

# นโยบายของรัฐเกี่ยวกับการเงินธุรกิจ และตลาดหลักทรัพย์

บทความเรื่องนี้มีจุดมุ่งหมายที่จะพิจารณา นโยบายของรัฐเกี่ยวกับการเงินธุรกิจและตลาดหลักทรัพย์ โดยจำแนกเนื้อหาสาระออกเป็น 3 ตอน คือ

**ตอนที่หนึ่ง** กล่าวถึงการออมและการสะสมทุนในระบบเศรษฐกิจ

**ตอนที่สอง** กล่าวถึงนโยบายของรัฐเกี่ยวกับการเงินธุรกิจ

**ตอนที่สาม** กล่าวถึงนโยบายของรัฐเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์

## 1. การออมและการสะสมทุนในระบบเศรษฐกิจ

การสะสมทุนในระบบเศรษฐกิจ (Capital Accumulation) จักเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อระบบเศรษฐกิจมีส่วนเกินทางเศรษฐกิจ (Economic Surplus) ส่วนเกินทางเศรษฐกิจในที่นี้หมายถึงผลผลิตส่วนที่มากกว่าระดับการบริโภคเพื่อการประทังชีวิตอยู่รอด (Subsistence Level of Consumption) ดังนั้น ครัวเรือนที่ผลิตที่ระบบเศรษฐกิจผลิตได้นั้นน้อยกว่าหรือเท่ากับปริมาณสำหรับการบริโภคเพื่อการประทังชีวิตอยู่รอดเท่านั้น ระบบเศรษฐกิจจะยังไม่มีส่วนเกินทางเศรษฐกิจและไม่สามารถสะสมทุนได้ หากเรากำหนดให้  $Y$  เป็นปริมาณผลผลิตที่ระบบเศรษฐกิจผลิตได้ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง (หรือรายได้ประชาชาติ) ผลผลิตส่วนหนึ่งจะใช้ไปในการบริโภค ( $C$ ) และอีกส่วนหนึ่งจะเก็บออมไว้ ( $S$ )

$$Y = C + S \quad \dots\dots\dots (1)$$

หากเรากำหนดให้  $C_n$  เป็นระดับการบริโภคเพื่อการประทังชีวิตอยู่รอด (Necessary Consumption) และ  $C_l$  เป็นการบริโภคที่ฟุ่มเฟือย (Luxurious Consumption) หรือการบริโภคส่วนที่เกินกว่าความจำเป็นในการประทังชีวิตเพื่อความอยู่รอด

$$C = C_n + C_l \quad \dots\dots\dots (2)$$

เมื่อเราแทนค่าสมการที่ (2) ในสมการที่ 1

$$Y = C_n + C_l + S$$

$$Y - C_n = C_l + S \quad \dots\dots\dots (3)$$

$(Y - C_n)$  ซึ่งปรากฏทางด้านซ้ายมือของสมการที่ (3) ก็คือ ส่วนเกินทางเศรษฐกิจ หรือผลผลิตส่วนที่มากกว่าระดับการบริโภคเพื่อการประทังชีวิตอยู่รอด ดังนั้น เราจะเห็นได้ว่า หาก  $Y$  มีค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับ  $C_n$  ระบบเศรษฐกิจจะไม่มีส่วนเกินทางเศรษฐกิจ ส่วนเกินทางเศรษฐกิจจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อ  $Y$  มีค่ามากกว่า  $C_n$  ส่วนเกินทางเศรษฐกิจจะปรากฏในสองรูปแบบ รูปแบบที่หนึ่งก็คือ การบริโภคที่ฟุ่มเฟือย ( $C_c$ ) และรูปแบบที่สองก็คือ การออม ( $S$ )

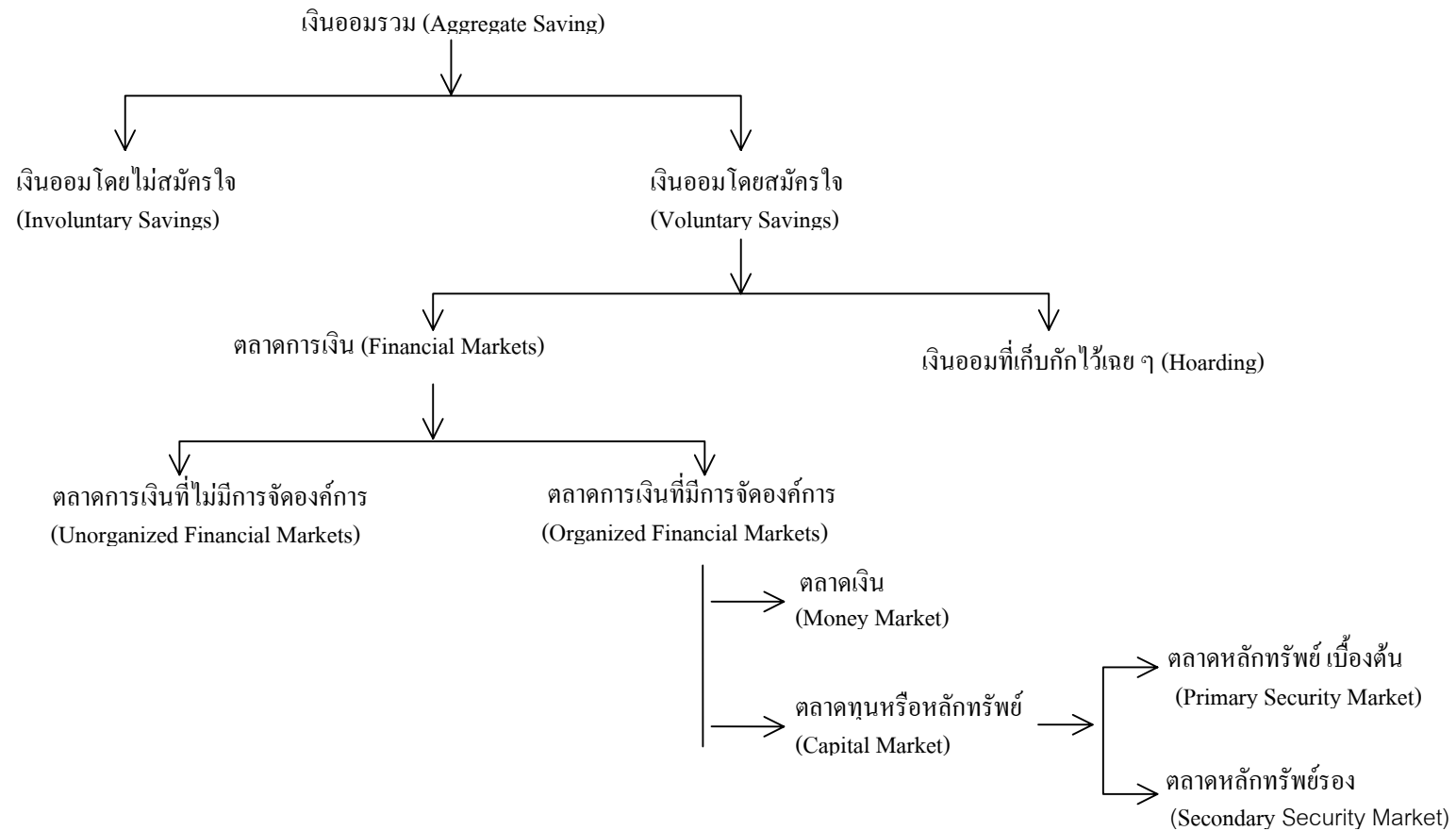
เงินออมเป็นเงินทุนที่ระบบเศรษฐกิจสามารถนำไปใช้ในการพัฒนาและเพิ่มผลผลิตของระบบเศรษฐกิจ เราอาจจำแนกเงินออมออกได้เป็น 2 ลักษณะ คือ

(ก) *เงินออมโดยไม่สมัครใจ* (Involuntary Savings) ได้แก่ เงินออมที่รัฐบาลบังคับให้ประชาชนออมโดยอ้อมด้วยการเก็บภาษีอากรประเภทต่างๆ เงินได้ที่ประชาชนหามาได้นั้นมิได้ถูกใช้ไปในการบริโภคทั้งหมด เงินได้ส่วนหนึ่งต้องนำไปในการชำระภาษีทางอ้อม (Indirect Taxes) ในยามที่ซื้อสินค้าและบริการต่างๆ อีกส่วนหนึ่งต้องนำไปในการชำระภาษีทางตรง (Direct Taxes) ไม่ว่าจะเป็นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาหรือภาษีเงินได้นิติบุคคล เงินได้ส่วนที่เหลือจึงจะนำไปในการบริโภคและ/หรือการออมโดยสมัครใจ ดังนั้นภาษีอากรที่รัฐบาลเรียกเก็บจากประชาชนจึงเป็นเงินออมที่เกิดจากการบังคับ (Forced Savings) โดยที่ประชาชนมิได้เก็บเงินออมประเภทนี้ไว้เอง แต่ถูกรัฐบาลดึงไปเก็บไว้ในท้องพระคลังในรูปของภาษีอากร

(ข) *เงินออมโดยสมัครใจ* (Voluntary Saving) หมายถึง เงินได้หรือผลผลิตส่วนที่เหลือจากการบริโภคและการชำระภาษีอากรประเภทต่างๆแล้ว การออมโดยสมัครใจอาจกระทำได้ในสองรูปแบบด้วยกัน (ดูแผนภาพที่ 1) *รูปแบบที่หนึ่ง* ก็คือ การเก็บเงินออมไว้ในครัวเรือนในรูปของเงินสด หรืออาจนำไปซื้อเครื่องประดับที่มีค่าต่างๆ ดังเช่น เพชรนิลจินดา เป็นอาทิ *รูปแบบที่สอง* ก็คือ การนำเงินออมไป 'ฝาก' ไว้ใน *ตลาดการเงิน* (Financial Markets) ตลาดการเงินในที่นี้อาจจำแนกได้เป็น 2 ประเภท คือ *ตลาดการเงินที่ไม่มีการจัดองค์การ* (Unorganized Financial Markets) กับ *ตลาดการเงินที่มีการจัดองค์การ* (Organized Financial Markets) ประชาชนที่มีเงินออมอาจนำเงินออมที่มีอยู่ไปเล่นแชร์หรือไปให้กู้ในตลาดมืด โดยได้รับดอกเบี้ยในอัตราสูงกว่าอัตราขั้นสูงที่กฎหมายควบคุม (ร้อยละ 15 ต่อปี) หรืออาจนำไปฝากไว้ในสถาบันการเงินประเภทต่างๆ (เช่น ธนาคารพาณิชย์ ธนาคารออมสิน บริษัทเงินทุน ฯลฯ) หรือนำไปซื้อหลักทรัพย์ของวิสาหกิจเอกชนต่างๆ ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์ ดังที่แสดงไว้ในแผนภาพที่ 2

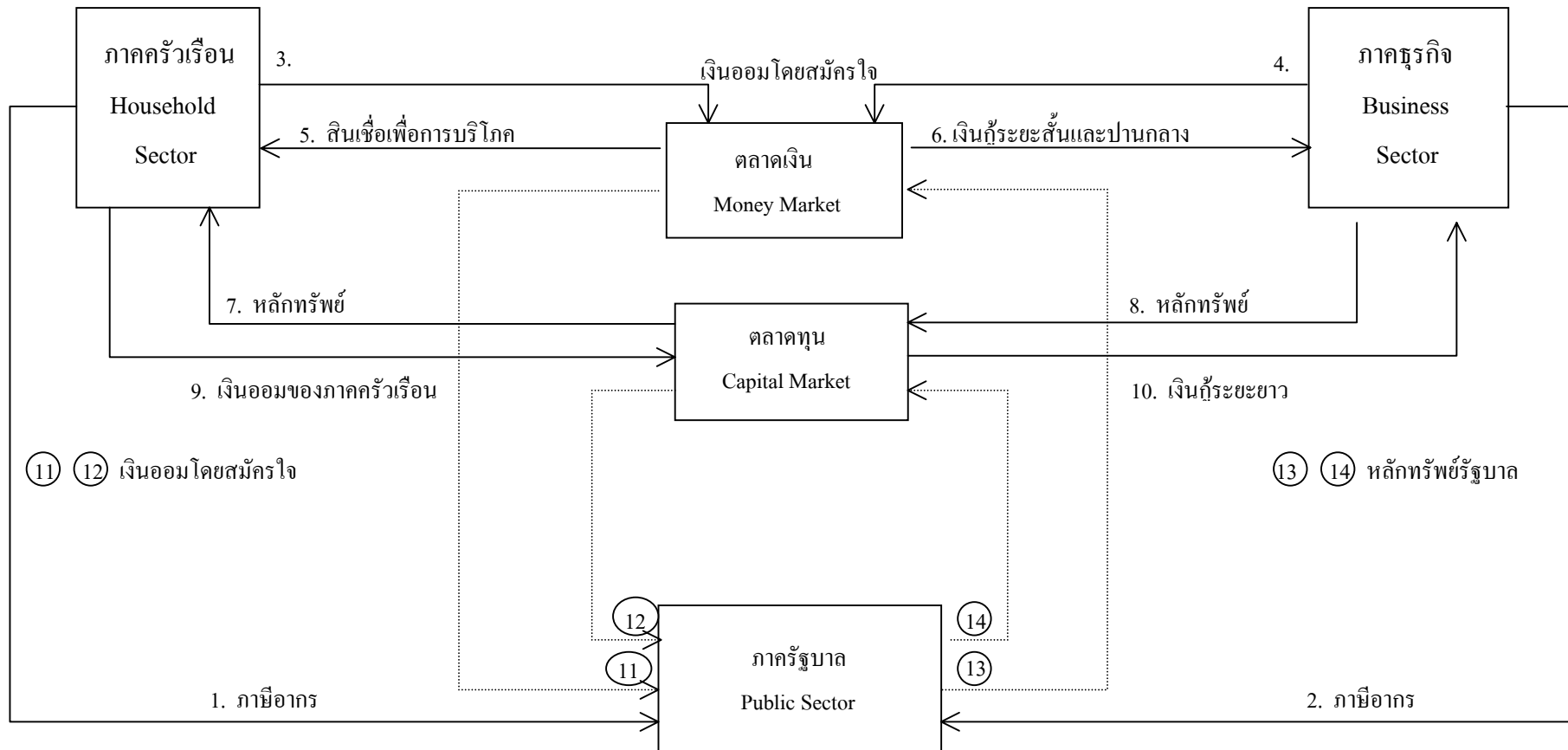
## แผนภาพที่ 1

### การกระจายเงินออมรวมของระบบเศรษฐกิจ



## แผนภาพที่ 2

### การระดมและการจัดสรรเงินออมในตลาดการเงินที่มีการจัดองค์การ



แผนภาพที่ 2 แสดงการเคลื่อนย้ายเงินออมในระบบเศรษฐกิจ เราจำแนกระบบเศรษฐกิจออกเป็น 2 ภาค คือ ภาครัฐบาล (Public Sector) และภาคเอกชน (Private Sector) สำหรับเอกชนนั้น เราจำแนกออกเป็นภาคครัวเรือน (Household Sector) และภาคธุรกิจ (Business Sector) รัฐบาลอาจบังคับให้ประชาชนออมเงินด้วยการเก็บภาษีอากร เงินออมส่วนนี้จึงเป็นเงินออมโดยไม่สมัครใจ (Involuntary Saving) หรือเงินออมที่ถูกบังคับให้ออม (Forced Saving) และเป็นเงินออมที่โอนจากภาคเอกชนไปสู่ภาครัฐบาล (ดังลูกศรหมายเลข 1 และ 2) ส่วนเงินออมโดยสมัครใจนั้น ส่วนหนึ่งก็เก็บไว้เฉยๆ ส่วนที่สองเคลื่อนย้ายสู่ตลาดการเงินที่ไม่มีการจัดองค์การ และส่วนที่ 3 เคลื่อนย้ายไปสู่ตลาดการเงินที่มีการจัดองค์การ เงินออมโดยสมัครใจสองส่วนแรกนั้นไม่ปรากฏในแผนภาพ

หน่วยเศรษฐกิจในภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจอาจจะนำเงินออมไปฝากไว้กับสถาบันการเงินประเภทต่างๆ ในตลาดเงิน (ดังลูกศรหมายเลข 3 และ 4) หรือนำไปซื้อหลักทรัพย์ในตลาดทุน (ดังลูกศรหมายเลข 9) ตลาดเงินเป็นตลาดเงินทุนระยะสั้นและระยะปานกลาง (ระยะเวลาของการให้กู้ไม่เกิน 5 ปี) สถาบันการเงินประเภทต่างๆ ในตลาดการเงินไม่เพียงแต่จะมีหน้าที่ในการระดมเงินออมเท่านั้น หากทว่ายังมีหน้าที่ในการจัดสรรเงินทุนเพื่อการต่างๆ ด้วย เงินทุนส่วนหนึ่งอาจจัดสรรเป็นสินเชื่อเพื่อการบริโภคให้แก่ภาคครัวเรือน (ดังลูกศรหมายเลข 5) แต่ส่วนสำคัญจะจัดสรรเพื่อการลงทุนในอุตสาหกรรมต่างๆ ให้แก่ภาคธุรกิจ (ดังลูกศรหมายเลข 6) การจัดสรรเงินทุนโดยตลาดเงินนั้น โดยทั่วไปอาศัยการทำงานของกลไกราคาเป็นสำคัญ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ สถาบันการเงินประเภทต่างๆ จะพิจารณาให้เงินกู้แก่กิจการที่มีอัตราผลตอบแทนหรืออัตรากำไร (Private Rate of Return) สูง มีภาระการเสี่ยงต่ำ และสภาพการณ์ในอนาคตแจ่มใส โดยที่กิจการที่ให้กำไรสูงนั้นอาจจะมีใช้กิจการที่มีประโยชน์แก่สังคมมากก็ได้ แม้ว่าสถาบันการเงินประเภทต่างๆ จะจัดสรรเงินให้กู้แก่หน่วยเศรษฐกิจในภาคเอกชนเป็นส่วนใหญ่ แต่จะมีเงินทุนส่วนหนึ่งใช้ไปในการซื้อหลักทรัพย์รัฐบาล ไม่ว่าจะเป็นพันธบัตรหรือตั๋วเงินคลัง (ดังลูกศรหมายเลข 11 และ 13) ดังนั้น เงินออมโดยสมัครใจของประชาชนส่วนหนึ่งจะเคลื่อนย้ายไปสู่ภาครัฐบาล ประชาชนที่นำเงินออมไปฝากไว้กับสถาบันการเงินประเภทต่างๆ จะได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย ในปัจจุบัน ธนาคารพาณิชย์เป็นสถาบันการเงินที่มีบทบาทในการระดมเงินออมที่สำคัญที่สุด ประมาณมากกว่าร้อยละ 70 ของเงินออมในตลาดการเงินที่มีการจัดองค์การอยู่ในธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินที่มีความสำคัญรองลงมาคือบริษัทเงินทุน ซึ่งขยายตัวอย่างรวดเร็ว นับตั้งแต่ปี 2517 เป็นต้นมา (ดูตารางที่ 1)

## ตารางที่ 1

เงินออมของประชาชนในสถาบันการเงินประเภทต่าง ๆ

2506-2520

ประเภทของ สถาบันการเงิน	เฉลี่ย 2506-2516 %	2518		2519		2520	
		จำนวน	%	จำนวน	%	จำนวน	%
1. ธนาคารพาณิชย์	72.2	86,558.5	71.5	106,418.1	73.2	131,079.9	73.9
2. ธนาคารออมสิน	20.2	12,021.5	9.9	13,314.4	9.2	13,550.0	7.6
3. บริษัทเงินทุนและ หลักทรัพย์	2.5	17,519.7	14.5	18,226.4	12.5	22,331.9	12.6
4. บริษัทประกันภัย	3.5	1,885.1	1.5	2,198.4	1.5	2,973.4	1.7
5. สหกรณ์ออมทรัพย์	1.9	73.1	0.1	96.7	0.1	122.3	0.1
6. สหกรณ์การเกษตร	1.3	6.7	0.0	68.3	0.1	125.7	0.1
7. ธนาคารเพื่อการเกษตร	0.2	2,845.4	2.3	4,523.1	3.1	6,286.1	3.5
8. ธนาคารอาคารสงเคราะห์	-	218.9	0.2	431.0	0.3	1,010.8	0.6
รวม	100.0	121,128.9	100.0	145,276.4	100.0	177,480.1	100.0

- หมายเหตุ**
1. สถาบันการเงินที่ปรากฏในตารางนี้ มิได้รวมบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (IFCT) สำนักงานธนกิจอุตสาหกรรมขนาดเล็ก (SIFO) เครดิต ฟองซีเยร์ (caedit foncier) และโรงรับจำนำ
  2. ตัวเลขของบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ระหว่างปี 2506-2516 เป็นตัวเลขเฉลี่ยเฉพาะระหว่างปี 2512-2516

- ที่มา :**
1. สถิติ 2506-2516 ได้จาก *วิจัย มาระกานนท์ (2520)*
  2. สถิติ 2518-2520 จากธนาคารแห่งประเทศไทย

ตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดเงินทุนระยะยาว (ระยะเวลาการให้กู้ตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป) วิสาหกิจเอกชนหรือรัฐบาลอาจหาเงินสำหรับการใช้จ่ายด้วยการออกหลักทรัพย์ประเภทต่างๆเสนอขายในตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์ (ดังลูกศรหมายเลข 8 และ 14 ตามลำดับ) ประชาชนอาจนำเงินออมไปซื้อหลักทรัพย์ (ดังลูกศรหมายเลข 9 และ 12) ผู้ที่ซื้อหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มิได้มีเฉพาะแต่หน่วยเศรษฐกิจในภาคครัวเรือนเท่านั้น หน่วยเศรษฐกิจในภาคธุรกิจก็เป็นผู้ซื้อด้วย (มิได้แสดงลูกศรไว้ในแผนภาพที่ 2) ผลตอบแทนที่ได้ อาจจะเป็นดอกเบี้ย และ/หรือเงิน

ปีนผล ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ที่ซื้อ การจัดสรรเงินทุนในตลาดทุนก็ดูจดังตลาดเงินที่พึงพิงการทำงานของกลไกราคาเป็นสำคัญ

## 2. นโยบายของรัฐเกี่ยวกับการเงินธุรกิจ

วิสาหกิจเอกชนมีแหล่งเงินทุนที่สำคัญอยู่ 2 แหล่ง คือ แหล่งเงินทุนภายในวิสาหกิจ (Internal Finance) และแหล่งเงินทุนภายนอกวิสาหกิจ (External Finance)

แหล่งเงินทุนภายในหน่วยผลิตที่สำคัญได้จากกำไรที่มีได้จัดสรรเป็นเงินปีนผล (Undistributed Profits) หรือกำไรที่กั้นไว้ลงทุนต่อ (Retained Profits) และเงินทุนสำรองค่าเสื่อมราคา (Depreciation Provisions) กำไรที่กั้นไว้ลงทุนต่อ (RP) หมายถึงส่วนแตกต่างระหว่างกำไรจากการประกอบการ (Operating Profits = OP) กับกำไรที่จ่ายเป็นเงินปีนผลให้ผู้ถือหุ้น (Distributed Profits = DP)

$$RP = OP - DP$$

ดังนั้น กำไรที่กั้นไว้ลงทุนต่อจะมีจำนวนมากน้อยเพียงใด ย่อมขึ้นอยู่กับกำไรจากการประกอบการที่สะสมมาตั้งแต่อดีต และนโยบายการจ่ายเงินปีนผล (Dividend Policy) ของหน่วยผลิต หน่วยผลิตที่ต้องการเงินทุนสำหรับการขยายกิจการอาจจำเป็นต้องจ่ายเงินปีนผลในอัตราต่ำ ทั้งนี้เพื่อให้กำไรที่กั้นไว้ลงทุนต่อมีจำนวนมากพอแก่การขยายขนาดของการประกอบการ แต่ขณะเดียวกันนั้น นโยบายการจ่ายเงินปีนผลดังกล่าวนี้จะมีผลกระทบต่อความสามารถของหน่วยผลิตในการระดมทุนจากแหล่งภายนอกหน่วยผลิตในอนาคตด้วย หากหน่วยผลิตมีประวัติไม่สู้ดีในการจ่ายเงินปีนผล ผู้ถือหุ้นอาจพากันขายหุ้น ซึ่งเป็นเหตุให้ราคาหุ้นของหน่วยผลิตตกต่ำลง ไม่เพียงแต่เท่านั้น การระดมทุนจากแหล่งภายนอกหน่วยผลิต ไม่ว่าจะโดยการออกหุ้นหรือหลักทรัพย์อื่นๆ เพื่อขายในตลาดทุนก็ดี หรือด้วยการกู้จากสถาบันการเงินประเภทต่างๆ ในตลาดเงินก็ดี จะเป็นไปได้ด้วยความยากลำบาก หรือมีฉะนั้นจะต้องเสียด้นทุนสูงกว่าที่ควรจะเป็น

หน่วยผลิตที่มีระบบการเงินการบัญชีที่ถูกต้องมักจะมีการสำรองเงินทุนค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ประเภททุน (Capital Goods) ที่หน่วยผลิตนั้นมีอยู่ ไม่ว่าจะ เป็นอาคาร เครื่องจักร และครุภัณฑ์ประเภทต่างๆ เงินทุนสำรองค่าเสื่อมราคาดังกล่าวนี้สามารถนำไปใช้จ่ายซื้อสินทรัพย์ประเภททุนทดแทนสิ่งที่เสื่อมสภาพได้ (Replacement Investment) อย่างไรก็ตาม ในบรรดาเงินทุนที่มีอยู่ภายในหน่วยผลิต กำไรที่มีได้จัดสรรเป็นเงินปีนผลนับเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุด

หากเงินทุนภายในหน่วยผลิตมีไม่มากพอแก่การขยายกิจการ หน่วยผลิตอาจจะหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกได้ด้วยการขอเงินจากตลาดเงินที่ไม่มีการจัดองค์การ (เช่น การเป็ยแซร์ การกู้ยืมเงินจากญาติมิตร ฯลฯ) หรือด้วยการหาเงินจากตลาดการเงินที่มีการจัดองค์การ ไม่ว่าจะ เป็น

การกู้ยืมเงินจากตลาดเงิน (เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน ฯลฯ) หรือระดมเงินจากตลาดทุน โดยการออกหลักทรัพย์ไปขาย หลักทรัพย์ของวิสาหกิจเอกชนอาจจำแนกได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ คือ

(ก) *หลักทรัพย์ที่แสดงความเป็นเจ้าของ (Ownership Securities)* เช่น หุ้นสามัญ (Common Stock) และหุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock)<sup>1</sup>

(ข) *หลักทรัพย์ที่แสดงสภาพแห่งหนี้ (Debt Securities)* เช่น หุ้นกู้ (Debentures) และ พันธบัตรหุ้นกู้ (Corporate Bonds)<sup>2</sup>

ต้นทุนของการหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกหน่วยผลิตจะแตกต่างกันไปตามประเภทของแหล่งเงินทุน ประเภทของหลักทรัพย์ที่ออก และวิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ (*วรรณภาพ วีรวรรณ 2518 : 144-157*)

รัฐบาลในฐานะผู้ดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของประเทศสามารถกำหนดมาตรการที่จะชักนำให้ธุรกิจเอกชนพึ่งพิงเงินทุนจากแหล่งภายในหรือแหล่งภายนอกหน่วยผลิตได้ มาตรการที่สำคัญได้แก่ ภาษีเงินได้นิติบุคคล (Corporate Income Tax) หรือภาษีกำไร (Profit Tax) ขอให้พิจารณาตารางที่ 2 ดังต่อไปนี้

## ตารางที่ 2

การกำหนดอัตราภาษีกำไรสำหรับนโยบายการเงินธุรกิจ

แนวนโยบาย	อัตราภาษีกำไรที่เรียกเก็บจาก	
	กำไรที่จัดสรรเป็นเงินปันผล	กำไรที่กักไว้ลงทุนต่อ
A	สูง	ต่ำ
B	ต่ำ	สูง

<sup>1</sup> แท้ที่จริงนั้น หุ้นบุริมสิทธิมีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ลูกผสม (Hybrid Security) กล่าวคือ เป็นทั้งหลักทรัพย์ที่แสดงความเป็นเจ้าของ และอาจเป็นหลักทรัพย์ที่แสดงสภาพแห่งหนี้ด้วย เพราะไม่เพียงแต่ผู้ที่ถือหุ้นประเภทนี้จะมีสิทธิในการรับเงินปันผลก่อนผู้ถือหุ้นสามัญเท่านั้น หากทว่ายังมีสิทธิได้รับเงินปันผลในอัตราคงที่เสมอ ไม่ว่าบริษัทจะขาดทุนหรือกำไร ในปีที่ขาดทุน บริษัทอาจจะไม่จ่ายเงินปันผล แต่ในปีที่มีกำไรบริษัทจะต้องจ่ายเงินปันผลสะสมแก่ผู้ถือหุ้นประเภทนี้ โดยชดเชยจำนวนเงินปันผลที่มีได้จ่ายในปีที่ขาดทุนด้วย นอกจากนี้ เมื่อบริษัทเลิกกิจการ จะต้องคืนเงินทุนแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิก่อนผู้ถือหุ้นประเภทอื่น ๆ

<sup>2</sup> ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1229-1235 ระบุให้มีหุ้นกู้ได้ แต่มิได้ระบุให้มีพันธบัตรหุ้นกู้



ดังได้กล่าวแล้วว่า กำไรจากการประกอบการของหน่วยผลิตส่วนหนึ่งจะจัดสรรเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น อีกส่วนหนึ่งจะกันไว้เพื่อขยายกิจการของหน่วยผลิต หากโครงสร้างอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลหรือภาษีกำไรมิได้ให้สิ่งจูงใจที่แตกต่างกันในการจ่ายเงินปันผล หรือในการกันกำไรไว้ลงทุนต่อ โครงสร้างดังกล่าวย่อมมีความเป็นกลาง (Neutrality) ต่อการตัดสินใจเลือกใช้แหล่งเงินทุนของหน่วยผลิต อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจะเป็นเครื่องมือสำคัญชิ้นหนึ่งในการส่งเสริมให้หน่วยผลิตพึ่งพิงเงินทุนจากแหล่งหนึ่งแหล่งใดโดยเฉพาะได้ แต่ทั้งนี้โครงสร้างภาษีเงินได้นิติบุคคลจกต้องมีลักษณะเป็นภาษีกำไรที่จำแนกประเภทของกำไร (Differential Profit tax) (รั้งสรรพ ฐนะพรพันธุ์ 2516 : 260-264) กล่าวคือ เรียกเก็บภาษีจากกำไรที่จัดสรรเป็นเงินปันผลกับกำไรที่กันไว้ลงทุนต่อในอัตราที่แตกต่างกัน หากรัฐบาลเลือกแนวนโยบาย A ตามที่ปรากฏในตารางที่ 2 กล่าวคือ เรียกเก็บภาษีจากกำไรที่จัดสรรเป็นเงินปันผลในอัตราสูงกว่ากำไรที่กันไว้ลงทุนต่อ จะมีผลส่งเสริมให้หน่วยผลิตพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายในเป็นสำคัญ ในกรณีปลายสุด รัฐบาลอาจเรียกเก็บภาษีจากกำไรที่จัดสรรเป็นเงินปันผลผลในอัตรา 100% และไม่เก็บภาษีจากกำไรที่กันไว้ลงทุนต่อเลย ในกรณีเช่นนี้หน่วยผลิตย่อมไม่จัดสรรกำไรเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น เพราะจะถูกรัฐบาลเรียกเก็บภาษีไปทั้งหมด ในกรณีตรงกันข้าม หากรัฐบาลเลือกแนวนโยบาย B จะมีผลชักจูงให้หน่วยผลิตพึ่งพิงเงินทุนจากแหล่งภายนอก ในกรณีปลายสุด รัฐบาลอาจไม่เรียกเก็บภาษีจากกำไรที่จัดสรรเป็นเงินปันผลเลย แต่กำไรที่กันไว้ลงทุนต่อจะถูกเก็บภาษีในอัตรา 100% มาตรการดังกล่าวนี้จะทำให้หน่วยผลิตนำกำไรทั้งหมดไปจัดสรรเป็นเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น โดยหวังว่าเงินปันผลเหล่านี้จะกลับคืนสู่ตลาดเงินและ/หรือตลาดทุน ดังนั้น ในที่สุดแล้ว ข้อเสนอสนับสนุนและข้อคัดค้านการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายนอกจึงเป็นการถกเถียงในเรื่องประสิทธิภาพในการจัดสรรเงินทุนของตลาดการเงินที่มีการจัดองค์การ

ผู้ที่สนับสนุนให้ธุรกิจเอกชนพึ่งพิง แหล่งเงินทุนภายในหน่วยผลิต มักจะอ้างเหตุผลที่สำคัญ อย่างน้อย 3 ประการ (Devine 1974 : 365-385) คือ

**ประการแรก** แหล่งเงินทุนภายในหน่วยผลิตเป็นแหล่งเงินทุนที่เสียต้นทุนต่ำกว่าเงินทุนที่ได้จากแหล่งภายนอกหน่วยผลิต การกู้เงินจากตลาดเงินก็ดี และการออกหลักทรัพย์ไปขายในตลาดทุนก็ดี ไม่เพียงแต่จะต้องเสียดอกเบี้ยและ/หรือจ่ายเงินปันผลเท่านั้น หากทว่ายังมีต้นทุนอื่นๆที่ต้องเสียอีกด้วย ไม่ว่าจะเป็นรายจ่ายในการติดต่อขอกู้เงินและ/หรือค่าบริการที่ต้องจ่ายให้แก่บริษัทผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriters) แต่กำไรที่กันไว้ลงทุนต่อนั้นไม่มีรายจ่ายประเภทเหล่านี้

**ประการที่สอง** การใช้มาตรการทางนโยบายเพื่อส่งเสริมให้บริษัทธุรกิจจ่ายเงินปันผลนั้น เงินปันผลที่จ่ายไปอาจมิได้เข้าสู่ตลาดเงินตลาดทุนทั้งหมด ส่วนหนึ่งอาจจะถูกใช้ไปในการบริโภคโดยผู้ถือหุ้นที่ได้รับเงินปันผล ส่วนหนึ่งอาจเคลื่อนย้ายสู่ตลาดการเงินที่ไม่มีการจัด

องค์การ (ตลาดมืด) ผลก็คือ เงินทุนส่วนที่เคลื่อนย้ายสู่ตลาดการเงินที่มีการจัดองค์การจะมีน้อยกว่าที่ควรจะเป็น

*ประการที่สาม* ตลาดเงินและตลาดทุนเป็นตลาดที่ไม่สมบูรณ์ (Imperfect Market) โดยที่พ่อค้าและนายธนาคารเพียงไม่กี่ตระกูลมีอำนาจผูกขาดในตลาดการเงินดังกล่าวนี้ ผลก็คือ กลไกราคาไม่สามารถจัดสรรเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ ในการหาเงินทุนจากตลาดการเงินที่มีการจัดองค์การนั้น หน่วยผลิตขนาดเล็กมีความเสียเปรียบหน่วยผลิตขนาดใหญ่เป็นอันมาก ไม่เพียงแต่จะหาเงินทุนได้ยากกว่าเท่านั้น หากทว่ายังอาจต้องเสียดอกเบี้ยในอัตราสูงกว่าอีกด้วย นโยบายส่งเสริมหรือบีบให้หน่วยผลิตจ่ายเงินปันผลจึงอาจทำให้หน่วยผลิตขนาดเล็กไม่สามารถขยายตัวได้มากเท่าที่ควร เพราะเป็นที่เข้าใจกันว่า หน่วยผลิตขนาดเล็กต้องพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าหน่วยผลิตขนาดใหญ่

ส่วนผู้ที่สนับสนุนให้ธุรกิจเอกชนพึ่งพิงเงินทุนจาก *แหล่งภายนอก* มักจะอ้างเหตุผลที่สำคัญดังต่อไปนี้ คือ (Devine 1974)

*ประการแรก* การใช้เงินทุนจากแหล่งภายในแม้จะเสียต้นทุนต่ำกว่าการใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอก แต่ทำให้ผู้จัดการขาดความสำนึกในด้านต้นทุน (Cost Consciousness) ซึ่งอาจเป็นเหตุให้มีการใช้จ่ายอย่างไม่มีประสิทธิภาพ ในประเด็นนี้มีงานวิจัยหลายชิ้นที่พบว่า อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่อาศัยกำไรเป็นเงินทุนนั้นอยู่ในเกณฑ์ต่ำมาก<sup>3</sup>

*ประการที่สอง* ความสำเร็จในอดีตมิได้เป็นหลักประกันว่าจะมีความสำเร็จในอนาคต บริษัทที่มีกำไรแล้วนำกำไรนั้นไปลงทุนต่อ ไม่มีหลักประกันว่า การลงทุนนั้นจะให้กำไรเหมือนที่เคยได้ในอดีต ในประเด็นนี้มีผู้พบว่า เงินออมของบริษัทหาได้มีความสัมพันธ์อย่างเด่นชัดกับการเจริญเติบโตของบริษัทไม่ กล่าวคือ บริษัทที่มีอัตราการออมสูงหาได้มีอัตราการจำเจริญเติบโตสูงกว่าบริษัทที่มีอัตราการออมต่ำเสมอไปไม่<sup>4</sup>

*ประการที่สาม* เงินทุนจากแหล่งภายนอกบริษัทนั้นต้องผ่านการทดสอบของกลไกตลาด (Test of the Market) ผู้ที่จะให้บริษัทกู้ยืม หรือผู้ที่จะซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทที่ดี ต้องไตร่ตรองแล้วว่า ฐานะของบริษัทมั่นคงและมีอนาคตสดใส แต่เงินทุนจากแหล่งภายในบริษัทมิได้ผ่านการทดสอบของกลไกตลาด จึงอาจทำให้มีการใช้เงินทุนอย่างไม่มีประสิทธิภาพขอให้พิจารณาตัวอย่างในตารางที่ 3 ต่อไปนี้

<sup>3</sup> อาทิเช่น Baumol (1970 : 345-355)

<sup>4</sup> Little (1962) และ Rayner and Little (1966) ดูบทวิจารณ์หนังสือเล่มนี้โดย Reddaway (1967 : 595-598)

### ตารางที่ 3

#### อัตราผลตอบแทน (สมมติ) ของโครงการต่าง ๆ

โครงการ	บริษัท (ก)	บริษัท (ข)
1	40%	8%
2	30%	6%
3	20%	5%
4	10%	2%

สมมติ บริษัท (ก) และบริษัท (ข) ต่างกันกำไรไว้ลงทุนต่อบริษัทละ 2 ล้านบาท เท่ากัน บริษัทหนึ่งๆมีโครงการการลงทุนอยู่ 4 โครงการ โครงการหนึ่งๆต้องใช้เงินทุน 1 ล้านบาท ตามตัวอย่างในตารางที่ 3 บริษัท (ก) ย่อมลงทุนในโครงการที่ให้อัตราผลตอบแทน 40% และ 30% ตามลำดับ และบริษัท (ข) ย่อมลงทุนในโครงการที่ให้อัตราผลตอบแทน 8% และ 6% ตามลำดับ ในกรณีนี้ การใช้เงินทุนเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพ เพราะถ้าหากรัฐบาลอาศัยมาตรการทางการคลังในการดึงเงินออมของบริษัทออกสู่ตลาดการเงิน และให้กลไกตลาดทำหน้าที่จัดสรรเงินทุน การใช้ทุนจะมีประสิทธิภาพมากขึ้น เพราะในกรณีเช่นนี้ กลไกตลาดย่อมจัดสรรเงินออมทั้งหมด 4 ล้านบาทให้แก่บริษัท (ก) ทั้งนี้เนื่องจากโครงการที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำสุดของบริษัท (ก) ยังให้ผลตอบแทนสูงกว่าโครงการที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุดของบริษัท (ข) เสียอีก (10% เทียบกับ 8%) (Balogh 1950 : 528-533) อย่างไรก็ตาม ผู้ที่ไม่เห็นด้วยกับนโยบายการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายนอก หน่วยผลิตมักจะชี้ให้เห็นว่า กลไกราคาจะสามารถจัดสรรทรัพยากรไปในทางที่ทำให้สังคมได้รับสวัสดิการสูงสุด (Social Welfare Maximization) ก็ต่อเมื่อภาคเศรษฐกิจทุกภาคและอุตสาหกรรมทุกอุตสาหกรรมจำเป็นต้องมีการแข่งขันที่สมบูรณ์ (Perfect Competition) เป็นอย่างน้อย ในโลกแห่งความเป็นจริงซึ่งมีการแข่งขันที่ไม่สมบูรณ์ การจัดสรรเงินทุนโดยอาศัยกลไกราคา ซึ่งโดยหลักการจะจัดสรรให้แก่งานที่ทำกำไรมากนั้น มิได้ให้หลักประกันว่าจะทำให้สังคมได้รับประโยชน์สูงสุด เพราะกิจการที่ให้กำไรสูงนั้นอาจจะมิใช่กิจการที่เป็นประโยชน์ต่อสังคมเสมอไป

กล่าวโดยสรุปแล้ว ข้อถกเถียงทางทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายการส่งเสริมให้วิสาหกิจเอกชนพึ่งพิงเงินทุนจากแหล่งภายในหรือแหล่งภายนอกนั้นยังไม่มีข้อยุติเด็ดขาด ดังนั้นจึงขึ้นอยู่กับพิจารณาของผู้ที่ทำหน้าที่กำหนดนโยบายเศรษฐกิจ

ในกรณีของไทยนั้น การที่รัฐบาลมีนโยบายพัฒนาตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์ โดยเด่นชัดมาตั้งแต่ปี 2517 โดยหลักการแล้วก็เท่ากับว่า รัฐบาลมีนโยบายที่จะส่งเสริมให้วิสาหกิจเอกชนพึ่งพิงเงินทุนจากแหล่งภายนอกมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาโครงสร้างภาษีอากรที่เป็น

อยู่ในขณะนี้ มีมาตรการบางประการที่ก่อผลขัดแย้งกับเป้าหมายดังกล่าวนี้ แม้ว่าภาษีเงินได้นิติบุคคลที่เก็บในปัจจุบันจะมีได้เรียกเก็บในอัตราที่แตกต่างกันระหว่างกำไรที่จัดสรรเป็นเงินปันผลกับกำไรที่กั้นไว้ลงทุนต่อก็ตาม แต่ก็อาจนับได้ว่า ภาษีเงินได้นิติบุคคลมีลักษณะเป็นภาษีกำไรที่มีการจำแนกประเภทของกำไรในรูปแฝง กล่าวคือ เมื่อนิติบุคคลมีกำไรสุทธิจากการประกอบการจะต้องนำส่วนหนึ่งของกำไรสุทธินั้นไปชำระภาษีเงินได้นิติบุคคล ไม่ว่ากำไรสุทธินั้นจะได้จัดสรรเป็นเงินปันผลหรือไม่ กำไรสุทธิที่จัดสรรเป็นเงินปันผล หากตกแก่บุคคลธรรมดาที่ต้องเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาอีกชั้นหนึ่ง หากตกแก่นิติบุคคลก็ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลอีกชั้นหนึ่งเช่นกัน (ทั้งนี้ยกเว้นนิติบุคคลที่เป็นบริษัทจดทะเบียนตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2517 ซึ่งมีเงินได้ประเภทเงินปันผลไม่เกินร้อยละ 15 ของเงินได้ก่อนหักรายจ่ายเงินปันผลที่ได้รับไม่ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลอีกครั้ง)<sup>5</sup> ส่วนกำไรสุทธิที่มีได้จัดสรรเป็นเงินปันผลไม่ต้องเสียภาษีซ้ำสองครั้ง

#### ตารางที่ 4

การเรียกเก็บภาษีเงินได้จากกำไรสุทธิในโครงสร้างภาษีปัจจุบัน

ประเภทของกำไรสุทธิ	ภาษีเงินได้นิติบุคคล	ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา
กำไรสุทธิที่กั้นไว้ลงทุนต่อ	เสีย	ไม่เสีย
กำไรสุทธิที่จ่ายเป็นเงินปันผล	เสีย	เสีย

ดังนั้น จะเห็นได้ว่า โครงสร้างภาษีเงินได้ในปัจจุบันมีผลในการส่งเสริมให้นิติบุคคลกั้นกำไรไว้ลงทุนต่อ และ/หรือหลบเลี่ยงการเสียภาษีด้วยการเพิ่มรายการรายจ่าย ทั้งที่มีได้มีการใช้

<sup>5</sup> ทั้งนี้ตามมาตรา 65 ทวิ (10) แห่งประมวลรัษฎากร แก้ไขเพิ่มเติมโดย พ.ร.บ. แก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร พ.ศ.2517 ซึ่งกล่าวว่า

“สำหรับบริษัทจำกัดที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย และไม่เข้าลักษณะตามมาตรา 75 ให้นำเงินปันผลที่ได้จากบริษัทที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทยมารวมคำนวณเป็นรายได้เพียงกึ่งหนึ่งของจำนวนที่ได้ เว้นแต่บริษัทจดทะเบียนไม่ต้องนำเงินปันผลที่ได้จากบริษัทที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย หรือที่ได้จากบริษัทจดทะเบียน หรือจากกองทุนรวมมารวมคำนวณเป็นรายได้

ความในวรรคหนึ่ง มิให้ใช้บังคับในกรณีที่บริษัทจำกัดตามวรรคหนึ่ง และบริษัทจดทะเบียนมีเงินใช้ที่เป็นเงินปันผลเป็นจำนวนเกินกว่าร้อยละ 15 ของเงินได้ก่อนหักรายจ่ายทั้งสิ้นในรอบระยะเวลาบัญชี”

จ่ายจริง มาตรการทางนโยบายของรัฐบาลในปัจจุบันจึงก่อผลขัดแย้งซึ่งกันและกัน เพราะในด้านหนึ่ง นั้น รัฐบาลพยายามพัฒนาตลาดทุนโดยให้วิสาหกิจเอกชนพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายนอกมากขึ้น แต่ ในอีกด้านหนึ่ง กลับมีมาตรการในการส่งเสริมให้วิสาหกิจเอกชนพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายใน

### 3. นโยบายของรัฐเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดทุนมีบทบาทสำคัญอย่างน้อย 2 ประการ กล่าวคือ

*ประการแรก* มีบทบาทในการระดมเงินออมโดยสมัครใจจากประชาชน ตลาดหลักทรัพย์จะมีบทบาทในการเพิ่มเงินออมรวมในระบบเศรษฐกิจ (Aggregate Savings) ก็ต่อเมื่อ หลักทรัพย์ที่เสนอขายในตลาดดังกล่าวมีสิ่งจูงใจทางเศรษฐกิจมากพอที่จะทำให้ประชาชนลดการบริโภคฟุ่มเฟือย แล้วนำเงินที่เคยใช้จ่ายอย่างฟุ่มเฟือยมาซื้อหลักทรัพย์ หากประชาชนถอนเงินจากสถาบันการเงิน หรือนำเงินที่เคยให้กู้ในตลาดมีดมาใช้ซื้อหลักทรัพย์ ในกรณีเช่นนี้ เงินออมรวมในระบบเศรษฐกิจจะไม่เพิ่มขึ้น เพราะเป็นเพียงการเปลี่ยนแปลงรูปแบบในการถือเงินออม (Pattern of Savings) เท่านั้น อย่างไรก็ตาม เป็นที่ยอมรับกันทั่วไปว่า การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์จะมีผลต่อการเคลื่อนย้ายเงินออม ทั้งจากตลาดเงินที่มีการจัดองค์การและตลาดการเงินที่ไม่มีการจัดองค์การ

*ประการที่สอง* ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทในการจัดสรรเงินทุนระยะยาวให้แก่ผู้ต้องการลงทุน ตลาดหลักทรัพย์อาจจำแนกได้เป็น 2 ประเภท (ดูแผนภาพที่ 1) คือ

(ก) ตลาดหลักทรัพย์เบื้องต้น (Primary Security Market) หมายถึง ตลาดที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ (New Issue Market) วิสาหกิจเอกชนที่ต้องการเงินทุนเพื่อขยายกิจการ จะออกหลักทรัพย์ชนิดใหม่เพื่อเสนอขายในตลาดดังกล่าวนี้

(ข) ตลาดหลักทรัพย์รอง (Secondary Security Market) หมายถึงตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว (Security-Trading Market)

บทบาทในการจัดสรรเงินทุนให้แก่วิสาหกิจเอกชน โดยพื้นฐานแล้วเป็นบทบาทของตลาดหลักทรัพย์เบื้องต้น ตลาดหลักทรัพย์รองจะไม่มีบทบาทในเรื่องนี้ เพราะการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีอยู่แล้วนั้นเป็นเพียงการเปลี่ยนสภาพความเป็นเจ้าของในหลักทรัพย์นั้นเท่านั้น การที่หุ้นสามัญของบริษัทหนึ่งเปลี่ยนมือจากบุคคลหนึ่งไปยังบุคคลหนึ่งไม่เป็นเหตุให้เงินทุนของบริษัทเพิ่มขึ้น หากบริษัทต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้น บริษัทย่อมมีทางเลือกในการขายจำนวนหุ้น แล้วนำหุ้นใหม่ที้ออกไปเสนอขายในตลาดหลักทรัพย์เบื้องต้น เมื่อมีผู้ซื้อหุ้นใหม่ของบริษัท บริษัทก็จะได้เงินทุนเพิ่มขึ้น ถ้าผู้ถือหุ้นไม่พอใจที่จะถือหุ้นในเวลาต่อมาก็อาจนำหุ้นนั้นไปขายในตลาดหลักทรัพย์รองได้ การขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยโดยทั่วไปเป็นการขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์รอง ส่วนตลาดหลักทรัพย์เบื้องต้นไม่ได้รับการขยายตัวมากนัก ปรากฏว่าที่ตลาดหลักทรัพย์เบื้องต้นยังไม่พัฒนาเท่าที่ควร วิสาหกิจเอกชนย่อมหาเงินทุนจากตลาดหลักทรัพย์ได้ด้วยความยากลำบาก

ความพยายามที่จะพัฒนาตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดทุนมีมาตั้งแต่ทศวรรษที่แล้ว โดยธนาคารแห่งประเทศไทยได้ว่าจ้างศาสตราจารย์ซิดนีย์ 롭บินส์ แห่งมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย มาเป็นผู้เชี่ยวชาญวางแผนการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยระหว่างปี 2512-2513 รายงานของ ศาสตราจารย์롭บินส์ ศึกษาปัญหา อุปสรรค และข้อเสนอแนะทางนโยบายในการพัฒนาตลาดทุน ไว้อย่างรอบคอบ (Robbins 1970) ข้อเสนอแนะเหล่านี้อาจประมวลสรุปเป็นมาตรการทางนโยบายได้ อย่างน้อย 4 มาตรการ คือ (ศุกรีย์ แก้วเจริญ 2514)

(1) การก่อตั้งสถานปรัวรรตหลักทรัพย์ (Stock Exchange) สำหรับเป็นศูนย์กลาง การซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ เพื่อให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่องและทำให้ผู้ขาย หลักทรัพย์สามารถซื้อและขายได้ในราคาที่ยุติธรรมตามภาวะการณ์ตลาด

(2) การควบคุมสถาบันการเงินประเภทต่างๆ เพื่อให้มีการดำเนินงานที่ดีและ สอดคล้องกับนโยบายการเงินของประเทศ รวมทั้งการให้ความคุ้มครองประโยชน์ของประชาชน หากสถาบันการเงินต่างๆ ไม่มีฐานะที่มั่นคงจนเป็นที่เชื่อถือของประชาชน สถาบันการเงินเหล่านี้ จะไม่สามารถมีบทบาทในการระดมเงินออมของประชาชนอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อ การพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนอีกทอดหนึ่ง

(3) การจัดสรรสิ่งจูงใจทางด้านภาษีอากร (Tax Incentives) เพื่อส่งเสริมให้อุปสงค์ และอุปทานของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ตลาดทุนจะไม่สามารถพัฒนาได้อย่างเต็มที่หากอุปทานของ หลักทรัพย์มีไม่เพียงพอแก่ความต้องการของประชาชน และ/หรืออุปสงค์ของประชาชนที่มีต่อ หลักทรัพย์ประเภทต่างๆ มีน้อยเกินกว่าที่วิสาหกิจเอกชนจะสามารถระดมเงินทุนจากแหล่งภายนอก บริษัทไปใช้ในการลงทุนได้อย่างพอเพียง

(4) การส่งเสริมให้มีการจัดตั้งบริษัทมหาชน เพื่อก่อให้เกิดอุปทานของหลักทรัพย์ เพิ่มขึ้น และการออกกฎหมายบริษัทมหาชน (Public Company) เพื่อให้บริษัทมหาชนมีการดำเนินงานในแนวทางที่พึงปรารถนา

ในการดำเนินการเพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่กำหนดไว้ ได้มีการประกาศใช้มาตรการ ต่างๆ มาเป็นลำดับ โดยเฉพาะอย่างยิ่งมาตรการตามข้อ (1) (2) และ (3)<sup>6</sup> กล่าวคือ ในเดือนพฤษภาคม 2517 มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2517<sup>7</sup> จึงเป็นอันว่า มาตรการตามข้อ (1) ดำเนินการลุล่วงไปแล้ว ส่วนมาตรการตามข้อ (2)

<sup>6</sup> ในปี 2520 มีการนำร่างพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนเข้าสู่สภานิติบัญญัติ แต่ได้รับการคัดค้านจากกลุ่ม นายทุนในสาระสำคัญบางเรื่อง จนเป็นที่เข้าใจกันว่า หากร่างพระราชบัญญัตินี้มีผลบังคับใช้ คงจะมีผลในการ ส่งเสริมให้มีบริษัทมหาชนไม่มากนัก

<sup>7</sup> สาระสำคัญของพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตัวพระราชบัญญัติ ดู ธนาคารแห่ง ประเทศไทย (2517 : 24-30, 57-69)

นั้น มีการประกาศใช้ประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 58 ว่าด้วยการควบคุมกิจการค้าขายอันกระทบถึงความปลอดภัยหรือผาสุกแห่งสาธารณชน เมื่อวันที่ 26 มกราคม 2515 กำหนดประเภทของกิจการที่ต้องขออนุญาตในการประกอบ การ เพื่อประโยชน์ในการกำกับดูแลสถาบันต่างๆในตลาดเงินและตลาดทุน กระทรวงการคลังอาศัยอำนาจตามประกาศคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 58/2515 ในการควบคุมธุรกิจเงินทุน และธุรกิจหลักทรัพย์ ด้วยการออกระเบียบดังต่อไปนี้

#### (1) เงินทุน

- 1.1 ประกาศกระทรวงการคลัง เรื่องกำหนดกิจการที่ต้องขออนุญาตตามข้อ 5 (7) แห่งประกาศของคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 58 ลงวันที่ 19 กันยายน 2515
- 1.2 ประกาศกระทรวงการคลัง เรื่องกำหนดเงื่อนไขในการอนุญาตให้ประกอบกิจการที่ต้องขออนุญาต ตามข้อ 5 (7) แห่งประกาศของคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 58 ลงวันที่ 19 กันยายน 2515 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยประกาศกระทรวงการคลัง ลงวันที่ 30 มกราคม 2521
- 1.3 ประกาศกระทรวงการคลังว่าด้วยธุรกิจเงินทุน (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 4 กุมภาพันธ์ 2518

#### (2) ธุรกิจหลักทรัพย์

- 2.1 ประกาศกระทรวงการคลัง เรื่องกำหนดกิจการที่ต้องขออนุญาตตามข้อ 5 (8) แห่งประกาศคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 58 ลงวันที่ 19 กันยายน 2515
- 2.2 ประกาศกระทรวงการคลัง เรื่องกำหนดเงื่อนไขในการอนุญาตให้ประกอบกิจการที่ต้องขออนุญาตตามข้อ 5 (8) แห่งประกาศคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 58 ลงวันที่ 19 กันยายน 2515 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยประกาศกระทรวงการคลัง ลงวันที่ 30 มกราคม 2521
- 2.3 ประกาศกระทรวงการคลัง ว่าด้วยธุรกิจหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 4 กุมภาพันธ์ 2518

สำหรับการจัดสรรสิ่งจูงใจทางด้านภาษีอากรเพื่อกระตุ้นให้อุปสงค์ในการซื้อหลักทรัพย์ และอุปทานของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นนั้น ปรากฏอยู่ในกฎหมาย 2 ฉบับ คือ

- (ก) พระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร (ฉบับที่ 21) พ.ศ. 2517
- (ข) ประกาศคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 10/2520 (ลงวันที่ 7 พฤศจิกายน 2520)

### 3.1 การจัดสรรสิ่งจูงใจด้านภาษีอากรเพื่อกระตุ้นให้อุปสงค์ในการซื้อหลักทรัพย์มากขึ้น

ดังได้กล่าวแล้วว่า หากอุปสงค์ในการซื้อหลักทรัพย์ไม่มากพอ ความพยายามในการหาเงินทุนเพื่อดำเนินธุรกิจและขยายการลงทุนจากแหล่งภายนอกหน่วยธุรกิจ (External Finance) ด้วยการออกหลักทรัพย์ไปขายในตลาดทุน ย่อมไม่สัมฤทธิ์ผลเท่าที่ควร ดังนั้น รัฐบาลจึงต้องใช้มาตรการบางประการในการกระตุ้นให้อุปสงค์ดังกล่าวมีมากขึ้น มาตรการที่สำคัญได้แก่ การยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับเงินได้อันเนื่องมาแต่ตลาดหลักทรัพย์ และการหักค่าลดหย่อนจากเงินได้ประเภทเงินปันผลและส่วนแบ่งของกำไร

#### (ก) การยกเว้นเงินได้บุคคลธรรมดา สำหรับเงินได้อันเนื่องมาแต่ตลาดหลักทรัพย์

โดยผลของพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร (ฉบับที่ 21) พ.ศ. 2517 ได้เพิ่มเติมประเภทเงินได้พึงประเมินที่ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ตามมาตรา 42 แห่งประมวลรัษฎากร ดังนี้

- มาตรา 42 (21) ประโยชน์ที่ได้รับจากการจำหน่ายตั๋วเงิน หรือตราสารแสดงสิทธิในหนี้ตามมาตรา 40 (5) (ก) ซึ่งบริษัทเงินทุนเป็นผู้ออกและผู้รับมิใช่เป็นผู้ทรงคนแรก
- มาตรา 42 (22) เงินได้จากการขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- มาตรา 42 (23) เงินได้จากการขายหน่วยลงทุนในกองทุนรวม
- มาตรา 42 (24) เงินได้ของกองทุนรวม

ต่อมาประกาศคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 10/2520 แก้ไขมาตรา 42 (22) เป็นว่า

- มาตรา 42 (22) เงินได้จากการขายหรือโอน โดยมีค่าตอบแทนซึ่งหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะที่ได้ขายหรือโอนภายหลังจากเดือน นับแต่วันที่ได้หลักทรัพย์นั้น<sup>8</sup>

ข้อพึงสังเกตเกี่ยวกับการใช้มาตรการเหล่านี้มีอยู่อย่างน้อย 3 ประการ คือ

- (1) มาตรการเหล่านี้ล้วนแล้วแต่ต้องการส่งเสริมให้ตลาดหลักทรัพย์รอง (Secondary Security Market) หรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Market) ขยายตัวทั้งสิ้น แต่ตลาดหลักทรัพย์จะสามารถมีบทบาทสำคัญในการระดมเงินออมเพื่อการลงทุนในด้านธุรกิจต่างๆ ได้ ก็ต้องมีมาตรการที่จะส่งเสริมให้ตลาดหลักทรัพย์เบื้องต้น (Primary Security Market) ขยายตัว

<sup>8</sup> เงินได้จากขายหรือโอนหลักทรัพย์ก่อนวันที่ 30 เมษายน 2521 ยังคงได้รับยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา และนับตั้งแต่วันที่ 1 พฤษภาคม 2521 เป็นต้นไป เงินได้จากการขายหรือโอนหลักทรัพย์ที่ได้มาเกินกว่า 6 เดือนแล้วเท่านั้น ที่ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ส่วนที่ได้มาไม่เกิน 6 เดือนมิได้รับยกเว้น



(2) การยกเว้นภาษีเงินได้สำหรับเงินได้ประเภทต่างๆดังกล่าวข้างต้น ในด้านหนึ่ง จะมีผลส่งเสริมให้อุปทานของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์รองเพิ่มขึ้น และในอีกด้านหนึ่ง จะทำให้อุปสงค์ในการซื้อหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์รองเพิ่มขึ้นด้วย

(3) การที่มีการจัดเก็บภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากเงินได้จากการขายหรือโอนหลักทรัพย์ เฉพาะที่ขายหรือโอนภายในหกเดือนนับแต่วันที่ได้หลักทรัพย์นั้น ตามประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 10/2520 มีผลเสมือนหนึ่งการจัดเก็บภาษีจากมูลค่าเพิ่มของทรัพย์สินหรือส่วนเกินของทุน (Capital Gains Tax) มาตรการดังกล่าวนี้มีประโยชน์อย่างน้อย 2 ประการแรก ช่วยลดการเก็งกำไรในการซื้อขายหลักทรัพย์ และในประการที่สอง ช่วยให้โครงสร้างของระบบภาษีอากรมีความเป็นธรรมมากขึ้น แม้จะไม่มากนักก็ตาม

#### (ข) การหักค่าลดหย่อนจากเงินได้ประเภทเงินปันผลและส่วนแบ่งของกำไร

ดังได้กล่าวแล้วว่า เงินได้ประเภทเงินปันผลหรือส่วนแบ่งของกำไร จำต้องเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา โดยกฎหมายได้กำหนดอัตราค่าลดหย่อนที่อนุญาตให้หักได้ ก่อนที่จะคำนวณภาษีที่ต้องเสีย ในเรื่องนี้ กฎหมายได้กำหนดเงินปันผลขั้นต่ำที่ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาไว้แตกต่างกัน ทั้งโครงสร้างอัตราค่าลดหย่อนก็แตกต่างกันด้วยสำหรับนิติบุคคลต่างประเภทกัน ดังจะเห็นได้จากตารางที่ 5 และ 6 ว่า

(1) เงินปันผลหรือส่วนแบ่งกำไรที่ได้จากนิติบุคคลที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนหากไม่เกิน 5,000 บาท ได้รับยกเว้นไม่ต้องเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา แต่เงินปันผลขั้นต่ำที่ได้จากบริษัทจดทะเบียนโดยไม่ต้องเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสูงกว่ากรณีของนิติบุคคลที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนถึงสองเท่า ทั้งโครงสร้างอัตราค่าลดหย่อนในกรณีที่เป็นเงินปันผลจากบริษัทจดทะเบียนก็มีสิ่งจูงใจมากกว่าด้วย มาตรการดังกล่าวนี้จึงมีจุดมุ่งหมายที่จะกระตุ้นให้มีอุปสงค์ในการถือหลักทรัพย์หรือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนมากขึ้น

(2) ประกาศคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 10/2520 พัฒนามาตรการดังกล่าวนี้มาอีกขั้นหนึ่ง โดยกำหนดระดับเงินปันผลขั้นสูงที่อนุญาตให้หักค่าลดหย่อน กล่าวคือ ไม่เกิน 200,000 บาทสำหรับเงินปันผลจากนิติบุคคลที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน และไม่เกิน 400,000 บาทสำหรับเงินปันผลจากบริษัทจดทะเบียน

### ตารางที่ 5

อัตราค่าลดหย่อนสำหรับเงินปันผล หรือส่วนแบ่งกำไรจากนิติบุคคล  
ที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

พ.ร.บ.แก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร 2517		ประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 10/2520	
เงินปันผลหรือ ส่วนแบ่งกำไร (บาท)	ค่าลดหย่อน	เงินปันผลหรือ ส่วนแบ่งกำไร (บาท)	ค่าลดหย่อน
0 – 5,000	100%	0-5,000	100%
มากกว่า 5,000	20% (ถึงสิ้นปี 2518) 15% (ตั้งแต่ปี 2519)	5,001 – 200,000	15%
		ส่วนที่มากกว่า 200,000	0%

### ตารางที่ 6

อัตราค่าลดหย่อนสำหรับเงินปันผลหรือส่วนแบ่งกำไร  
จากบริษัทจดทะเบียน

พ.ร.บ.แก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร 2517		ประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 10/2520	
เงินปันผลหรือ ส่วนแบ่งกำไร (บาท)	ค่าลดหย่อน	เงินปันผลหรือ ส่วนแบ่งกำไร (บาท)	ค่าลดหย่อน
0 – 10,000	100%	0-10,000	100%
มากกว่า 10,000	30%	10,001 – 400,000	30%
		ส่วนที่มากกว่า 400,000	0%

### 3.2 การจัดสรรสิ่งจูงใจทางด้านภาษีอากรเพื่อกระตุ้นให้อุปทานของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น

มาตรการในเรื่องนี้ส่วนใหญ่เป็นเรื่องภาษีเงินได้นิติบุคคล ซึ่งอาจจะจำแนกเป็น  
มาตรการย่อยได้ 2 มาตรการ คือ การกำหนดอัตราค่าลดหย่อนเงินได้ประเภทเงินปันผล และการ  
กำหนดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล

### (ก) การกำหนดอัตราค่าลดหย่อนเงินได้ประเภทเงินปันผล

ภาษีเงินได้นิติบุคคลเก็บจากกำไรสุทธิเป็นฐาน และกำไรสุทธิก็คือ ส่วนแตกต่างระหว่างรายได้กับรายจ่าย เงินปันผลที่นิติบุคคลได้รับมาถือเป็นรายได้ประเภทหนึ่ง ซึ่งต้องนำมาคำนวณเพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล และในการคำนวณรายได้นั้น กฎหมายอนุญาตให้หักค่าลดหย่อนจากเงินได้ประเภทเงินปันผลตามมาตรา 65 ทวิ (10) แห่งประมวลรัษฎากร แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร (ฉบับที่ 12) พ.ศ. 2517 ซึ่งบัญญัติไว้ว่า (ไฟจิตรโรจนวานิช 2517)

(1) บริษัทจำกัดที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย และไม่ใช่วิษัทที่มีบุคคลคนเดียวถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 50 ของทุนทั้งหมด (ซึ่งถ้าเป็นเช่นนั้น จะต้องเสียภาษีเงินได้ส่วนบุคคลธรรมดา ตามมาตรา 75 แห่งประมวลรัษฎากร) ถ้ามีเงินได้ประเภทเงินปันผล ให้ลดหย่อนเงินปันผลลงกึ่งหนึ่ง ในการคำนวณรายได้เพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล (ดูตารางที่ 7)

(2) บริษัทจดทะเบียนตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 หากมีเงินได้ประเภทเงินปันผล ไม่ต้องนำมาคำนวณเป็นรายได้เลย เงินปันผลดังกล่าวนี้รวมทั้งที่ได้จากบริษัทจดทะเบียนอื่น และจากกองทุนรวม (Mutual Fund) ด้วย บริษัทจดทะเบียนในข้อนี้จะต้องไม่เข้าลักษณะเป็นบริษัทที่บุคคลเดียวถือหุ้นเกินกว่า 50% ของทุนทั้งหมดด้วย (ดูตารางที่ 7)

(3) ข้อยลดหย่อนตาม (1) และข้อยยกเว้นตาม (2) มิได้ใช้กับบริษัทจำกัด หรือบริษัทจดทะเบียนที่มีเงินปันผลจำนวนมากกว่า 15% ของเงินได้ก่อนหักรายจ่ายทั้งสิ้นในรอบระยะเวลาบัญชีในกรณีนี้ เงินปันผลที่ได้ทั้งหมดต้องรวมเป็นเงินได้ และเสียภาษีทั้งจำนวนที่ได้รับ

(4) บทบัญญัติตามมาตรา 65 ทวิ (10) มิได้บังคับใช้กับห้างหุ้นส่วนจำกัดและห้างหุ้นส่วนสามัญจดทะเบียน

### ตารางที่ 7

อัตราค่าลดหย่อนเงินได้ประเภทเงินปันผล  
ในการคำนวณภาษีเงินได้นิติบุคคล

ประเภทของนิติบุคคล	อัตราค่าลดหย่อนเงินปันผล
บริษัทจำกัดที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย	50%
บริษัทจดทะเบียน	100%

บทบัญญัติดังกล่าวก่อให้เกิดผลที่สำคัญอย่างน้อย 2 ประการ คือ

*ประการแรก* ส่งเสริมให้นิติบุคคลแปรสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากมีสิ่งดึงดูดใจทางด้านภาษีอากรมากกว่า และเมื่อบริษัทจดทะเบียนมีมากขึ้นจะมีผลผลักดันให้อุปทานของหลักทรัพย์ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอีกทอดหนึ่งด้วย

*ประการที่สอง* การที่กฎหมายไม่ยอมให้หักค่าลดหย่อนเงินปันผลสำหรับบริษัทจำกัดหรือบริษัทจดทะเบียนที่มีเงินได้ประเภทเงินปันผลจำนวนมากกว่า 15% ของเงินได้ก่อนหักรายจ่ายทั้งสิ้นในรอบระยะเวลาบัญชี มีผลเท่ากับว่า รัฐบาลไม่ส่งเสริมให้มีบริษัทที่จัดตั้งขึ้นเพื่อหารายได้จากการถือหุ้น (Holding Company)

### (ข) การกำหนดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล

แต่เดิมโครงสร้างอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลเป็นโครงสร้างอัตราภาษีแบบก้าวหน้า โดยจัดเก็บในอัตราระหว่าง 20-30% ของกำไรสุทธิ ประกาศคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 10/2520 เปลี่ยนแปลงโครงสร้างอัตราภาษีดังกล่าวมาเป็นโครงสร้างอัตราภาษีตามสัดส่วน (Proportional Taxation) โดยจัดเก็บจากบริษัทจดทะเบียนในอัตราน้อยกว่านิติบุคคลที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน (ดูตารางที่ 8)

## ตารางที่ 8

อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลเทียบเป็นร้อยละของกำไรสุทธิ

ก่อน 8 พฤศจิกายน 2520		ประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 10/2520	
กำไรสุทธิ (บาท)	อัตราภาษี (%)	ประเภทของนิติบุคคล	อัตราภาษี (%)
ไม่เกิน 500,000	20	บริษัทจดทะเบียน	35
500,000 – 1,000,000	25	นิติบุคคลที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน	30
ส่วนที่เกิน 1,000,000	30		

ข้อพึงสังเกตเกี่ยวกับการใช้มาตรการดังกล่าวนี้ มีอยู่อย่างน้อย 2 ประการ คือ

(1) แม้ว่าจะก่อนวันที่ 8 พฤศจิกายน 2520 ภาษีเงินได้นิติบุคคลที่จัดเก็บจะมีโครงสร้างอัตราภาษีแบบก้าวหน้า แต่ผลที่เกิดขึ้น คือ วิสาหกิจเอกชนที่เป็นนิติบุคคลมักจะหลบเลี่ยงการเสียภาษีในอัตราก้าวหน้าด้วยการก่อตั้งนิติบุคคลต่างหากจากนิติบุคคลเดิม เพื่อว่าจำนวนภาษีที่ต้องเสียจะได้ลดน้อยลง การเก็บภาษีเงินได้นิติบุคคลในอัตรายาวตัวอัตราเดียวและเพิ่มอัตราภาษีที่จัดเก็บเท่ากับเป็นการอุดช่องโหว่ทางด้านกฎหมายในเรื่องนี้ และช่วยให้ปัญหาการจัดเก็บภาษี

ประเภทนี้มีน้อยลง แม้จะไม่มากก็ตาม อย่างไรก็ตาม มีข้อสังเกตว่า อัตราภาษีที่กำหนดใหม่นี้ยังต่ำกว่าในประเทศเพื่อนบ้าน

(2) การเก็บภาษีเงินได้นิติบุคคลจากบริษัทจดทะเบียนในอัตราต่ำกว่าจากนิติบุคคลที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ย่อมมีส่วนส่งเสริมให้นิติบุคคลแปรสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียน ซึ่งจะมีส่วนทำให้อุปทานของหลักทรัพย์ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอีกทอดหนึ่งได้ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบในข้อนี้คงจะมีไม่สูงมากนัก ทั้งนี้เนื่องจากความแตกต่างของอัตราภาษีที่เรียกเก็บจากนิติบุคคลสองประเภทนี้มีน้อยเกินไป โดยข้อเท็จจริงนิติบุคคลจำนวนมากมีการหลบหลีก (Tax Avoidance) และหลีกเลี่ยงการเสียภาษี (Tax Evasion) เป็นนิจศีลอยู่แล้ว การแปรสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียนนั้น นิติบุคคลที่ขอจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องเปิดเผยบัญชีกำไร-ขาดทุนและผลการดำเนินงาน ซึ่งเปิดโอกาสให้เจ้าพนักงานตามประมวลรัษฎากรติดตามและตรวจสอบการเสียภาษีได้ง่ายขึ้น การหลีกเลี่ยงภาษีจะทำได้ยากขึ้น แม้ว่าการเป็นบริษัทจดทะเบียนจะทำให้ได้ประโยชน์ในข้อที่ว่า อัตราภาษีที่เสียต่ำลง แต่สิ่งที่ต้องสูญเสียไปก็คือ เงินได้ส่วนที่เคยหลีกเลี่ยงการเสียภาษีจะหลีกเลี่ยงได้ยากขึ้น ด้วยเหตุนี้ ความแตกต่างของอัตราภาษีที่เสียเพียง 5% ย่อมมีใช้สิ่งจูงใจที่มากพอที่จะชักจูงให้นิติบุคคลแปรสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียน

กล่าวโดยสรุปแล้ว รัฐบาลอาศัยภาษีอากร โดยเฉพาะอย่างยิ่งภาษีเงินได้นิติบุคคล ธรรมดาและภาษีเงินได้นิติบุคคลเป็นเครื่องมือในการจัดสรรสิ่งจูงใจเพื่อกระตุ้นให้อุปสงค์และอุปทานของหลักทรัพย์มีมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณามาตรการทั้งหมดนี้แล้ว จะเห็นได้ว่าผลที่มีต่ออุปสงค์ในการเสนอซื้อหลักทรัพย์มีมากกว่าผลที่มีต่ออุปทานในการเสนอขายหลักทรัพย์ และมาตรการทั้งหมดนี้จะเกื้อกูลต่อการขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์รองมากกว่าตลาดหลักทรัพย์เบื้องต้น หากไม่มีมาตรการอื่นมาใช้ประกอบด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งกฎหมายบริษัทมหาชน ตลาดหลักทรัพย์เบื้องต้นย่อมยากที่จะพัฒนาได้ และตลาดหลักทรัพย์จะไม่มีบทบาทในการระดมเงินออมได้มากเท่าที่ควร

อย่างไรก็ตาม สิ่งที่รัฐบาลพึงคำนึงถึงก็คือ การหาเงินจากแหล่งภายนอกบริษัท ด้วยการออกหลักทรัพย์ประเภทต่างๆขายในตลาดหลักทรัพย์ จะทำได้ก็เฉพาะแต่วิสาหกิจที่มีกิจการมั่นคง มีกำไรดี และมีชื่อเสียงดีพอที่ประชาชนจะให้ความเชื่อถือ อุตสาหกรรมขนาดย่อมยากที่จะระดมเงินทุนด้วยวิธีการเช่นนี้ได้ ทั้งการกู้ยืมเงินจากตลาดเงินก็ยากลำบากและเสียต้นทุนสูงกว่าอุตสาหกรรมขนาดใหญ่อีกด้วย โดยที่อุตสาหกรรมขนาดย่อมเป็นเส้นเลือดใหญ่ของภาคอุตสาหกรรมในปัจจุบัน หากรัฐบาลไม่หาทางจัดสรรเงินให้กู้แก่การประกอบการขนาดเล็กมากไปกว่าขอบเขตที่สำนักงานธนกิจอุตสาหกรรมขนาดย่อมดำเนินอยู่ในปัจจุบัน ในที่สุดแล้ว ตลาดหลักทรัพย์จะกลายเป็นสาเหตุอีกประการหนึ่งของการขยายตัวของระบบผูกขาดในระบบเศรษฐกิจไทย

**หมายเหตุ :** บทความนี้เขียนขึ้นก่อนที่จะมีการแก้ไขเพิ่มเติม มาตรา 42(22) แห่งประมวลรัษฎากร นับตั้งแต่วันที่ 26 กรกฎาคม 2521 เป็นต้นมา ได้มีการเปลี่ยนแปลงการเก็บภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากเงินได้จากการขายหรือโอนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาเป็นการเก็บภาษีการค้าและภาษีบำรุงท้องที่ในอัตราร้อยละ 0.11 ของมูลค่าหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขาย

**ที่มา :** บทความนี้เสนอต่อที่ประชุมการสัมมนาประจำปี 2521 ของคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ณ หอประชุมเล็ก มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ เมื่อวันที่ 14 กุมภาพันธ์ 2521 ต่อมาตีพิมพ์ในวารสารนิติศาสตร์ ปีที่ 10 ฉบับที่ 1 (2521) หน้า 93-119

## บรรณานุกรม

### ภาษาไทย

ธนาคารแห่งประเทศไทย

“สาระสำคัญของพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”

รายงานเศรษฐกิจรายเดือน (พฤษภาคม 2517) หน้า 24-30 และ 57-69

ไพจิตร โรจนวานิช

“ประมวลรัษฎากรแก้ไขเพิ่มเติมอีกแล้ว”

สรรพากรสาส์น ปีที่ 21 เล่ม 6 (พฤศจิกายน-ธันวาคม 2517)

รังสรรค์ ชนะพรพันธุ์

ทฤษฎีการภาษีอากร

สำนักพิมพ์เคล็ดไทย 2516 หน้า 260-264

เริงชัย มะระกานนท์

“สถาบันการเงินในประเทศ”

วารสารนักธนาคาร (กันยายน-ตุลาคม 2520)

วรรณภาพ วีรวรรณ

“การแสวงหาเงินทุนระยะยาวจากประชาชน”

คณะพาณิชย์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

(กรุงสยามการพิมพ์ 2518) หน้า 144-157

ศุภกริช แก้วเจริญ

“ความหมายและความสำคัญของตลาดทุน และบทบาทของทางการในการดำเนินการพัฒนาตลาดทุน”

จุลสารตลาดเงินและตลาดทุน (กันยายน 2514).

### ภาษาอังกฤษ

Balogh, Thomas.

“Differential Profits Tax,”

*Economic Journal* (1950), pp. 528-533.

Baumol, W.J. *et al.*,

“Earnings Retention, New Capital and the Growth of the Firm,”

*Review of Economics and Statistics* (November, 1970), pp. 345-355.

Devine, P.J. *et.al.*,

*An Introduction to Industrial Economics.*

(London : allen and Unvin, 1974), pp. 365-385.

Little, I.M.D.

“Higgledy Piggledy Growth,”

*Bulletin of the Oxford Institute of Statistics* (1962).

Rayner, A.C. and I.M.D. Little,

*Higgledy Piggledy Growth Again.*

Oxford : Basil Blackwell, 1966.

Reddaway, W.B.

“Higgledy Piggledy Growth,”

*Economic Journal* (1967), pp. 595-598.

Robbins, Sidney M.

*A Capital Market in Thailand.*

December, 1970.