคิดเห็นของผู้ค้าตราสารหนี้ได้แสดงไว้ในภาคผนวก



มูลค่าซื้อขายทั้งหมด ต่างเป็นปัจจัยให้ผู้ค้าตราสารหนี้พยายามเข้ามาซื้อขายในตลาดเพิ่มขึ้น และเป็นปัจจัยที่ส่งผลเกื้อกูลให้ภาวะการซื้อขายในตลาดคลั่งกักมากยิ่งขึ้น

จากภาวะตลาดในช่วงหลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษี ผู้ค้าตราสารหนี้มีความเห็นว่า ภาวะภาษีที่ลดลงเนื่องจากการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษียังไม่เห็นผลชัดเจนนัก เพราะอัตราดอกเบี้ยอยู่ในทิศทางที่ลดลงตลอด ผู้ค้าตราสารหนี้ส่วนใหญ่มีแต่กำไรต่อเนื่อง การเสียภาษีแบบ gross basis หรือ net basis จึงไม่แตกต่างกันมาก ในสภาพความเป็นจริง ประโยชน์ทางภาษีที่ผู้ค้าตราสารหนี้จะได้รับจากการนำผลขาดทุนไปหักจากยอดกำไรจากรายการซื้อขายที่เกิดขึ้นภายในเดือนเดียวกันอาจจะมีไม่มาก เพราะโดยทั่วไปแล้ว การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยมักจะปรับตัวในทิศทางเพิ่มขึ้นหรือลดลงต่อเนื่องในช่วงระยะเวลาหนึ่งที่มีมักจะครอบคลุมระยะเวลาหนึ่งเดือน ผู้ค้าตราสารหนี้บางรายจึงเสนอว่า ช่วงเวลาที่ใช้คำนวณยอดกำไรสุทธิเพื่อจัดเก็บภาษีน่าจะวางบนฐานรายปี ซึ่งผู้ค้าตราสารหนี้จะได้รับประโยชน์ด้านภาษีมากกว่ากฎหมายปัจจุบัน

แม้สภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา จะไม่ได้เป็นผลโดยตรงจากการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ ผู้ค้าตราสารหนี้ส่วนใหญ่ยังคงเห็นพ้องกันว่า การแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะจะเป็นประโยชน์ต่อการเข้ามาสร้างตลาดในระยะยาว เพราะในการตั้งราคา ผู้ค้าตราสารหนี้จะบวกค่าเผื่อภาษีที่ต้องเสียร้อยละ ทำให้ช่วงราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย (bid-offer spread) แคบลง ส่งผลให้การสร้างตลาดง่ายขึ้น การแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะที่มีผลบังคับใช้เมื่อเดือนตุลาคม 2544 จึงนับเป็นปัจจัยบวกที่กระทบต่อสภาพคล่องของตลาดในระยะยาวผ่านช่วงราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายที่แคบลง

## 6. บทสรุป

สภาพคล่องตลาดตราสารหนี้หลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะได้เพิ่มขึ้นจากช่วงก่อนหน้าอย่างมีนัยสำคัญ โดยมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นร้อยละ 29 จากช่วงก่อนแก้ไขเกณฑ์ และกลุ่มผู้ค้าตราสารหนี้ทั้งที่อยู่ในกลุ่ม top-ten dealers และกลุ่ม non-top-ten dealers ต่างมีมูลค่าซื้อขายเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก ทั้งนี้โดยเฉพาะกลุ่ม non-top-ten dealers มีมูลค่าซื้อขายเพิ่มขึ้นร้อยละ 147 จากช่วงก่อนแก้ไขเกณฑ์ ในขณะที่มูลค่าซื้อขายได้กระจายสู่พันธบัตรรัฐบาลในกลุ่ม non-top-ten active gov. bonds โดยพันธบัตรกลุ่มนี้มีมูลค่าซื้อขายเพิ่มขึ้นร้อยละ 561 โดยภาพรวม การกระจุกตัวของมูลค่าซื้อขายในกลุ่มผู้ค้าตราสารหนี้ และหลักทรัพย์พันธบัตรรัฐบาล ได้ลดน้อยลงในช่วงหลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะ และเป็นเครื่องชี้ให้เห็นว่าตลาดตราสารหนี้พัฒนาสู่ทิศทางที่มีความกว้างมากขึ้น

สภาพคล่องของตลาดที่เพิ่มสูงขึ้นภายหลังการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีธุรกิจเฉพาะในช่วงปี 2545 เป็นผลจาก market sentiment และจากสภาพคล่องในตลาดเงินเป็นสำคัญ โดยผลคาดหวังจากการแก้ไขเกณฑ์ต่อภาระภาษีของผู้ค้าตราสารหนี้ยังไม่ปรากฏชัดเจน เนื่องจากผู้ค้าตราสารหนี้ส่วนใหญ่มีกำไรต่อเนื่องจากทิศทางอัตราดอกเบี้ยที่ลดต่ำลง ส่งผลให้การเสียภาษีแบบ gross basis หรือ net basis ไม่แตกต่างกันมาก

อย่างไรก็ตาม ในระยะยาวการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษียังคงเป็นปัจจัยที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ภาระภาษีที่ลดน้อยลงภายใต้เกณฑ์ที่แก้ไขใหม่จะช่วยให้ผู้ค้าตราสารหนี้ลดความกังวลใจในการเข้ามาซื้อขายในตลาด โดยเฉพาะในช่วงภาวะอัตราดอกเบี้ยที่มีความไม่แน่นอน และการบวกค่าเพื่อภาษีที่ต้องเสียในการกำหนดราคาจะลดน้อยลง ซึ่งจะส่งผลให้ช่วง bid-offer spread ลดน้อยลง และส่งผลต่อเนื่องให้สภาพคล่องในตลาดดีขึ้น ทั้งนี้ หากช่วงเวลาที่ใช้คำนวณยอดกำไรสุทธิเพื่อจัดเก็บภาษีวางบนฐานรายปี ภาระภาษีที่ลดต่ำลงจากการเก็บภาษีบน net basis จะมีผลมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะเป็ประโยชน์ต่อการทำหน้าที่สร้างตลาดของผู้ค้าตราสารหนี้ได้มากขึ้น

#### 7. ข้อเสนอแนะต่องานศึกษาครั้งต่อไป

จากข้อเท็จจริงที่ว่า การแก้ไขหลักเกณฑ์จัดเก็บภาษีเดือนกันยายน 2544 หวังผลให้ภาระภาษีของผู้ค้าตราสารหนี้ลดต่ำลง ส่งผลต่อเนื่องให้ช่วงราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายแคบลง และสภาพคล่องในตลาดดีขึ้น การวัดผลที่ได้รับจากการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในระยะยาว จึงควรจะวัดจากค่าเปลี่ยนแปลงของช่วงราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย ในโอกาสต่อไป หากข้อมูลราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายมีความสมบูรณ์เพียงพอ ควรจะมีบทศึกษาใช้เครื่องชี้วัดช่วงห่างของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายเป็นเครื่องมือวิเคราะห์ผลของการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีต่อสภาพคล่องของตลาด

**ภาคผนวก**  
**ความคิดเห็นของผู้ค้าตราสารหนี้**

**1. ความยากง่ายในการเข้ามาสร้างตลาด (make market) ของผู้ค้าตราสารหนี้หลังแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษี**

- 1) ภาษีธุรกิจเฉพาะมีผลต่อการ make market ผ่านปัจจัย bid-offer spread ที่แคบลง เพราะการบวกค่าเพื่อภาษีที่ต้องเสียน้อยลง
- 2) การแก้ไขกฎหมายทำให้มีความสะดวกใจที่จะซื้อขายมากขึ้น การ make market จึงทำได้ง่ายขึ้น
- 3) ในแง่การ make market ภาษีธุรกิจเฉพาะเป็นต้นทุนชนิดหนึ่งที่ต้องคำนึงถึง แต่ไม่ใช่ปัจจัยหลัก
- 4) การแก้ไขภาษีธุรกิจเฉพาะมีส่วนช่วยส่งเสริมการเข้ามาสร้างตลาด แต่โดยรวมในการซื้อขายจะดูจากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยมากกว่า

**2. ประโยชน์ของการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีต่อผู้ค้าตราสารหนี้**

- 1) ปัจจุบันเก็บภาษีเป็นรายเดือนไม่เป็นประโยชน์เท่าใดนัก เพราะในช่วงเวลาหนึ่งเดือนตลาดมักจะผันผวนมากนัก ถ้าเดือนใดมีกำไร ก็มีแนวโน้มจะได้กำไรใน ทุกหลักทรัพย์ต่อเนื่องกันเป็นระยะเวลาหนึ่ง จนกว่าอัตราดอกเบี้ยจะคงที่ จึงเสนอน่าจะเก็บภาษีเป็นรายปีมากกว่ารายเดือน จึงจะสามารถนำผลขาดทุนมากหักออกได้
- 2) ภายหลังจากแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษี อัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลงโดยตลอด ทำให้ราคาเพิ่มขึ้น ได้กำไร เป็นส่วนมาก ทำให้ไม่เห็นผลชัดเจนนัก การแก้ไข เกณฑ์จัดเก็บภาษีจะได้ประโยชน์หากเกิดผลขาดทุน
- 3) ถ้าตลาดผันผวนในช่วง 1 เดือน ก็จะมีประโยชน์มาก เพราะจะมีกำไรบ้าง ขาดทุนบ้าง ซึ่งในระยะ 2 เดือนข้างหน้า น่าจะผันผวนในช่วงแคบ ๆ ได้ แต่ที่ผ่านมาบางช่วงกำไรอย่างเดียว หรือขาดทุนอย่างเดียว จึงไม่สามารถนำผลขาดทุนมากหักออกได้ อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลง gross เป็น net ก็เป็นการยุติธรรม

### 3. ผลกระทบของการแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีต่อสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้

1) ภาวะตลาดตึงเครียดเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยลดลงมาตลอด และค่อนข้างมีเสถียรภาพ เนื่องจากไม่มีปัจจัยสำคัญมากระทบตลาด เช่น ปัจจัยการเมือง เศรษฐกิจ นักลงทุนมีความมั่นใจมากขึ้น ทำให้ bid-offer spread แคบลงได้ ทางด้านพันธบัตรรัฐบาลก็มีอุปสงค์มากกว่าอุปทาน จึงก่อให้เกิดสภาพคล่องมากขึ้น

2) มูลค่าซื้อขายที่เพิ่มขึ้นส่วนหนึ่งมาจากภาวะอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงต่อเนื่อง sentiment ของตลาดดีขึ้น อีกส่วนหนึ่งอาจจะมาจาก primary dealer บางราย พยายามเพิ่มสัดส่วนการครองตลาด เพื่อให้มีมูลค่าซื้อขายเป็นไปตามกฎเกณฑ์ของ ธปท. ที่กำหนดให้ต้องมีสัดส่วนการครองตลาดร้อยละ 3

3) การแก้ไขเกณฑ์จัดเก็บภาษีไม่น่าจะเป็นปัจจัยหลักที่ก่อให้เกิดสภาพคล่องในตลาดในช่วงที่ผ่านมา สภาพคล่องที่มีมากในปัจจุบันเกิดจากในธนาคารพาณิชย์ซึ่งเป็นผู้ค้าหลักมีสภาพคล่องจากเงินฝาก จึงต้องนำเงินไปลงทุนในตลาดหุ้นกู้ ทางด้านนักลงทุนเองก็นำเงินมาลงทุนมากขึ้น และการจัดอันดับผู้ค้าตราสารหนี้ของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ก็ทำให้มีผู้ค้าเข้ามาในตลาดมากขึ้น