

ชุดหนังสือ การสำรวจองค์ความรู้เพื่อการปฏิรูปประเทศไทย

## การสำรวจองค์ความรู้ภาคีพลวัติจากทุก ในตลาดหุ้น และข้อเสนอสำหรับประเทศไทย

ภาวิน ศิริประภาคุณกุล



ชุดหนังสือ การสำรวจองค์ความรู้เพื่อการปฏิรูปประเทศไทย

การสำรวจองค์ความรู้ภาวะผลได้จากทุน  
ในตลาดหุ้น และข้อเสนอสำหรับประเทศไทย

ภาวิน ศิริประภาณุกุล<sup>1,2</sup>

---

1 E-mail: pawin@econ.tu.ac.th

2 ผู้เขียนขอขอบคุณมูลนิธิสาธารณสุขแห่งชาติสำหรับเงินทุนสนับสนุนงานวิจัยชิ้นนี้ และขอขอบคุณ นายณัฐสิริ รัศมีเกียรติวงศ์ สำหรับการดำเนินงานอย่างดีเยี่ยมในฐานะผู้ช่วยวิจัยในโครงการนี้

การสำรวจองค์ความรู้ภูมิปัญญาที่ได้จากทุน  
ในตลาดหุ้น และข้อเสนอสำหรับประเทศไทย  
ภาวีน ศิริประภานุกุล

ข้อมูลทางบรรณานุกรมของสำนักหอสมุดแห่งชาติ  
ภาวีน ศิริประภานุกุล.

การสำรวจองค์ความรู้ภูมิปัญญาที่ได้จากทุนในตลาดหุ้น และข้อเสนอสำหรับ  
ประเทศไทย.-- กรุงเทพฯ : เบนไทย, 2556.

88 หน้า.

1. ภาษี. I. ชื่อเรื่อง.

336.2

ISBN 978-616-329-012-0

**ที่ปรึกษา:** สมศักดิ์ ชุณหรัศมิ์

สมเกียรติ ตั้งกิจวานิชย์

ยุวดี คาดการณ์ไกล

**บรรณาธิการสำนักพิมพ์:** อธิคม คุณาวุฒิ

**บรรณาธิการเล่ม:** อาทิตย์ เคนมี

**บรรณาธิการศิลปกรรม:** ณขวัญ ศรีอรุณทัตย์

**ออกแบบปก:** จันจิรา แก้วตา

**พิสูจน์อักษร:** ศิริบุญ วงษ์ชื่น

**บรรณาธิการโครงการ:** ปกป้อง จันวิทย์

**กองบรรณาธิการโครงการ:** สกลฤทธิ์ จันทรัพย์่ม

ภัทชา ด้วงกลัด ตะวัน มานะกุล

หนังสือชุดนี้เป็นส่วนหนึ่งของโครงการ  
การสำรวจองค์ความรู้เพื่อการปฏิรูปประเทศไทย  
โดยคณะทำงานเครือข่ายวิชาการเพื่อการปฏิรูป  
คณะกรรมการสมัชชาปฏิรูป

**จัดพิมพ์และเผยแพร่โดย**

สำนักงานปฏิรูป (สปร.) 126/146 ชั้น 4 อาคาร 10 ชั้น  
สถาบันบาราศนราดูร ซอยติวานนท์ 14 ถนนติวานนท์  
อำเภอเมือง จังหวัดนนทบุรี 11000  
โทรศัพท์ 0 2965 9531-3 โทรสาร 0 2965 9534  
[www.reform.or.th](http://www.reform.or.th)  
[www.v-reform.org](http://www.v-reform.org)

1

บทนำ

1

ความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจยังคงเป็นปัญหาในสังคมไทยยุคปัจจุบัน แม้สถานการณ์ความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจไทยจะปรับตัวดีขึ้นเรื่อยๆ ในช่วงกว่า 20 ปีที่ผ่านมา ในแง่ที่ว่ากลุ่มคนจนที่สุดของสังคมไทยมีรายได้ใกล้เคียงกับกลุ่มคนรวยที่สุดมากยิ่งขึ้น แต่คนจนในสังคมไทยในปี 2553 ยังคงมีกระจายอยู่ทั่วประเทศราว 5 ล้านคน โดยคนกลุ่มนี้ใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคในระดับต่ำกว่า 56 บาท/คน/วัน ในขณะที่กลุ่ม 24 ตระกูลที่ถือครองหุ้นมูลค่ามากที่สุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถือครองหุ้นรวมกันราว 2.66 แสนล้านบาท ซึ่งในกรณีที่หุ้นเหล่านี้จ่ายเงินปันผลอัตราเฉลี่ยร้อยละ 2 จะให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้ 5.32 พันล้านบาท/ปี หรือราว 6.07 แสนบาท/ตระกูล/วัน แน่แน่นอนว่าเป็นการยากมากที่คนทั้งสองกลุ่มนี้จะจินตนาการถึงการใช้ชีวิตของกันและกันออก ซึ่งทำให้เป็นการยากเช่นเดียวกันที่คนกลุ่มหนึ่งจะเข้าใจความต้องการของคนอีกกลุ่มหนึ่ง ทั้งในด้านสังคม เศรษฐกิจ และการเมือง

ในทางหลักการแล้ว ระบบภาษีถือเป็นเครื่องมือสำคัญอันหนึ่งที่รัฐบาลสามารถใช้ในการทำหน้าที่ปรับลดความเหลื่อมล้ำทางด้านเศรษฐกิจได้ โดยระบบภาษีดังกล่าวจะต้องมีลักษณะการจัดเก็บในอัตราก้าวหน้า (Progressive Rate) นั่นคือ กลุ่มคนที่มีรายได้หรือความสามารถในการจ่ายภาษีที่สูงกว่าจะต้องถูกเก็บภาษีในอัตราที่สูงกว่า ในขณะที่

กลุ่มคนที่มีรายได้หรือความสามารถในการจ่ายภาษีน้อยอาจถูกเก็บภาษีในระดับต่ำหรืออาจได้รับการยกเว้นจากการเก็บภาษี ด้วยระบบภาษีลักษณะนี้รายได้หลังหักภาษีของผู้คนแต่ละกลุ่มจะปรับตัวเข้าใกล้กันมากยิ่งขึ้น

อย่างไรก็ตาม มีข้อมูลหลายประการบ่งชี้ว่าระบบภาษีของประเทศไทยในช่วงราว 20 ปีที่ผ่านมาไม่ได้มีลักษณะการจัดเก็บในอัตราก้าวหน้าอย่างชัดเจน ซึ่งทำให้ระบบภาษีดังกล่าวอาจไม่ได้ทำหน้าที่ในการลดความเหลื่อมล้ำให้กับสังคมไทยมากนัก โดยข้อมูลที่น่าสนใจประการหนึ่ง คือ ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ซึ่งเป็นประเภทภาษีที่มีโครงสร้างการจัดเก็บในลักษณะอัตราก้าวหน้าอย่างชัดเจนที่สุดในสังคมไทย กลับไม่ได้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างชัดเจนในช่วงที่ระดับรายได้ประชาชาติต่อหัวของประชากรไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 2 เท่า โดยมีสาเหตุหลักมาจากการเพิ่มประเภทค่าลดหย่อนและการปรับอัตรากำหนดเก็บภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ซึ่งการปรับเปลี่ยนลักษณะนี้ได้ลดทอนลักษณะการจัดเก็บอัตราก้าวหน้าของภาษีประเภทนี้ลงไป

ภาษีผลได้จากทุน (Capital Gains Tax) ถือเป็นภาษีประเภทหนึ่งที่มีหลักฐานจากหลาย ๆ ประเทศที่มีการจัดเก็บว่าช่วยลดความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจให้กับประเทศได้ เนื่องจากผู้ที่มีรายได้สูงในแต่ละประเทศมักจะเป็นเจ้าของสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของประเทศด้วย คนกลุ่มนี้จึงมักจะได้รับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่าง ๆ เหล่านั้น รวมถึงผลได้จากทุน

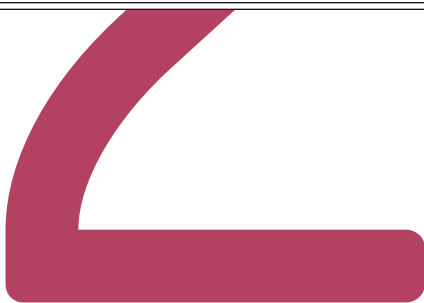
ในสัดส่วนที่สูงด้วย ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่าภาษีผลได้จากทุน เป็นภาษีที่มุ่งจัดเก็บจากกลุ่มคนมีรายได้สูงเป็นหลัก ซึ่งจะสามารถปรับปรุงระบบภาษีไทยให้มีลักษณะการจัดเก็บ อัตราก้าวหน้ามากยิ่งขึ้นได้ นอกจากนี้ ภาษีผลได้จากทุน ยังถือเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่น่าสนใจในการเพิ่มรายได้ให้กับ รัฐบาลในช่วงเวลาที่รัฐบาลกำลังต้องการรายได้เพิ่มเติมเป็น อย่างยิ่งในสถานการณ์ปัจจุบัน

งานศึกษาในส่วนของที่ 2 จะแสดงข้อมูลเกี่ยวกับความ เหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจของประเทศไทยและบทบาทของ ระบบภาษีไทยในการทำหน้าที่ลดความเหลื่อมล้ำดังกล่าว ในช่วงราว 20 ปีที่ผ่านมา จากนั้นส่วนที่ 3 จะทบทวนงาน ศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาที่กล่าวถึงบทบาทของภาษี ผลได้จากทุนในการช่วยลดความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจให้ กับประเทศ ส่วนที่ 4 จะทบทวนถึงผลกระทบของภาษีผลได้ จากทุนที่อาจเกิดขึ้นกับตลาดหุ้นของประเทศไทย ส่วนที่ 5 ทบทวนถึงข้อเสนอต่างๆ เกี่ยวกับการออกแบบโครงสร้าง การจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนอย่างเหมาะสม และส่วน สุดท้ายจะเป็นข้อเสนอของงานศึกษานี้ต่อการจัดเก็บภาษี ผลได้จากทุนสำหรับประเทศไทย





ความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจ  
กับระบบภาษีไทย



ประเทศไทยยังคงเป็นประเทศหนึ่งประกอบไปด้วยผู้คนที่มีความหลากหลาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งความหลากหลายทางเศรษฐกิจ โดยรายได้และการใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคของคนไทยมีความแตกต่างกันเป็นอย่างมาก หลายครั้งความหลากหลายทางเศรษฐกิจดังกล่าวถูกหยิบยกขึ้นมาเป็นปัญหาประการหนึ่งของการพัฒนาประเทศ ภายใต้ชื่อเรียกว่า ‘ความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจ’ ส่วนของการศึกษานี้ต้องการฉายภาพความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจดังกล่าว รวมไปถึงบทบาทของระบบภาษีของประเทศไทยในการบรรเทาปัญหาความเหลื่อมล้ำในช่วงราว 20 ปีที่ผ่านมา

## 2.1 สถานะความยากจนและเกือบจนของคนไทย

คนจนยังคงปรากฏอยู่ในประเทศไทย โดยในปี 2553 ประเทศไทยมีคนจนอยู่ทั้งสิ้นราว 5.1 ล้านคน คนจนที่เราพูดถึงกันในวันนี้ หมายถึง ผู้ที่มีระดับการใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคในปี 2553 ต่ำกว่า 1,678 บาท/คน/เดือน การให้นิยามคนจนดังกล่าวเกิดขึ้นจากแนวคิดที่ว่าผู้คนแต่ละคนมีความต้องการอาหารและสินค้าจำเป็นต่าง ๆ เพื่อให้สามารถดำรงชีวิตอยู่ได้ในแต่ละวัน โดยในแต่ละปีจะมีการศึกษาถึงความต้องการอาหารและสินค้าต่าง ๆ และตีค่าออกมาเป็นระดับค่าใช้จ่ายขั้นต่ำที่จะทำให้ผู้คนสามารถดำรงชีวิตอยู่ได้ ระดับค่าใช้จ่ายขั้นต่ำดังกล่าวมักถูกเรียกว่า ‘เส้นความ

ยากจน' โดยผู้ที่มีรายจ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคในระดับต่ำกว่าเส้นความยากจนดังกล่าวถือเป็น 'คนจน' ที่ไม่น่าจะสามารถดำรงชีวิตอยู่ได้ภายใต้ระดับความต้องการพื้นฐานของคนปกติ ในขณะที่ผู้คนที่มียรายจ่ายเพื่อการบริโภคสูงกว่าเส้นแบ่งดังกล่าวถือว่าไม่ใช่คนจน

ภาพที่ 2.1 แสดงเส้นความยากจน รวมไปถึงจำนวนคนจน และสัดส่วนคนจนต่อประชากรทั้งหมดของประเทศไทยในช่วงปี 2531-2553 จะเห็นได้ว่าเส้นแบ่งความยากจนของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นเรื่อย ๆ จากระดับ 633 บาท/คน/เดือน ในปี 2531 ขึ้นมาเป็นระดับ 1,678 บาท/คน/เดือน ในปี 2553 ในขณะที่จำนวนคนจนและสัดส่วนของคนจนของประเทศปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2531 มีคนจนทั้งสิ้นราว 22.1 ล้านคน คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 42.21 ของประชากรทั้งประเทศ จนกระทั่งในปี 2553 มีคนจนทั้งสิ้นราว 5.1 ล้านคน คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 7.75 ของประชากรประเทศ อย่างไรก็ตาม จะเห็นได้ว่าการปรับตัวลดลงของจำนวนและสัดส่วนคนจนเป็นไปอย่างเชื่องช้า นับตั้งแต่ปี 2549 เป็นต้นมา

## ภาพที่ 2.1 เส้นความยากจน (วัดจากด้านรายจ่าย) สัดส่วนคนจนและจำนวนคนจน ในช่วงปี 2531-2553

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (2554)



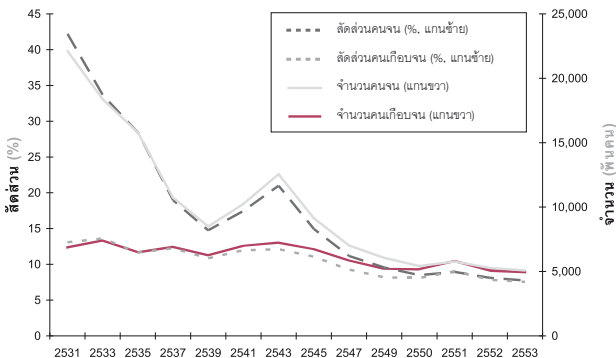
นอกจากคนจนที่มีระดับรายจ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคต่ำกว่าระดับที่ผู้คนทั่วไปจะจินตนาการได้ว่าสามารถดำรงชีพอยู่ในปัจจุบันด้วยรายจ่ายระดับนี้ได้อย่างไรแล้ว ยังมีคนอีกกลุ่มหนึ่งซึ่งอาจเรียกได้ว่ากลุ่ม ‘คนเกือบจน’ โดยสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) ได้ให้นิยามว่า เป็นกลุ่มคนที่มีระดับรายจ่ายเพิ่มเติมจากเส้นความยากจนไม่เกินร้อยละ 20 ซึ่งนั่นหมายความว่า กลุ่มคนเกือบจนเหล่านี้จะมีรายจ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคในปี 2553 ไม่เกิน 2,014 บาท/คน/เดือน ภาพที่ 2.2 แสดงจำนวนและสัดส่วนของกลุ่มคนเกือบจนดังกล่าว พร้อมทั้งสัดส่วนและจำนวนคนจน ในช่วงปี 2531-2553

จากภาพที่ 2.2 จะเห็นได้ว่าจำนวนและสัดส่วนของ

กลุ่มคนเกือบจนมีอัตราการลดลงต่ำกว่าอัตราการลดลงของจำนวนและสัดส่วนของกลุ่มคนจนอย่างชัดเจน ในปี 2553 กลุ่มคนเกือบจนดังกล่าวมีจำนวนทั้งสิ้นราว 4.9 ล้านคน คิดเป็นสัดส่วนราวร้อยละ 7.55 ของจำนวนประชากรทั้งประเทศ เมื่อคำนวณร่วมกับจำนวนคนจนจะได้ว่าในปี 2553 มีกลุ่มคนไทยที่มีค่าใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคต่ำกว่า 2,014 บาท/คน/เดือน หรือต่ำกว่าราว 67 บาท/คน/วัน อยู่ทั้งสิ้นกว่า 10 ล้านคน คิดเป็นสัดส่วนถึงเกือบ 1 ใน 6 ของประชากรทั้งประเทศ โดยค่าใช้จ่ายในระดับต่ำดังกล่าวไม่ได้เกิดจากการประหยัดคอดออมของผู้คนกลุ่มนี้ แต่เกิดจากข้อจำกัดทางด้านรายได้ซึ่งทำให้พวกเขาไม่สามารถใช้จ่ายมากกว่าระดับนั้นได้

### ภาพที่ 2.2 สัดส่วนคนจน สัดส่วนคนเกือบจน จำนวนคนจน และจำนวนคนเกือบจน ในช่วงปี 2531-2553

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (2554)



กลุ่มคนกลุ่มนี้มีความเสี่ยงต่อการดำรงชีพในระดับสูง เนื่องจากเมื่อมีเหตุการณ์ที่ไม่คาดฝันเกิดขึ้น ยกตัวอย่าง เช่น ในกรณีในประเทศไทยประสบกับปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลให้ผู้คนในกลุ่มนี้อาจถูกให้ออกจากงาน พวกเขาจะประสบกับความยากลำบากเป็นอย่างยิ่งในการดำรงชีวิต เนื่องจากพวกเขาจะไม่มีเงินออมหรือทรัพยากรใดๆ มารองรับค่าใช้จ่ายเพื่อประทังชีวิตในช่วงตกงาน และอาจถือได้ว่าเป็นหน้าที่สำคัญของรัฐบาลประการหนึ่งในการให้ความช่วยเหลือกลุ่มคนกลุ่มนี้ให้สามารถประทังชีวิตอยู่ได้ในแต่ละวัน โดยรัฐบาลอาจต้องมีค่าใช้จ่ายในระดับสูงเพื่อจัดหาโครงการสวัสดิการสังคมต่างๆ และทำให้ผู้คนกลุ่มนี้เข้าถึงโครงการต่างๆ ดังกล่าวได้อีกด้วย

## 2.2 การกระจายรายได้ของประชากรไทย

ลักษณะการกระจายรายได้ของประชากรไทยยังคงแสดงถึงความเหลื่อมล้ำในระดับสูง ตารางที่ 2.1 แสดงข้อมูลรายได้เฉลี่ย ช่วงรายได้ และสัดส่วนรายได้ของกลุ่มประชากรไทย 10 กลุ่ม เรียงลำดับจากกลุ่ม 10 เปอร์เซนต์แรกที่จนที่สุดไปจนกระทั่งถึงกลุ่ม 10 เปอร์เซนต์สุดท้ายที่รวยที่สุด จากข้อมูลในตารางที่ 2.1 จะเห็นได้ว่าระดับรายได้เฉลี่ยของกลุ่มที่รวยที่สุด (23,965 บาท/คน/เดือน) อยู่ในระดับราว 22.8 เท่าของรายได้เฉลี่ยของกลุ่มที่จนที่สุด (1,051 บาท/คน/เดือน) ซึ่งจากระดับรายได้เฉลี่ยของกลุ่มคน

10 เปอร์เซนต์ที่จนที่สุด รวมไปถึงกลุ่มคน 10 เปอร์เซนต์ที่จนรองลงมา จะเห็นได้ว่าผู้คนสองกลุ่มนี้ น่าจะมีระดับการใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคที่เข้าข่ายกลุ่มคนจนหรือคนเกือบจนที่ได้แสดงข้อมูลเอาไว้ในตอนต้น

**ตารางที่ 2.1 รายได้เฉลี่ยและการถือครองรายได้ของประชากรไทย จำแนกตามระดับรายได้ (Decile by Income) ปี 2552**

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (2554)

กลุ่มประชากรตามระดับรายได้	รายได้เฉลี่ย (บาท/คน/เดือน)	ช่วงรายได้	สัดส่วนรายได้ (ร้อยละ)	กลุ่มรายสุดต่อกุ่มอื่นๆ (เท่า)
กลุ่ม 10% ที่ 1 (จนที่สุด)	1,051	- 31,138 - 1,521	1.69	22.79
กลุ่ม 10% ที่ 2	1,796	1,522 - 2,053	2.88	13.34
กลุ่ม 10% ที่ 3	2,319	2,053 - 2,589	3.72	10.33
กลุ่ม 10% ที่ 4	2,879	2,589 - 3,184	4.61	8.32
กลุ่ม 10% ที่ 5	3,523	3,185 - 3,874	5.65	6.8
กลุ่ม 10% ที่ 6	4,322	3,874 - 4,814	6.92	5.55
กลุ่ม 10% ที่ 7	5,446	4,814 - 6,164	8.73	4.4
กลุ่ม 10% ที่ 8	7,116	6,165 - 8,221	11.41	3.37
กลุ่ม 10% ที่ 9	9,969	8,221 - 12,404	15.98	2.4
กลุ่ม 10% ที่ 10 (รวยที่สุด)	23,965	12,407 - 886,790	38.41	1
<b>เฉลี่ย</b>	<b>6,239</b>			<b>7.83</b>

เมื่อสังเกตข้อมูลในตารางที่ 2.1 ให้ดีอาจทำให้เห็นถึงข้อจำกัดของการสำรวจข้อมูลข้างต้นบางประการ โดยระดับรายได้เฉลี่ยของกลุ่มคน 10 เปอร์เซนต์ที่รวยที่สุดในประเทศไทยนั้นอยู่ที่เพียงแค่ 23,965 บาท/คน/เดือน โดยที่ช่วงรายได้ของคนกลุ่มนี้เริ่มต้นจากระดับ 12,407 บาท/คน/เดือน เพียงเท่านั้น ซึ่งดูจะขัดแย้งกับสภาพความเป็นจริงที่ว่า

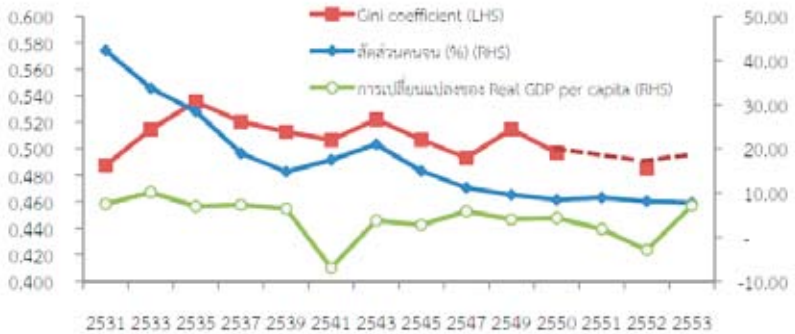
คนที่มีรายได้ในระดับ 12,407 บาท/คน/เดือน ไม่น่าจะถือเป็นคนกลุ่มที่รวยที่สุดในสังคมไทยไปได้ เมื่อยังสังเกตถึงช่วงรายได้สูงสุดของคนในกลุ่มนี้ที่ระดับ 886,790 บาท/คน/เดือน ก็ยังทำให้คิดได้น่าจะยังมีคนไทยอีกกลุ่มหนึ่งซึ่งมีรายได้อยู่ในระดับสูงกว่าระดับดังกล่าวมาก โดยที่การสำรวจข้อมูลในตารางที่ 2.1 นี้อาจเข้าไม่ถึงคนกลุ่มที่รวยที่สุดจริงๆ ในประเทศไทยได้ ซึ่งอาจทำให้สถานการณ์การกระจายรายได้ของประเทศไทยอยู่ในระดับที่แย่ไปกว่าที่ข้อมูลในตารางที่ 2.1 ได้แสดงไว้เสียอีก

สถานการณ์การกระจายรายได้ของประเทศไทยจากข้อมูลในตารางที่ 2.1 สามารถนำมาคำนวณค่าสัมประสิทธิ์การกระจายรายได้ หรือที่มักเรียกกันโดยทั่วไปว่าค่าสัมประสิทธิ์จีนิ (Gini Coefficient) ค่าสัมประสิทธิ์จีนินี้ถ้าหากอยู่ในระดับใกล้ 1 จะยิ่งแสดงถึงความเหลื่อมล้ำของการกระจายรายได้ในระดับสูง ในขณะที่ค่าที่เข้าใกล้ 0 จะแสดงถึงการกระจายรายได้ที่เป็นธรรมมากยิ่งขึ้น ภาพที่ 2.3 แสดงการปรับตัวของค่าสัมประสิทธิ์จีนิของประเทศไทยในช่วงปี 2531-2553 เปรียบเทียบกับสัดส่วนของคนจนในประเทศไทย จากภาพดังกล่าวจะเห็นได้ว่าสถานการณ์การกระจายรายได้ของไทยปรับตัวดีขึ้นเรื่อยๆ ในช่วงราว 20 ปีที่ผ่านมา (ค่าสัมประสิทธิ์จีนิลดต่ำลงเรื่อยๆ) ซึ่งสอดคล้องกับการปรับตัวของสัดส่วนคนจนในประเทศ



## ภาพที่ 2.3 สัมประสิทธิ์การกระจายรายได้และสัดส่วนคนจนของประชากรไทย ในช่วงปี 2531-2553

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (2554)



อย่างไรก็ตาม เมื่อนำเอาค่าสัมประสิทธิ์จีนิของประเทศไทยไปเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ๆ จะเห็นได้ว่า สถานการณ์ความเหลื่อมล้ำทางด้านรายได้ของประเทศไทย ยังคงอยู่ในระดับสูง ภาพที่ 2.4 แสดงค่าสัมประสิทธิ์จีนิเปรียบเทียบกับหลาย ๆ ประเทศทั่วโลก โดยอาศัยข้อมูลจากธนาคารโลกในปี 2543<sup>3</sup> จากภาพดังกล่าวจะเห็นได้ว่า ค่าสัมประสิทธิ์จีนิของประเทศไทยอยู่ในระดับสูงมาก เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วในยุโรป เช่น สวีเดน นอร์เวย์ หรือ เยอรมนี ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์จีนิ

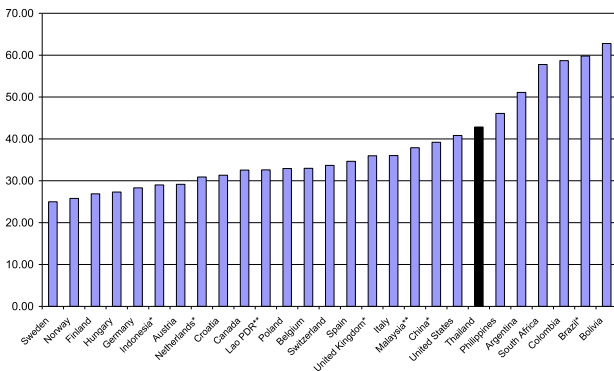
3 จะเห็นได้ว่าข้อมูลจากฐานข้อมูลธนาคารโลกมีความแตกต่างจากข้อมูลของ สศช.ในระดับหนึ่ง ซึ่งทำให้ค่าสัมประสิทธิ์จีนิของประเทศไทยในปี 2543 ในภาพที่ 2.4 มีความแตกต่างจากค่าในภาพที่ 2.3 อย่างไรก็ตาม ข้อมูลในภาพที่ 2.4 มีที่มาจากฐานข้อมูลเดียวกัน ซึ่งทำให้สามารถทำการเปรียบเทียบระหว่างประเทศได้

ของประเทศไทยอยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งถือได้ว่าเป็นประเทศพัฒนาแล้วที่มีปัญหาความเหลื่อมล้ำทางด้านรายได้ในระดับสูง ถึงแม้ว่าค่าสัมประสิทธิ์จีนิ์ของประเทศไทยจะยังคงอยู่ต่ำกว่าค่าของประเทศในแถบละตินอเมริกา เช่น อาร์เจนตินา บราซิล หรือโคลัมเบีย แต่ค่าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวยังคงถือว่าอยู่ในระดับสูงเมื่อเปรียบเทียบกับค่าของประเทศเพื่อนบ้านของไทยเอง เช่น อินโดนีเซีย ลาว หรือมาเลเซีย จะมีเพียงประเทศฟิลิปปินส์เท่านั้นที่ในปี 2543 มีค่าสัมประสิทธิ์จีนิ์ที่แสดงความเหลื่อมล้ำทางด้านรายได้สูงกว่าค่าของประเทศไทย

### ภาพที่ 2.4 สัมประสิทธิ์การกระจายรายได้ของประเทศต่าง ๆ ในปี 2543

หมายเหตุ: \*ข้อมูลของปี 2542 \*\*ข้อมูลของปี 2545

ที่มา: ฐานข้อมูลธนาคารโลกออนไลน์ (<http://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI>)



## 2.3 ระบบภาษีของไทยกับบทบาทในการลดความเหลื่อมล้ำ

ภาพความเหลื่อมล้ำทางด้านเศรษฐกิจของประเทศไทยที่ได้แสดงเอาไว้ข้างต้นทำให้เห็นว่า รัฐบาลไทยยังคงมีหน้าที่สำคัญในการปรับลดความเหลื่อมล้ำดังกล่าวลง โดยรัฐบาลมีเครื่องมือที่สามารถนำมาใช้ในการจัดการกับปัญหาความเหลื่อมล้ำเศรษฐกิจหลักๆ อยู่ 2 กลุ่ม นั่นคือ

- 1) เครื่องมือทางการใช้จ่ายของรัฐบาล ที่ควรมุ่งใช้จ่ายในโครงการเพื่อเสริมสร้างระบบสวัสดิการที่จำเป็น ลดค่าใช้จ่าย หรือเพิ่มรายได้ให้กับกลุ่มคนรายได้น้อยเป็นหลัก และ
- 2) เครื่องมือทางด้านรายได้หรือการเก็บภาษี ซึ่งควรที่จะมุ่งจัดเก็บภาษีกับกลุ่มคนที่มีฐานะดีในอัตราที่สูง ในขณะที่จัดเก็บภาษีกับกลุ่มคนที่มีรายได้น้อยในอัตราที่ต่ำหรือไม่จัดเก็บเลย โดยในส่วนของงานศึกษานี้จะมุ่งให้ความสำคัญกับเครื่องมือทางด้านรายได้หรือการเก็บภาษีของรัฐบาลเป็นหลัก

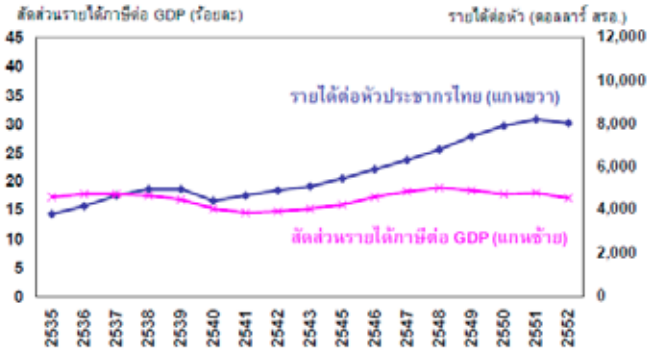
ดังที่ได้กล่าวไปแล้วว่า การจัดเก็บภาษีเพื่อจัดการกับปัญหาความเหลื่อมล้ำของประเทศไทยนั้นควรที่จะมีการจัดเก็บกับกลุ่มผู้มีฐานะดีในอัตราที่สูง และจัดเก็บกับผู้ที่มีรายได้น้อยกว่าในอัตราต่ำกว่า ลดหลั่นกันลงมา การจัดเก็บภาษีลักษณะนี้มักถูกเรียกกันโดยทั่วไปว่าการเก็บภาษีใน 'อัตราก้าวหน้า' (Progressive Rate) ซึ่งสำหรับระบบภาษีของประเทศไทยนั้นมีโครงสร้างที่จัดเก็บในอัตราก้าวหน้าอย่างชัดเจนอยู่เพียงประเภทเดียว นั่นคือ 'ภาษีเงินได้บุคคล

ธรรมดา' ที่มีการจัดเก็บผู้มีเงินได้สุทธิสูงในอัตราภาษีที่สูงกว่า ในขณะที่จัดเก็บผู้มีเงินได้สุทธิต่ำในอัตราที่ต่ำกว่า หรือไม่มีการจัดเก็บเลย อย่างไรก็ตาม ดูเหมือนว่าในภาพรวมแล้วการจัดเก็บภาษีของรัฐบาลไทยในช่วงที่ผ่านมาไม่ได้แสดงถึงการจัดเก็บในอัตราก้าวหน้าแต่อย่างใด

ภาพที่ 2.5 แสดงสัดส่วนรายได้ภาษีที่รัฐบาลจัดเก็บได้ทั้งหมดเทียบกับระดับผลผลิตมวลรวมในประเทศ หรือ GDP ในช่วงปี 2535-2552 โดยที่ในภาพเดียวกันนี้ยังได้แสดงข้อมูลระดับรายได้ต่อหัวของประชากรไทยในช่วงเวลาเดียวกันด้วย จะเห็นได้ว่าในช่วงปี 2535-2552 ดังกล่าว สัดส่วนรายได้ภาษีทั้งหมดต่อ GDP ของประเทศไทยอยู่ในระดับที่ค่อนข้างคงที่ ราว 14-17 เปอร์เซ็นต์ ในขณะที่รายได้ต่อหัวของประชากรไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 2 เท่า จากระดับราว 4,000 ดอลลาร์สหรัฐ มาเป็นราว 8,000 ดอลลาร์สหรัฐ

## ภาพที่ 2.5 สัดส่วนรายได้ภาษีต่อ GDP และรายได้ต่อหัวของประชากรไทยปี 2535-2552

ที่มา: สุรจิต ลักษณะสุด และคณะ (2553) รูปที่ 1



ข้อมูลในภาพที่ 2.5 บ่งชี้ว่า ระบบภาษีของประเทศไทย ในภาพรวมไม่ได้แสดงลักษณะการจัดเก็บในอัตราก้าวหน้า แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากถ้าหากมีการจัดเก็บภาษีในลักษณะ อัตราก้าวหน้าแล้ว สัดส่วนภาษีต่อ GDP ของประเทศไทย ก็ควรที่จะมีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ในช่วงที่รายได้ต่อหัว ประชากรปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นเกือบ 2 เท่าตัวดังกล่าว โดยน่าจะมีคนไทยจำนวนมากขึ้นเสียภาษีในอัตราที่สูงขึ้นจากการ ที่พวกเขาจะมีระดับรายได้เข้าข่ายอัตราก้าวหน้าที่สูงขึ้นดังกล่าว

ตารางที่ 2.2 จะยิ่งสร้างความประหลาดใจมากยิ่งขึ้น ให้กับผู้พบเห็นข้อมูล เนื่องจากในช่วงเวลาใกล้เคียงกันกับ

ภาพที่ 2.5 สัดส่วนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาของประเทศไทย เทียบกับรายได้ของรัฐบาลทั้งหมด ทรงตัวอยู่ในระดับราว 10-14 เปอร์เซ็นต์ ไม่มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนแต่ประการใด ทั้ง ๆ ที่ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาของประเทศไทย มีโครงสร้างอัตราภาษีในลักษณะอัตราก้าวหน้าอย่างชัดเจน เปรียบเทียบกับสัดส่วนภาษีเงินได้นิติบุคคลและภาษีมูลค่าเพิ่ม (ซึ่งในช่วงต้นจะอยู่ในรูปของภาษีการค้า) แล้วจะเห็นได้ว่าสัดส่วนภาษีทั้ง 2 ประเภทหลังนี้มีการปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้ง ๆ ที่ไม่มีลักษณะการจัดเก็บแบบอัตราก้าวหน้าแต่ประการใด

งานศึกษาหลายงานได้แสดงให้เห็นว่าการที่สัดส่วนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาของประเทศไทยไม่ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นขึ้นทั้ง ๆ ที่ผู้คนมีรายได้เฉลี่ยเพิ่มมากขึ้น และอัตราการจัดเก็บมีลักษณะอัตราก้าวหน้าที่ชัดเจนนั้น มีเหตุผลมาจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินลดหย่อนที่มีการเพิ่มประเภทและมูลค่าของเงินลดหย่อนดังกล่าวเรื่อยมา เช่น การให้สิทธิเบี่ยงประกันชีวิตเพื่อหักภาษี กองทุน LTF/RMF หรือการให้สิทธิค่าเลี้ยงดูบิดา/มารดา เป็นต้น ในขณะที่อัตรากาสิโนเงินได้บุคคลธรรมดาก็มีการปรับลดลงมาตลอดในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งทำให้การจัดเก็บภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาในภาพรวมของประเทศไทยไม่ได้ทำหน้าที่ในการลดความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจของประเทศแต่ประการใด<sup>4</sup>

---

4 ผู้อ่านที่มีความสนใจเกี่ยวกับรายละเอียดของโครงสร้างภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาของประเทศไทยสามารถอ่านเพิ่มเติมได้จากงานเขียนเรื่อง 'ระบบภาษีเพื่อลดความเหลื่อมล้ำ' ของผู้เขียน

## ตารางที่ 2.2 สัดส่วนรายได้ที่รัฐบาลจัดเก็บได้ทั้งหมด ในช่วงปี 2533-2553

ที่มา: สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

ปีงบประมาณ	2533 - 2535	2539 - 2541	2545 - 2547	2551 - 2553
ประเภทรายได้	สัดส่วนต่อรายได้รวม (ร้อยละ)	สัดส่วนต่อรายได้รวม (ร้อยละ)	สัดส่วนต่อรายได้รวม (ร้อยละ)	สัดส่วนต่อรายได้รวม (ร้อยละ)
1. รายได้จากภาษีอากร	87.0	88.8	89.7	89.2
1.1 ภาษีทางตรง	26.2	30.3	32.2	39.1
- ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา	10.0	13.3	10.9	11.1
- ภาษีเงินได้นิติบุคคล	15.6	16.4	19.2	23.7
- ภาษีเงินได้ปิโตรเลียม	0.5	0.5	2.2	4.3
1.2 ภาษีทางอ้อม	60.8	58.5	57.5	50.1
1.2.1 ภาษีการขายทั่วไป	22.7	28.0	26.1	27.7
- ภาษีการค้า	17.1	0.0	0.0	0.0
- ภาษีมูลค่าเพิ่ม	4.2	23.5	24.2	26.1
- ภาษีสรรพสามิต	0.6	3.9	1.4	1.2
- อากรรแสดมปี	0.8	0.5	0.5	0.4
1.2.2 ภาษีสรรพสามิต	18.9	19.2	22.0	17.6
1.2.3 อากรนำขา-ส่งออก	19.2	11.3	9.4	4.9
2. รายได้ที่ไม่ใช่ภาษี	13.0	11.2	10.3	10.8
3. รวมทั้งสิ้น	100.0	100.0	100.0	100.0

ข้อมูลในภาพที่ 2.5 และในตารางที่ 2.2 ได้ชี้ให้เห็นว่า ระบบภาษีของประเทศไทยในช่วงเวลาราว 20 ปีที่ผ่านมา ไม่ได้ทำหน้าที่ในการลดความเหลื่อมล้ำทางด้านเศรษฐกิจให้กับประเทศไทยอย่างชัดเจนแต่ประการใด นั่นคือ ระบบภาษีของไทยในช่วงเวลาดังกล่าวไม่ได้แสดงให้เห็นว่ามีการจัดเก็บผู้ที่มีฐานะดีในอัตราภาษีที่เพิ่มสูงขึ้นแต่ประการใด ดังนั้นระบบภาษีไทยควรที่จะมีการปรับโครงสร้างเพื่อให้สามารถทำหน้าที่ในการลดความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจให้กับประเทศได้อย่างชัดเจนมากยิ่งขึ้น







---

---

ภาษีผลได้จากทุนและบทบาทในการ  
ลดความเหลื่อมล้ำ

---

---

ผลได้จากทุน (Capital Gain) หมายถึง กำไรที่เกิดขึ้นจากผลต่างของราคาขายสินทรัพย์หรือหลักทรัพย์ที่สูงกว่าราคาต้นทุน ยกตัวอย่างเช่น ถ้าหากนายแดงได้ซื้อหุ้นปตท. ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ราคา 200 บาท จำนวน 1,000 หุ้น และขายหุ้นดังกล่าวทั้งหมดในราคา 350 บาท นายแดงจะมีผลได้จากทุนที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นดังกล่าวจำนวน  $(350 - 200) \times 1,000 = 150,000$  บาท โดยที่นายแดงอาจต้องจ่ายค่าบริการให้กับบริษัทหลักทรัพย์และภาษีมูลค่าเพิ่มที่คำนวณบนฐานค่าบริการของบริษัทหลักทรัพย์อีกจำนวนเล็กน้อย ในปัจจุบันผลได้จากทุนที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ลักษณะนี้ของนายแดงจะไม่ถูกนับรวมเข้าเป็นเงินได้เพื่อเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาแต่ประการใด ซึ่งมีความแตกต่างจากเงินได้ที่เกิดจากการชิงโชคลักษณะอื่น ๆ ที่ผู้ได้รับเงินได้จากการชิงโชคดังกล่าวจะต้องนับรวมเข้าไปเพื่อเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาด้วย

ประเด็นที่น่าสนใจของผลได้จากทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลได้จากทุนในการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย อยู่ที่การได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา โดยที่ผลได้จากทุนดังกล่าวน่าจะถือได้ว่าเป็นเงินได้ของคนไทยอีกประเภทหนึ่ง โดยเงินได้ลักษณะนี้น่าจะมีลักษณะใกล้เคียงกันกับเงินได้จากการชิงโชค ซึ่งผู้ได้รับเงินได้ไม่ต้องเสียกำลังแรงกายมากมายนักเพื่อให้ได้รับเงินได้ลักษณะนี้มา การยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากผลได้

จากทุนมีเหตุผลหลักเพื่อพัฒนาตลาดหุ้นของไทยให้เกิดการเข้ามาลงทุนและระดมทุนอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม อาจมองได้ว่าการยกเว้นภาษีผลได้จากทุนดังกล่าวอาจสร้างความไม่เป็นธรรมให้กับระบบภาษีไทยได้

### 3.1 บัลลทุนในตลาดหุ้นมักจะเป็นกลุ่มผู้มีรายได้สูงของประเทศ

ประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่มีการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนมาอย่างต่อเนื่องยาวนานนับตั้งแต่ปี 2456 (ค.ศ. 1913) โดยในช่วงเกือบหนึ่งศตวรรษที่ผ่านมาถึงแม้จะมีการปรับเปลี่ยนอัตราและเงื่อนไขในการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนอยู่บ้าง แต่ไม่เคยมีช่วงเวลาใดเลยที่สหรัฐอเมริกาจะยกเว้นการเก็บภาษีผลได้จากทุนดังกล่าว การปรับเปลี่ยนอัตราการจัดเก็บภาษีและเงื่อนไขในการจัดเก็บภาษีของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ทำให้เกิดงานศึกษาเกี่ยวกับภาษีผลได้จากทุนอยู่เป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งงานศึกษาในยุคหลัง ๆ ที่ระบบข้อมูลเกี่ยวกับผลได้จากทุนมีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

งานศึกษาของ Friedman and Richards (2006) ได้แสดงให้เห็นว่าการปรับลดอัตราภาษีผลได้จากทุนและอัตราภาษีเงินปันผลลงในปี 2546 (ค.ศ. 2003) สร้างประโยชน์ให้กับครัวเรือนที่มีรายได้สูงของประเทศในระดับที่สูงกว่าครัวเรือนกลุ่มอื่น ๆ เป็นอันมาก โดยถึงแม้ว่าผู้คนส่วนใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกาจะมีส่วนร่วมในการลงทุนใน

ตลาดหุ้นในปัจจุบัน แต่ราวร้อยละ 40 ของการลงทุนดังกล่าว กระทำผ่านกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ซึ่งได้รับการยกเว้นภาษี ผลได้จากทุนและภาษีเงินปันผลอยู่แล้ว ในขณะที่กว่า 2 ใน 3 ของกลุ่มครัวเรือนที่มีรายได้สูงสุด 10 เปอร์เซนต์แรกของประเทศลงทุนในหุ้นโดยไม่ผ่านกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ โดยที่มูลค่าการลงทุนคิดเป็นราวร้อยละ 70 ของเงินลงทุนในหุ้น ทั้งหมดที่มีภาวะภาษีผลได้จากทุนและภาษีเงินปันผล

ในกรณีของประเทศไทยนั้น ถึงแม้ว่าจะไม่สามารถระบุสัดส่วนการลงทุนในหุ้นของผู้คนในกลุ่มรายได้ต่าง ๆ ได้อย่างชัดเจน แต่จากข้อมูลแวดล้อมหลาย ๆ ประการอาจทำให้เราคาดเดาได้ว่านักลงทุนในตลาดหุ้นของประเทศไทย ทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดน่าจะอยู่ในกลุ่มผู้มีรายได้สูงสุด 20 เปอร์เซนต์แรกของประเทศได้ไม่ยากนัก ตารางที่ 3.1 แสดงข้อมูลจำนวนบัญชีซื้อขายหุ้นของบริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดในประเทศไทยในปี 2555 จะเห็นได้ว่า ข้อมูลในเดือนกรกฎาคม 2555 แสดงให้เห็นว่ามีนักลงทุนที่เปิดบัญชีซื้อขายหุ้นทั้งหมดราว 7.5 แสนราย หรือคิดเป็นสัดส่วนราวร้อยละ 1 ของประชากรทั้งหมดของประเทศไทย เท่านั้น

### ตารางที่ 3.1 จำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ ในตลาตหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2555

ที่มา: ตลาตหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อมูลปี 2555	ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.	ก.ค.
<b>ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่าน Broker และ Sub-broker</b>							
มูลค่าการซื้อขายของบัญชี Margin (% ของมูลค่าซื้อขายของตลาตในประเทศไทยทั้งหมด)	25.12	26.38	26.12	23.30	21.20	20.41	21.99
มูลค่าการซื้อขายของบัญชี Cash (% ของมูลค่าซื้อขายของตลาตในประเทศไทยทั้งหมด)	74.88	73.62	73.88	76.69	78.80	79.59	78.01
จำนวนลูกค้าที่เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ (ราย)	704,131	711,461	721,729	728,926	739,862	750,097	752,273
จำนวนลูกค้าที่มีการซื้อขาย (ราย)	160,876	189,722	189,443	169,051	200,577	166,037	190,563
<b>ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านระบบ Internet</b>							
จำนวนลูกค้าที่เปิดบัญชีทั้งหมด (ราย)	350,173	357,874	367,948	373,275	383,910	387,182	397,517
จำนวนลูกค้าที่มีการซื้อขาย (ราย)	81,790	96,649	99,224	90,817	107,373	89,452	103,373
มูลค่าซื้อขายผ่านระบบ Internet (ล้านบาท)	265,296	390,585	391,665	247,787	387,884	264,324	330,041
ร้อยละมูลค่าซื้อขายผ่านระบบ Internet ต่อมูลค่าการซื้อขาย รวมในตลาตหลักทรัพย์	26.88	26.96	27.20	26.13	27.88	25.08	26.84

การซื้อขายหุ้นข้างต้นจะมีอยู่ด้วยกัน 2 รูปแบบหลัก นั่นคือ 1) การซื้อขายผ่านบัญชี Margin ซึ่งก็คือบัญชีเงินกู้กับบริษัทตัวแทนซื้อขายหุ้น และ 2) การซื้อขายผ่านบัญชีเงินสด ซึ่งนักลงทุนจะต้องทำการฝากเงินหรือยินยอมให้มีการตัดเงินผ่านบัญชีเงินฝาก การซื้อขายในลักษณะแรกนั้น นักลงทุนจะต้องมีการขออนุมัติวงเงินสินเชื่อกับบริษัทตัวแทนซื้อขายหุ้นหรือสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้อง ซึ่งแน่นอนว่าการขออนุมัติดังกล่าวจำเป็นจะต้องใช้ความน่าเชื่อถือทางการเงินในระดับสูง ซึ่งคนระดับรากหญ้าไม่สามารถเข้าถึงวงเงินสินเชื่อลักษณะดังกล่าวได้ ในขณะที่ในการซื้อขายลักษณะที่สอง นักลงทุนจะต้องมีเงินสดออมไว้ล่วงหน้า

### ก่อนการซื้อหุ้น

ตารางที่ 3.2 แสดงจำนวนและมูลค่าเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ไทยทั้งระบบ จำแนกตามขนาดของบัญชีเงินฝาก ณ เดือนสิงหาคม 2555 จะเห็นได้ว่าบัญชีเงินฝากราว 69 ล้านบัญชี ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราวร้อยละ 86.6 ของจำนวนบัญชีเงินฝากทั้งหมดนั้นมีเงินฝากอยู่ในระดับต่ำกว่า 50,000 บาท/บัญชี และมีมูลค่าเงินฝากรวมอยู่เพียงราว 3.3 แสนล้านบาท หรือราวร้อยละ 3.4 ของมูลค่าเงินฝากในธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบเท่านั้น ทั้งนี้ ไม่ได้หมายความว่าบัญชีเงินฝากทั้งหมดที่มีเงินฝากต่ำกว่า 50,000 บาท/บัญชี จะเป็นของผู้มีรายได้น้อยในประเทศไทย เนื่องจากในความเป็นจริงแล้วกลุ่มคนจนและคนเกือบจนของประเทศราว 10 ล้านคน ไม่น่าที่จะสามารถมีบัญชีเงินฝากกับธนาคารพาณิชย์ได้ ในขณะที่กลุ่มผู้มีรายได้สูงของประเทศน่าจะมีบัญชีเงินฝากมากกว่า 1 บัญชี/คน ซึ่งบัญชีบางส่วนอาจมีมูลค่าเงินฝากต่ำกว่า 50,000 บาท/บัญชีได้

ในขณะที่จำนวนบัญชีเงินฝากที่มีเงินฝากเกินกว่า 100,000 บาท/บัญชี จะมีอยู่ด้วยกันราว 7.3 ล้านบัญชี มีจำนวนสูงกว่าจำนวนบัญชีซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในตารางที่ 3.1 อย่างชัดเจน และยิ่งเมื่อดูข้อมูลการถือครองรายได้ของประชากรไทยแยกตามระดับรายได้ ในตารางที่ 2.1 ประกอบด้วยแล้วจะยิ่งเห็นได้ว่าผู้ที่มีเงินฝากเกินกว่า

### ตารางที่ 3.2 เงินรับฝากแยกตามขนาดของเงินฝาก ของธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบ ณ สิงหาคม 2555

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ส.ค. 2555		จำนวนบัญชี		สัดส่วน (ร้อยละ)	จำนวนเงิน	
		จำนวน (บัญชี)	มูลค่า (ล้านบาท)		มูลค่า (ล้านบาท)	สัดส่วน (ร้อยละ)
1	ไม่เกิน 50,000 บาท	69,046,294	332,383	86.62%	332,383	3.43%
2	เกินกว่า 50,000 บาท แต่ไม่เกิน 100,000 บาท	3,377,966	241,018	4.24%	241,018	2.49%
3	เกินกว่า 100,000 บาท แต่ไม่เกิน 200,000 บาท	2,689,305	375,785	3.37%	375,785	3.88%
4	เกินกว่า 200,000 บาท แต่ไม่เกิน 300,000 บาท	2,355,104	749,396	2.95%	749,396	7.74%
5	เกินกว่า 300,000 บาท แต่ไม่เกิน 1,000,000 บาท	1,082,073	787,956	1.36%	787,956	8.14%
6	เกินกว่า 1,000,000 บาท แต่ไม่เกิน 10,000,000 บาท	1,067,004	2,741,137	1.34%	2,741,137	28.31%
7	เกินกว่า 10,000,000 บาท แต่ไม่เกิน 25,000,000 บาท	58,746	891,012	0.07%	891,012	9.20%
8	เกินกว่า 25,000,000 บาท แต่ไม่เกิน 50,000,000 บาท	18,433	660,670	0.02%	660,670	6.82%
9	เกินกว่า 50,000,000 บาท แต่ไม่เกิน 100,000,000 บาท	7,743	546,126	0.01%	546,126	5.64%
10	เกินกว่า 100,000,000 บาท แต่ไม่เกิน 200,000,000 บาท	3,359	472,328	0.00%	472,328	4.88%
11	เกินกว่า 200,000,000 บาท แต่ไม่เกิน 500,000,000 บาท	1,830	560,834	0.00%	560,834	5.79%
12	ตั้งแต่ 500,000,000 บาทขึ้นไป	783	1,323,832	0.00%	1,323,832	13.67%
13	รวม	79,708,640	9,682,476	100.00%	9,682,476	100.00%

100,000 บาท/บัญชี ส่วนใหญ่น่าจะเป็นกลุ่มผู้มีรายได้สูง 20 เพอร์เซ็นต์แรกของประเทศไทย เมื่อนำเอาข้อมูลเหล่านี้มาประกอบกันอาจกล่าวได้ว่านักลงทุนที่เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์กับบริษัทนายหน้าจะอยู่ในกลุ่มผู้มีรายได้สูง 20 เพอร์เซ็นต์แรกของประเทศทั้งหมด หรือเกือบทั้งหมด

ตารางที่ 3.3 แสดงข้อมูลของตระกูลเศรษฐีหุ้นไทย ซึ่งมีมูลค่าการถือครองหุ้นสูงสุดในปี 2554 จะเห็นได้ว่ากลุ่ม 24 ตระกูลซึ่งถือครองหุ้นมูลค่าสูงสุดของประเทศถือครองหุ้นรวมกันคิดเป็นมูลค่าราว 2.66 แสนล้านบาท ทั้งนี้ อาจสังเกตได้ว่าตระกูลเศรษฐีไทยบางตระกูลขาดหายไป ยกตัวอย่างเช่น ตระกูลเจียรวนนท์ หรือตระกูลสิริวัฒนภักดี เป็นต้น ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าการถือครองหุ้นของตระกูลเศรษฐีที่หายไปเหล่านี้อาศัยบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้ถือครองอีกทอดหนึ่ง ซึ่งทำให้ตระกูลเหล่านี้ไม่อยู่ในฐานะของผู้ถือครองหุ้นทางตรง นอกจากนั้นแล้วยังมีผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอีกเป็นจำนวนมากที่ยังไม่ติดอยู่ในทำเนียบ 24 ตระกูลนี้ ซึ่งจากข้อมูลเหล่านี้จะเห็นได้ว่ากลุ่มผู้มีรายได้สูงของประเทศไทยน่าจะเป็นกลุ่มที่ถือครองหุ้นไทยอยู่ในสัดส่วนที่สูงด้วยเช่นเดียวกัน



### ตารางที่ 3.3 ตระกูลเศรษฐีหุ้นไทย (อ้างอิงมูลค่าหุ้นจากปี 2554)

ที่มา: ดวงมณี (2555) อ้างถึง วารสารการเงินธนาคารร่วมกับอาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

1. มาสินนท์	37,859.64	13. ไอศถานูเคราะห์	7,905.25
2. วิจิตรพงศ์พันธุ์	22,166.84	14. แสงศาสตรา	7,701.00
3. จิราธิวัฒน์	21,340.80	15. ตั้งมดิธรรม	7,208.85
4. อัสวโภคิน	18,567.45	16. วีรบรรพต	7,136.40
5. ทองแดง	15,328.38	17. หาญพาณิชย์	6,747.50
6. กาญจนพาสน์	13,918.30	18. สิริมงคลเกษม	5,947.47
7. ปราสาททองอิสถ	12,999.24	19. เลี้ยวไพรัตน์	5,818.77
8. จันศิริ	12,113.90	20. วิญญูรัตน์	5,233.07
9. มหากิจศิริ	11,707.12	21. พูลวรลักษณ์	5,059.05
10. โสภณพิช	11,110.54	22. ชินวัตร ดามาพงศ์	4,738.15
11. วิทยากร	10,042.00	23. กรมดิษฐ์	3,583.57
12. ว่องกุศลกิจ	8,875.42	24. หอรุ่งเรือง	2,892.93
<b>รวม</b>	<b>196,029.63</b>	<b>รวม</b>	<b>69,972.01</b>

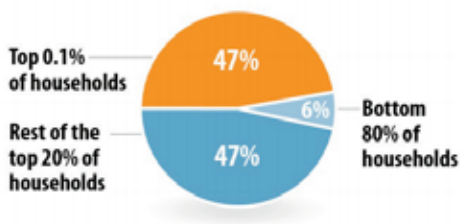
ย้อนกลับไปทีประเทศสหรัฐอเมริกา การถือครองหุ้นและสินทรัพย์อื่นๆ ในสัดส่วนที่สูงของกลุ่มผู้มีรายได้สูงได้ส่งผลให้ผลตอบแทนในรูปแบบผลได้จากทุนส่วนใหญ่ตกอยู่กับกลุ่มผู้มีรายได้สูงเป็นหลัก ภาพที่ 3.1 แสดงสัดส่วนของผู้รับประโยชน์ผลได้จากทุนทั้งหมด (รวมผลได้จากทุนจากสินทรัพย์รูปแบบอื่นๆ ด้วย) ในประเทศสหรัฐอเมริกาในปี 2554 จากข้อมูลในภาพดังกล่าวจะเห็นได้ว่าผลได้จากทุนในสัดส่วนร้อยละ 47 ตกเป็นของกลุ่มผู้มีรายได้สูงสุด 0.1 เปอร์เซ็นต์แรกของประเทศ ในขณะที่ผลได้จากทุน

อีกรวาร้อยละ 47 ตกเป็นของกลุ่มผู้มีรายได้สูงสุด 19.9 เปอร์เซ็นต์รองลงมา ในขณะที่กลุ่ม 80 เปอร์เซ็นต์ที่เหลือได้รับประโยชน์จากผลได้จากทุนรวมกันเพียงรวาร้อยละ 6 ของผลได้จากทุนทั้งหมด

ผลประโยชน์ในรูปผลได้จากทุนจำนวนมากที่กลุ่มผู้มีรายได้สูงได้รับ ส่งผลให้ผลได้จากทุนดังกล่าวเมื่อคิดรวมกับรายได้จากเงินปันผลแล้ว มีสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับรายได้ทั้งหมดของกลุ่มประชากรเหล่านั้น ภาพที่ 3.2 แสดงข้อมูลสัดส่วนรายได้ของกลุ่มประชากรจำแนกตามระดับรายได้ของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มาจากผลได้จากทุนและเงินปันผลในปี 2546 จะเห็นได้ว่ากลุ่มประชากรที่มีรายได้สูงจะยังมีสัดส่วนรายได้จากผลได้จากทุนและเงินปันผลในระดับที่สูงขึ้น ซึ่งถ้าหากมีการปรับลดอัตรากาษีผลได้จากทุนหรืออัตรากาษีเงินปันผล โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าหากมีการยกเว้นกาษีผลได้จากทุน จะทำให้กลุ่มผู้มีรายได้สูงได้รับประโยชน์ในระดับสูงกว่าผู้คนในกลุ่มรายได้ต่ำกว่า

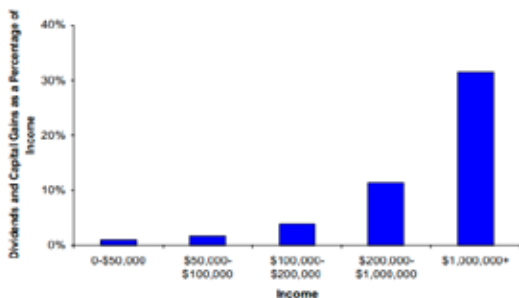
### ภาพที่ 3.1 สัดส่วนผลได้จากทุนระยะยาวที่ประชากรกลุ่มต่างๆ ในประเทศสหรัฐอเมริกาได้รับ ปี 2554

ที่มา: Huang and Marr (2012)



### ภาพที่ 3.2 สัดส่วนรายได้ของกลุ่มประชากรต่างๆ ในประเทศสหรัฐอเมริกา ที่มาจากผลได้จากทุนและเงินปันผล ปี 2546

ที่มา: Friedman and Richards (2006)



### 3.2 ภาษีผลได้จากทุนกับปัญหาความเหลื่อมล้ำ

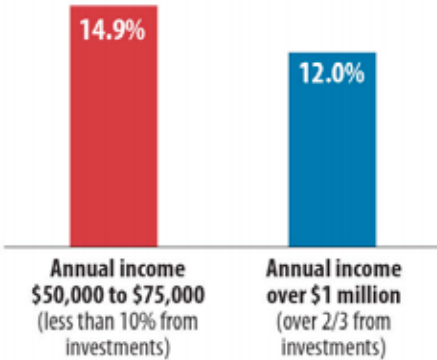
จากข้อมูลในภาพที่ 3.2 จะเห็นได้ว่ากลุ่มคนที่มีรายได้ในช่วง 50,000-75,000 ดอลลาร์สหรัฐ มีส่วนแบ่งรายได้ที่มาจากผลได้จากทุนและเงินปันผลในระดับราว 2-3 เปอร์เซ็นต์เท่านั้น ในขณะที่กลุ่มที่มีรายได้มากกว่า 1 ล้านดอลลาร์มีส่วนแบ่งรายได้ที่มาจากผลได้จากทุนและเงินปันผลสูงกว่า 30 เปอร์เซ็นต์ ในกรณีที่มีการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนและภาษีเงินปันผลในอัตราที่ต่ำกว่าอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาปกติ โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายหลังจากการปรับลดอัตราภาษีผลได้จากทุนและอัตราภาษีเงินปันผลลงเพื่อกระตุ้นระบบเศรษฐกิจในปี 2554 ก็อาจส่งผลให้อัตรากาซีที่ต้องจ่ายจริงของกลุ่มคนที่มีรายได้เกิน 1 ล้านดอลลาร์บางคนอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราภาษีที่จ่ายจริงของกลุ่มคนที่มีรายได้ต่ำกว่าได้

อัตราภาษีที่จ่ายจริงของผู้คนในแต่ละกลุ่มสามารถคำนวณได้จากเม็ดเงินที่คนแต่ละกลุ่มจ่ายภาษีให้กับรัฐบาลหารด้วยมูลค่ารายได้ทั้งหมดของกลุ่ม โดยอัตราดังกล่าวมักถูกเรียกกันทั่วไปในวงวิชาการว่าอัตราภาษีแท้จริง (Effective Tax Rate) ภาพที่ 3.3 แสดงอัตราภาษีแท้จริงเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มคน 2 กลุ่ม ได้แก่ 1) กลุ่มคนอเมริกันทั้งหมดที่มีรายได้ในช่วง 50,000-75,000 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อปี กับ 2) กลุ่มคนอเมริกียบางส่วนที่มีรายได้สูงกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ต่อปี โดยที่มีส่วนแบ่งรายได้จากผลได้จากทุนและ

เงินปันผลในสัดส่วนที่สูง จากภาพดังกล่าวจะเห็นได้ว่าในปี 2554 กลุ่มคนที่มีรายได้ในช่วง 50,000-75,000 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อปี กลับต้องเสียภาษีในอัตรา 14.9 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งอยู่ในระดับสูงกว่าอัตราภาษีที่จ่ายโดยคนในกลุ่มที่มีรายได้สูงกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ บางส่วนเสียอีก

### ภาพที่ 3.3 อัตราภาษีแท้จริงเปรียบเทียบ 2 กลุ่มประชากรในประเทศสหรัฐอเมริกา ปี 2554

ที่มา: Huang and Marr (2012)



การปรับลดอัตราจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนและอัตราภาษีเงินปันผลของสหรัฐอเมริกาได้ส่งผลให้ระบบภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาของประเทศไม่มีลักษณะการจัดเก็บในอัตราก้าวหน้า นั่นคือ ผู้ที่มีรายได้สูงกว่าไม่ได้ถูกจัดเก็บภาษีใน

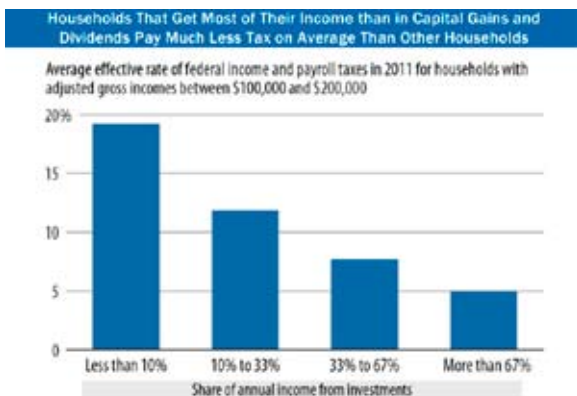
อัตราที่สูงกว่าคนที่มียาได้ต่ำกว่า ซึ่งทำลายความสามารถในการทำหน้าที่ลดความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจของระบบภาษีลง และที่สำคัญคือ รายได้ส่วนใหญ่ของกลุ่มคนรายได้ต่ำมักมีที่มาจากเงินเดือนหรือค่าจ้างทำงานซึ่งได้มาด้วยความยากลำบาก ในขณะที่รายได้ของกลุ่มคนที่มียาได้สูงมีที่มาจากผลได้จากทุนและเงินปันผลในสัดส่วนที่สูงกว่ามาก การจัดเก็บภาษีกับกลุ่มคนที่มียาได้ต่ำกว่าในอัตราที่สูงกว่าสามารถกล่าวได้ว่าสร้างความไม่เป็นธรรมในระบบการจัดเก็บภาษีขึ้นมาได้

หลักความเป็นธรรมในการจัดเก็บภาษีอีกลักษณะหนึ่ง คือ การจัดเก็บภาษีกับกลุ่มผู้ที่มีความสามารถในการจ่ายภาษีใกล้เคียงกันด้วยอัตราที่เท่ากัน การปรับลดหรือละเว้นการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนและภาษีเงินปันผลอาจทำลายหลักความเป็นธรรมในการจัดเก็บภาษีลักษณะนี้ลงได้ ภาพที่ 3.4 แสดงอัตราภาษีแท้จริงที่จัดเก็บกับกลุ่มคนอเมริกันที่มีรายได้ใกล้เคียงกัน คือ มีรายได้อยู่ในช่วง 1-2 แสนเหรียญต่อปี แต่มีส่วนแบ่งรายได้จากผลได้จากทุนและเงินปันผลในสัดส่วนที่แตกต่างกัน จากภาพที่ 3.4 จะเห็นได้ว่ากลุ่มคนที่มียาได้ต่อปีใกล้เคียงกันจ่ายภาษีในอัตราที่มีความแตกต่างกันเป็นอย่างมาก โดยกลุ่มที่มีส่วนแบ่งรายได้จากผลได้จากทุนและเงินปันผลในระดับต่ำกว่า 10 เปอร์เซ็นต์ เสียภาษีอัตราแท้จริงในระดับราว 18-19 เปอร์เซ็นต์ ในขณะที่กลุ่มที่มีส่วนแบ่งรายได้จากผลได้จากทุนและเงินปันผลสูงกว่า 67

เปอร์เซ็นต์ เสียภาษีในอัตราต่ำกว่า 1 ใน 3 ของกลุ่มแรก  
เท่านั้น ความไม่เป็นธรรมทางภาษีในลักษณะนี้อาจ ส่งผล  
ให้เกิดความพยายามในการหลีกเลี่ยงภาษีขึ้นมาได้

ภาพที่ 3.4 อัตราภาษีแท้จริงเปรียบเทียบกลุ่มประชากรที่มี  
รายได้จากการลงทุนในสัดส่วนที่แตกต่างกันของประเทศ  
สหรัฐอเมริกา ปี 2554

ที่มา: Huang and Marr (2012)



Source: Urban-Brookings Tax Policy Center (Table T1.1.0317)

### 3.3 ภาษีผลได้จากทุนกับประสิทธิภาพในระบบเศรษฐกิจ

นอกจากประเด็นความไม่เป็นธรรมและการลดทอนความสามารถในการลดความเหลื่อมล้ำของระบบภาษีลงแล้ว การปรับลดหรือยกเว้นอัตราภาษีผลได้จากทุนยังถูกเชื่อมโยงเข้ากับประเด็นความมีประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรของระบบเศรษฐกิจอีกด้วย โดยงานศึกษาของ Huang and Marr (2012) ได้หยิบยกแนวคิดสองรูปแบบได้แก่

1) การปรับลดหรือยกเว้นภาษีผลได้จากทุนทำให้เกิดการบิดเบือนผลตอบแทนจากการลงทุนในภาพรวม โดยทำให้ผลตอบแทนภายหลังจากหักภาษีของการลงทุนในหุ้นสูงกว่าการลงทุนในรูปแบบอื่นๆ ที่เสียภาษี ซึ่งทำให้เกิดการโอนย้ายทรัพยากรมาลงทุนในหุ้น ทั้งๆ ที่การลงทุนดังกล่าวอาจให้ผลประโยชน์โดยรวมต่อสังคมน้อยกว่าการลงทุนรูปแบบอื่นๆ

2) การปรับลดหรือยกเว้นภาษีผลได้จากทุนทำให้เกิดช่องว่างในการหลีกเลี่ยงภาษี ยกตัวอย่างเช่น ความพยายามในการตีความรายได้บางประเภทให้เข้าข่ายผลได้จากทุนเพื่อหลีกเลี่ยงภาษี ความพยายามลักษณะนี้ได้ก่อให้เกิดการใช้ทรัพยากรบุคคลจำนวนมากเพื่อประโยชน์ในการหลีกเลี่ยงภาษีดังกล่าว โดยทรัพยากรบุคคลเหล่านี้สามารถสร้างประโยชน์ให้กับส่วนรวมได้มากกว่าในการทำหน้าที่อื่นๆ ให้กับสังคม



ในส่วนของคุณภาพสัมพันธภาพระหว่างการปรับลดอัตราหรือยกเว้นภาษีผลได้ต่อระดับการออมและการลงทุนนั้น งานศึกษาของ Gravelle (2003) ไม่พบความสัมพันธ์ว่าการปรับลดอัตราหรือยกเว้นภาษีผลได้จากทุนจะก่อให้เกิดการออมและการลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญแต่ประการใด ระดับการออมของประเทศสหรัฐอเมริกาปรับลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงราว 30 ปีที่ผ่านมา พร้อมๆ กันกับการปรับลดอัตราภาษีผลได้จากทุนที่ปรับลดจากอัตรา 28 เปอร์เซ็นต์ในปี 2530 (ค.ศ. 1987) มาสู่อัตรา 15 เปอร์เซ็นต์ ในช่วงปี 2546 (ค.ศ. 2003)

ประเด็นความไม่มีประสิทธิภาพในระบบเศรษฐกิจและการไม่มีผลกระทบต่อระดับการออมและการลงทุนถูกนำมาเชื่อมโยงกับการปรับตัวของระบบเศรษฐกิจในภาพรวม ภาพที่ 3.5 แสดงข้อมูลอัตราสูงสุดของภาษีผลได้จากทุนเปรียบเทียบกับอัตราการเติบโตของระบบเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาในช่วงราว 60 ปีที่ผ่านมา ซึ่งจากภาพดังกล่าวจะเห็นได้ว่าอัตราสูงสุดของภาษีผลได้จากทุนปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นในช่วงปี 2508-2518 (ค.ศ. 1965-1975) และค่อยๆ ปรับตัวลดลงตั้งแต่ราวปี 2520 (ค.ศ. 1977) เป็นต้นมา อย่างไรก็ตาม อัตราการเติบโตของประเทศสหรัฐอเมริกาทลอดช่วง 60 ปีที่ผ่านมา ไม่ได้แสดงความสัมพันธ์ที่ชัดเจนต่อการปรับตัวของอัตราภาษีผลได้จากทุนแต่ประการใด โดยงานศึกษาของ Huang and Marr (2012) ได้ให้คำอธิบายว่า ผลดีและผลเสีย

ของการปรับเปลี่ยนอัตราภาษีผลได้จากทุนน่าจะอยู่ในระดับใกล้เคียงกัน ซึ่งทำให้การปรับเปลี่ยนอัตราภาษีดังกล่าวไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตของระบบเศรษฐกิจ

ภาพที่ 3.5 อัตราสูงสุดของภาษีผลได้จากทุนเทียบกับอัตราการเติบโตของ GDP ประเทศสหรัฐอเมริกา

ที่มา: Huang and Marr (2012)





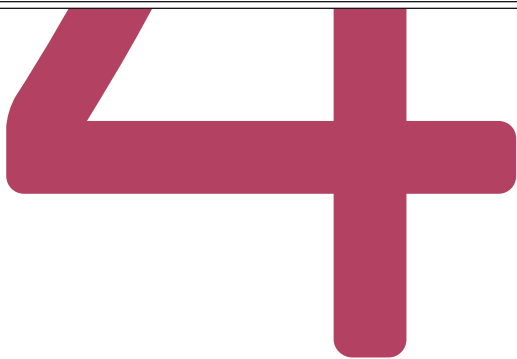
---

---

ภาษีผลได้จากทุนและผลกระทบ  
ต่อตลาดหุ้น

---

---



การยกเว้นภาษีผลได้จากทุนในการซื้อขายหุ้นของประเทศไทยมีจุดมุ่งหมายหลักเพื่อสนับสนุนการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถือเป็นองค์ประกอบหลักของตลาดทุนของประเทศไทย ในส่วนของการศึกษานี้จะนำเสนอแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับบทบาทของตลาดทุนและตลาดหุ้น องค์ประกอบที่สำคัญต่อการพัฒนาตลาดหุ้น และบทบาทของงานศึกษาในประเทศที่มีการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนในประเด็นผลกระทบของการจัดเก็บภาษีดังกล่าวต่อการพัฒนาตลาดหุ้น

#### 4.1 แนวคิดเกี่ยวกับตลาดทุนและตลาดหุ้น

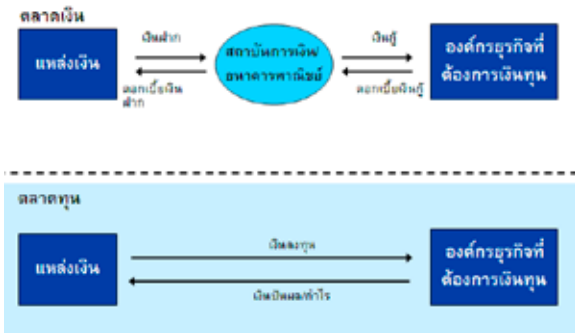
ตลาดทุนถือเป็นองค์ประกอบสำคัญอันหนึ่งในระบบการเงิน (Financial System) ของแต่ละประเทศ โดยระบบการเงินดังกล่าวทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการโอนย้ายเงินจากแหล่งเงินไปสู่กลุ่มองค์กรธุรกิจหรือนักลงทุนที่ต้องการเงินทุน แหล่งทุนเกิดจากการที่กลุ่มคนหรือองค์กรกลุ่มหนึ่งของประเทศมีเงินสดส่วนเกินจากการใช้จ่ายของตนเอง โดยที่ไม่มีโครงการลงทุนที่น่าสนใจเพื่อนำเงินสดดังกล่าวไปหาผลประโยชน์ ในขณะที่กลุ่มคนหรือองค์กรอีกกลุ่มหนึ่งของประเทศมีความต้องการในการใช้จ่ายมากกว่าเงินสดที่ตนเองมีอยู่ หรืออาจมีโครงการลงทุนที่น่าสนใจแต่ไม่มีเงินสดเพียงพอเพื่อลงทุนในโครงการดังกล่าว ระบบการเงินสร้างประโยชน์ให้กับประเทศในแง่ของการเป็นตัวกลางโอน

ย้ายเงินสดที่ไม่ได้ถูกใช้ประโยชน์ไปสู่กลุ่มที่มีโครงการใช้ประโยชน์เงินสดก่อนดังกล่าวอย่างน่าสนใจ ทำให้เงินสดที่มีอยู่ทั้งประเทศมีการใช้ประโยชน์เพิ่มมากขึ้นในภาพรวม

ตลาดทุนทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการโอนย้ายเงินในลักษณะที่แตกต่างจากธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินประเภทอื่น ๆ โดยในกรณีของสถาบันการเงินนั้น แหล่งเงินหรือผู้ออมเงินจะติดต่อกับสถาบันการเงินเพื่อออมเงิน ในขณะที่องค์กรธุรกิจหรือนักลงทุนที่ต้องการเงินลงทุนก็จะติดต่อกับสถาบันการเงินเพื่อขอกู้เงิน ซึ่งสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่ตัวกลางดังกล่าวก็จะหารายได้จากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย นั่นคือ สถาบันการเงินจะกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากให้อยู่ในระดับต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ซึ่งรายได้จากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวถือเป็นรายได้หลักของสถาบันการเงิน แต่ในกรณีของตลาดทุนนั้นจะทำตัวคล้ายกับตลาดซึ่งเป็นศูนย์กลางให้แหล่งเงินและองค์กรธุรกิจที่ต้องการเงินทุนมาพบปะกันโดยตรง โดยองค์กรธุรกิจที่ต้องการเงินทุนจะออกตราสารการเงิน เช่น หุ้นกู้ หรือหุ้นสามัญ เพื่อขอกู้เงินกับแหล่งทุนผ่านตลาดทุนประเภทต่าง ๆ ภาพที่ 4.1 แสดงการทำหน้าที่ในลักษณะที่แตกต่างกันของสถาบันการเงินและตลาดทุน

### ภาพที่ 4.1 แผนผังแสดงการทำหน้าที่ของสถาบันการเงินและตลาดทุน

ที่มา: เอกสารนำเสนอ 'บทบาทของตลาดทุนและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย' ตลท. ([http://www.set.or.th/setresearch/presentation\\_p1.html#p1](http://www.set.or.th/setresearch/presentation_p1.html#p1))



ถึงแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเป็นองค์ประกอบสำคัญของตลาดทุนไทย แต่ในความเป็นจริงแล้วตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่ได้ทำหน้าที่ในการโอนย้ายเงินจากแหล่งเงินมาสู่องค์กรธุรกิจที่ต้องการเงินทุนแต่อย่างใด การโอนย้ายเงินผ่านตราสารประเภทหุ้นสามัญจะเกิดขึ้นเพียงครั้งแรกที่องค์กรธุรกิจออกตราสารและขายให้กับนักลงทุนทั่วไปที่สนใจเท่านั้น โดยธุรกรรมดังกล่าวมักถูกเรียกกันทั่วไปว่าการเสนอขายหุ้นครั้งแรกหรือการเสนอขายหุ้น IPO (Initial Public Offering) ซึ่งมักกระทำผ่านบริษัทนายหน้าซื้อขายหุ้น ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะทำหน้าที่เป็นตลาดรอง ซึ่งเป็นตลาดซื้อขายหุ้นระหว่างนักลงทุนด้วยกันเอง ดังนั้นการ

ซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงไม่ได้เกิดการโอนย้ายเงินจากนักลงทุนไปสู่องค์กรธุรกิจแต่อย่างใด ภาพที่ 4.2 แสดงความแตกต่างระหว่างตลาดแรกและตลาดรองดังกล่าว

#### ภาพที่ 4.2 แผนผังแสดงความแตกต่างระหว่างตลาดแรกกับตลาดรอง

ที่มา: เอกสารนำเสนอ ‘บทบาทของตลาดทุนและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย’ ตลท. ([http://www.set.or.th/setresearch/presentation\\_p1.html#p1](http://www.set.or.th/setresearch/presentation_p1.html#p1))



ถึงแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ฯ จะไม่ได้ทำหน้าที่โอนย้ายเงินโดยตรง แต่ก็มีบทบาทสำคัญในฐานะเป็นองค์ประกอบที่ส่งเสริมการทำธุรกรรมในตลาดแรก เนื่องจากตราสารประเภทหุ้นสามัญไม่มีการกำหนดอายุสิ้นสุดของตราสาร ดังนั้นในกรณีที่ไม่มีตลาดหลักทรัพย์ฯ นักลงทุนที่ซื้อหุ้นสามัญของบริษัทหนึ่งจำเป็นจะต้องถือหุ้นสามัญของบริษัทดังกล่าวไปเรื่อย ๆ หรืออาจต้องไปหานักลงทุนรายอื่นเพื่อ

ขายหุ้นของตนเองออกไป ซึ่งอาจใช้เวลาและทรัพยากร ในการค้นหาหลักทรัพย์ใหม่พอสมควร ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทำหน้าที่เป็นสื่อกลางระหว่างนักลงทุนรายเดิมกับนักลงทุน รายใหม่ให้พบกันได้ง่ายขึ้น ทำให้การซื้อขายหุ้นสามัญ สะดวกมากขึ้นด้วยต้นทุนที่ต่ำลง สร้างความน่าดึงดูดใน การลงทุนตราสารประเภทหุ้นสามัญมากขึ้นทำให้มีนักลงทุน จำนวนมากขึ้นสนใจลงทุนในหุ้นสามัญ และในขณะเดียวกัน จำนวนนักลงทุนที่เพิ่มมากขึ้นก็จะยิ่งดึงดูดองค์กรธุรกิจให้ หันมาสนใจระดมเงินทุนผ่านตราสารประเภทหุ้นสามัญใน ตลาดแรกมากยิ่งขึ้น เนื่องจากองค์กรธุรกิจสามารถระดมทุน ขนาดใหญ่ขึ้นได้ในต้นทุนทางการเงินที่ถูกลง

จะเห็นได้ว่าการทำหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ทั้ง ในแง่ของ 1) การอำนวยความสะดวกให้กับการซื้อขายหุ้นสามัญของนักลงทุน และ 2) การดึงดูดให้องค์กรธุรกิจสนใจ เข้ามาระดมทุนผ่านตราสารประเภทหุ้นสามัญมากยิ่งขึ้น ต้องอาศัยองค์ประกอบสำคัญในเรื่องของ ‘สภาพคล่องของ ตลาด’ (Market Liquidity) เป็นสำคัญ โดยสภาพคล่องของ ตลาดจะเกิดขึ้นได้ถ้าหากว่ามีนักลงทุนมากมายเข้ามาซื้อ ขายหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยผู้ซื้อจำนวนมากจะ ทำให้ผู้ขายสามารถขายหุ้นสามัญจำนวนมากขึ้นได้ โดยที่ ราคาของหุ้นไม่ตกลงไปจากราคาปัจจุบันมากนัก นักลงทุน ในตลาดแรกจะยิ่งมั่นใจในการเข้าไปลงทุนในหุ้นสามัญของ บริษัทที่เข้ามาขายหุ้น IPO และองค์กรธุรกิจก็จะมีแรงจูงใจ



ในการเข้ามาขายหุ้น IPO มากยิ่งขึ้น เนื่องจากมีผู้สนใจซื้อหุ้นของตนเองจำนวนมาก ทำให้สามารถขายหุ้นได้ในราคาสูงระดมทุนได้จำนวนมากด้วยต้นทุนในการระดมทุนเท่าเดิม

ดังนั้นในการกล่าวถึงการพัฒนาลาดทุนไทย ผู้กำหนดนโยบายและนักวิชาการด้านการเงินจึงให้ความสนใจกับเรื่องสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ เป็นอย่างมาก และการกำหนดให้มีการยกเว้นภาษีผลได้จากทุนจากการซื้อขายหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ ของนักลงทุนทั่วไปในปัจจุบันก็มีความเกี่ยวข้องกับประเด็นการสร้างสภาพคล่องทางการตลาดให้เพิ่มสูงขึ้นเพื่อเป็นปัจจัยหนึ่งในการพัฒนาลาดทุนด้วยเช่นเดียวกัน

## 4.2 Lock-in Effect และ Capitalization Effect

การจับเก็บภาษีผลได้จากทุนจะส่งผลกระทบต่อระดับสภาพคล่องของตลาดหุ้นผ่านผลกระทบ 2 ช่องทาง ได้แก่ 1) Lock-in Effect และ 2) Capitalization Effect โดย Lock-in Effect เกิดจากการที่ภาษีผลได้จากทุนมักจับเก็บภายหลังจากมีการรับรู้กำไรจากการขายหุ้น ดังนั้นนักลงทุนที่เป็นเจ้าของหุ้นจึงชะลอการขายหุ้นของตนเองออกไป เพื่อชะลอการจ่ายภาษี ในขณะที่ Capitalization Effect เกิดจากการที่ภาษีผลได้จากทุนได้ลดผลตอบแทนสุทธิจากการลงทุนในหุ้นลง ทำให้นักลงทุนที่กำลังต้องการซื้อหุ้นชะลอการซื้อของตนเองออกไปเพื่อรอให้ผลตอบแทนสุทธิตามการคาดการณ์ของตนเอง

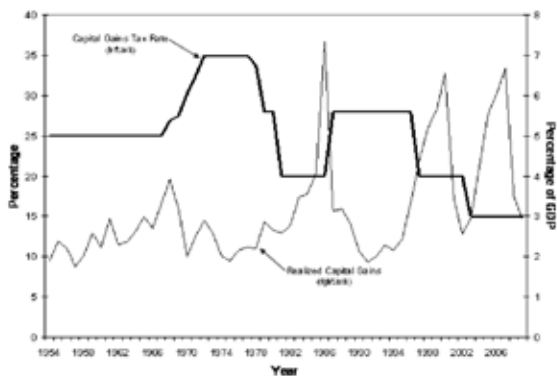
เข้าสู่ระดับที่ต้องการ จะเห็นได้ว่า Lock-in Effect ส่งผลให้จำนวนนักลงทุนที่ต้องการขายหุ้นในตลาดลดลง ในขณะที่ Capitalization Effect ทำให้จำนวนนักลงทุนที่ต้องการซื้อหุ้นในตลาดมีจำนวนลดลง และเมื่อจำนวนผู้ซื้อและผู้ขายลดลง สภาพคล่องของตลาดหุ้นก็ลดลงตามไปด้วยในที่สุด

มีงานศึกษาเชิงประจักษ์จำนวนมากที่พยายามจะศึกษาว่า การจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนหรือการปรับเปลี่ยนอัตราภาษีผลได้จากทุนจะส่งผลให้เกิด Lock-in Effect และ Capitalization Effect ในความเป็นจริงหรือไม่ ในกรณีของ Lock-in Effect นั้นมีหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ค่อนข้างชัดเจนซึ่งสนับสนุนว่าการจัดเก็บหรือการปรับเปลี่ยนอัตราภาษีผลได้จากทุนมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจขายหุ้นเพื่อรับรู้กำไรของนักลงทุน ภาพที่ 4.3 แสดงข้อมูลอัตราภาษีผลได้จากทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี 2497-2552 (ค.ศ. 1954-2009) เปรียบเทียบกับพฤติกรรมการขายหุ้นเพื่อรับรู้กำไรของนักลงทุนในช่วงเวลาเดียวกัน จากภาพดังกล่าวจะเห็นความสัมพันธ์เชิงลบอย่างชัดเจนระหว่างอัตราภาษีกับการขายหุ้นเพื่อรับรู้กำไรของนักลงทุน โดยในช่วงที่อัตราภาษีผลได้จากทุนปรับตัวลดลงจะเกิดการรับรู้กำไรจำนวนมากในทางตรงกันข้าม ในช่วงเวลาที่อัตราภาษีผลได้จากทุนปรับตัวเพิ่มขึ้นการรับรู้กำไรผ่านการขายหุ้นของนักลงทุนจะปรับตัวลดลงอย่างชัดเจน อย่างไรก็ตาม ในส่วนของ Capitalization Effect นั้นไม่มีหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ชัดเจนนักที่สนับสนุน

การเกิดขึ้นของผลกระทบนี้ โดยส่วนใหญ่จะแสดงการเกิดขึ้นของ Capitalization Effect ในทางอ้อมผ่านพฤติกรรม การปรับตัวของราคาหุ้นหรือระดับการจัดเก็บภาษีผลได้จาก ทุน เป็นต้น<sup>5</sup>

### ภาพที่ 4.3 อัตราภาษีผลได้จากทุนและการรับรู้กำไร จากสินทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา ปี 2497-2552

ที่มา: Hungerford (2010)



5 ยกตัวอย่างเช่น งานศึกษาของ Dai, Maydew, Shackelford and Zhang (2008) หรืองานของ Auerback, Burman and Siegel (1998) เป็นต้น

### 4.3 ผลกระทบต่อระดับราคาและมูลค่าตลาด

ในมุมมองเชิงนโยบาย การเกิดขึ้นของ Lock-in Effect และ Capitalization Effect อาจไม่น่าสนใจเท่ากับผลกระทบจากสภาพคล่องตลาดที่ลดลงต่อผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นในตลาดหุ้นของประเทศ ตัวชี้วัดที่ได้รับความสนใจมากที่สุดอันหนึ่งคือระดับราคาหุ้นและมูลค่าหุ้นโดยรวมของทั้งตลาด โดยสภาพคล่องที่ลดลงในตลาดหุ้นน่าจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นและมูลค่าตลาดในที่สุด อย่างไรก็ตาม Lock-in Effect และ Capitalization Effect ให้ผลลัพธ์ต่อราคาหุ้นในลักษณะที่แตกต่างกัน เนื่องจาก Lock-in Effect ทำให้อุปทาน (Supply) ในการขายหุ้นปรับตัวลดลง ในขณะที่ Capitalization Effect ส่งผลให้อุปสงค์ (Demand) ของการซื้อหุ้นปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นการปรับตัวเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นจะขึ้นอยู่กับขนาดของผลกระทบที่เกิดขึ้นจากแต่ละช่องทางเปรียบเทียบกัน โดยในกรณีที่ Lock-in Effect ส่งผลรุนแรงกว่าจะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามถ้าหาก Capitalization Effect ส่งผลรุนแรงกว่าจะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม สภาพคล่องที่ลดลงจากช่องทางทั้งสองน่าจะส่งผลให้มูลค่าโดยรวมของทั้งตลาดมีโอกาสดปรับตัวลดลงมากกว่าปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น

งานศึกษาที่ผ่านมาในประเทศสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่ได้ผลลัพธ์ในลักษณะใกล้เคียงกัน นั่นคือ การปรับเพิ่มอัตราภาษีผลได้จากทุนจะส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงใน

ขณะที่มูลค่าตลาดหุ้นโดยรวมก็ปรับตัวลดลงเช่นเดียวกัน<sup>6</sup> โดยถึงแม้ว่าจะมีงานศึกษาของ Amromin, Harrison and Sharpe (2006) ที่ให้ข้อสรุปว่าการปรับลดอัตราภาษีผลได้จากทุนและภาษีเงินปันผลของประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี 2003 ไม่ได้ส่งผลให้มูลค่าโดยรวมของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นแต่ประการใด แต่งานศึกษาดังกล่าวให้คำอธิบายว่าเหตุการณ์ดังกล่าวน่าจะเกิดขึ้นจากสัดส่วนการลงทุนในตลาดหุ้นที่สูงมากของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพองค์กรที่ไม่แสวงหาผลกำไร หรือนักลงทุนจากต่างประเทศ ซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจากการปรับลดอัตราภาษีผลได้จากทุน ในช่วงปี 2003 ดังกล่าว

งานศึกษาของ United Nations (2001) ให้ภาพการปรับตัวของมูลค่าโดยรวมของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงแรกของการประกาศจัดเก็บภาษีผลได้จากทุน โดยภาษีผลได้จากทุนเริ่มมีการจัดเก็บเป็นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกาในปี 2456 (ค.ศ. 1913) โดยที่ผลได้จากทุนที่เกิดจากการขายหุ้นที่มีการถือครองระยะสั้นไม่เกิน 6 เดือน จะถูกคำนวณรวมกับเงินได้ลักษณะอื่นๆ เพื่อเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาปกติที่อัตรา 26-91 เปอร์เซ็นต์ ในขณะที่ผลได้จากทุนที่เกิดจากการขายหุ้นที่มีการถือครองระยะยาวจะเสียภาษี

---

6 ดูงานในเชิงทบทวนวรรณกรรมของ Shackelford (2004) และงานศึกษาของ Dai, Shackelford and Zhang (2010) ประกอบ

ในอัตราแท้จริง 25 เปอร์เซ็นต์ ตารางที่ 4.1 ซึ่งนำมาจากงานศึกษาของ United Nations (2001) แสดงจำนวนหุ้นจดทะเบียนในตลาด มูลค่ารวมของตลาดหุ้น และอัตราการหมุนเวียนของหุ้นในตลาดหุ้นสหรัฐ ในช่วงปี 2453-2468 (ค.ศ. 1910-1925)

ตารางที่ 4.1 จำนวนหุ้นจดทะเบียนในตลาด มูลค่ารวมตลาด และอัตราการหมุนเวียนของหุ้นใน New York Stock Exchange ปี 2453-2468 (ค.ศ. 1910-1925)

ที่มา: United Nations (2001)

Year	Average No. of Shares Listed	Reported Share Volume (\$ Million)	Turnover Ratio
1910	126.8	161.1	127
1911	140.3	125.9	90
1912	148.8	131.5	88
1913	152.3	82.8	54
1914	154.8	47.4	31
1915	155.8	172.5	111
1916	160.2	232.6	145
1917	179.7	184.6	103
1918	193.9	143.3	74
1919	208.0	318.3	153
1920	251.1	227.6	91
1921	292.7	172.8	59
1922	337.2	260.9	77
1923	393.2	236.5	60
1924	424.8	284.0	67
1925	462.5	459.7	99

จากข้อมูลในตารางที่ 4.1 จะเห็นได้ว่าการเริ่มจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนเป็นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา ดังกล่าวได้ส่งผลให้มูลค่าตลาดหุ้นโดยรวมปรับตัวลดลงอย่างรุนแรง โดยถึงแม้ว่าจะมีจำนวนหุ้นจดทะเบียนในตลาดหุ้นเพิ่มมากขึ้น แต่มูลค่าตลาดหุ้นโดยรวมปรับตัวลดลงจาก 131.5 ล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2455 (ค.ศ. 1912) มาเป็นระดับ 82.8 ล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2456 (ค.ศ. 1913) หรือคิดเป็นการปรับตัวลดลงราว 37 เปอร์เซ็นต์ และยังปรับตัวลดลงมาสู่ระดับ 47.4 ล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2457 (ค.ศ. 1914) ซึ่งคิดเป็นการปรับตัวลดลงราว 64 เปอร์เซ็นต์จากมูลค่าตลาดในปี 2455 (ค.ศ. 1912) อย่างไรก็ตามในระยะยาวมูลค่าตลาดหุ้นก็ปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติ

ภาษีผลได้จากทุนได้รับการปรับปรุงอีกครั้งในปี 2464 (ค.ศ. 1921) โดยเป็นการปรับปรุงให้นักลงทุนที่ถือครองหุ้นระยะยาวมีทางเลือกในการจ่ายภาษีที่อัตราแท้จริงเพียงราว 12.5 เปอร์เซ็นต์ และได้ทำให้มูลค่าตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 172.8 ล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2464 (ค.ศ. 1921) ไปสู่ระดับ 260.9 ล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2465 (ค.ศ. 1922) หรือคิดเป็นการปรับตัวขึ้นราว 51 เปอร์เซ็นต์

ข้อมูลอีกส่วนหนึ่งที่น่าสนใจในตารางที่ 4.1 ก็คือจำนวนหุ้นจดทะเบียนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นตลอดช่วงเวลาดังกล่าว ถึงแม้ว่าอัตราการปรับตัวขึ้นของจำนวนหุ้นจดทะเบียนจะชะลอลงบ้างในช่วงที่ตลาด

หุ้นชบเซา โดยงานศึกษาของ United Nations (2001) ให้ข้อสังเกตว่า การพัฒนาตลาดหุ้นอาจต้องให้ความสำคัญกับโครงสร้างภาษีเงินได้นิติบุคคลของบริษัทจดทะเบียนควบคู่กันไปกับสภาพคล่องของตลาดหุ้นด้วย โดยการให้สิทธิประโยชน์จากการระดมทุนผ่านตลาดหุ้นเหนือกว่าการระดมทุนผ่านตลาดเงินหรือช่องทางอื่น ๆ จะช่วยดึงดูดให้มีความสนใจเข้ามาจดทะเบียนเพิ่มมากขึ้น

#### 4.4 ผลกระทบต่อความผันผวนของราคาและผลตอบแทนจากหุ้น

ตัวแปรสำคัญอีกตัวหนึ่งซึ่งได้รับผลกระทบจากการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนก็คือ ระดับความผันผวนของราคาและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น โดยในมุมมองของทฤษฎีการเงินกระแสหลักนั้น ตลาดหุ้นถือเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ นั่นคือ ข้อมูลข่าวสารทั้งหมดจะถูกใช้ประโยชน์จากนักลงทุนในตลาดหุ้นทำให้การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสะท้อนปัจจัยพื้นฐานที่สอดคล้องกับข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่ปรากฏออกมา สภาพคล่องของตลาดหุ้นที่ลดลงจะส่งผลให้ราคาและผลตอบแทนของหุ้นปรับตัวผันผวนมากยิ่งขึ้น เนื่องจากเมื่อมีผู้ซื้อน้อยราย การขายหุ้นจำนวนมากระดับหนึ่งจะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็ว และในทางตรงกันข้ามเมื่อมีผู้ขายน้อยราย การซื้อหุ้นจำนวนมากระดับหนึ่งจะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว



ในอีกด้านหนึ่ง กลุ่มนักวิชาการที่อาจถูกเรียกว่าเป็นกลุ่มศึกษาการเงินเชิงพฤติกรรมมีคำอธิบายถึงผลกระทบจากการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนในลักษณะที่แตกต่างออกไป ในแบบจำลองของนักวิชาการกลุ่มนี้ นักลงทุนในตลาดหุ้นจะมีลักษณะแตกต่างหลากหลาย โดยนักลงทุนกลุ่มใหญ่กลุ่มหนึ่งจะมีลักษณะเป็น 'นักเก็งกำไรที่ไม่สนใจปัจจัยพื้นฐาน' (Noise Traders) โดยนักลงทุนกลุ่มนี้จะอาศัยราคาของหุ้นเป็นปัจจัยหลักหรืออาจเป็นปัจจัยเพียงประการเดียวในการตัดสินใจซื้อขายของตน โดยในกรณีที่ราคาหุ้นกำลังปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น นักลงทุนกลุ่มนี้จะถือเป็นสัญญาณที่ดีของตลาด พวกเขาจะมีความมั่นใจว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นต่อเนื่องไปอีกในอนาคต และทำให้พวกเขาเข้าซื้อหุ้นจำนวนมากในช่วงเวลาดังกล่าว ในทางตรงกันข้าม ในช่วงที่ราคาหุ้นกำลังปรับตัวลดลง นักลงทุนกลุ่มนี้จะถือเป็นสัญญาณร้าย และขายหุ้นของตนเองออกมาอย่างรวดเร็วในช่วงเวลาดังกล่าว

พฤติกรรมของเหล่านักเก็งกำไรที่ไม่สนใจปัจจัยพื้นฐานนี้จะส่งผลให้ระดับราคาหุ้นในตลาดหุ้นปรับตัวผันผวนเป็นอย่างมาก โดยในช่วงที่ราคาหุ้นกำลังปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น นักเก็งกำไรเหล่านี้จะยิ่งทำให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นไปอีกกว่าเดิม ในขณะที่ในช่วงที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลง นักเก็งกำไรกลุ่มนี้

---

7 ตัวอย่างของแบบจำลองในกลุ่มนี้ ได้แก่ แบบจำลองของ De Long, Shleifer, Summers and Waldmann (1990) หรือ Shiller (2000) เป็นต้น

จะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วและรุนแรงยิ่งขึ้น พฤติกรรมของนักลงทุนกลุ่มนี้ยังส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของนักลงทุนกลุ่มอื่น ๆ อีกด้วย แม้แต่กลุ่มนักลงทุนที่ให้ความสนใจกับปัจจัยพื้นฐานเป็นหลัก เนื่องจากการเคลื่อนไหวอย่างผันผวนรุนแรงของระดับราคาหุ้นเป็นการเคลื่อนไหวออกจากระดับราคาที่เหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นลักษณะนี้อาจทำให้นักลงทุนที่สนใจปัจจัยพื้นฐานขาดทุนจากการซื้อขายหุ้นของตน พวกเขาจึงอาจปรับเปลี่ยนพฤติกรรมมาให้ความสำคัญกับการคาดเดาพฤติกรรมของนักเก็งกำไรที่ไม่สนใจปัจจัยพื้นฐานเพิ่มเติมไปจากการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหุ้น ในกรณีสุดขั้วที่กลุ่มนักเก็งกำไรที่ไม่สนใจปัจจัยพื้นฐานมีสัดส่วนสูงมากเมื่อเทียบกับนักลงทุนที่สนใจปัจจัยพื้นฐานในตลาดหุ้น พฤติกรรมของนักลงทุนที่สนใจปัจจัยพื้นฐานอาจปรับเปลี่ยนไปเป็นการให้ความสนใจกับการคาดการณ์พฤติกรรมของนักเก็งกำไรเป็นหลักโดยที่แทบจะไม่ให้ความสนใจกับปัจจัยพื้นฐานของหุ้นแต่ประการใด ซึ่งทำให้พฤติกรรมของนักลงทุนทั้งสองกลุ่มมีความใกล้เคียงกันมาก นั่นคือ ไม่สนใจปัจจัยพื้นฐานของหุ้น

โดยปกติแล้วนักลงทุนที่ให้ความสนใจกับปัจจัยพื้นฐาน น่าจะมีความถนัดในการซื้อขายหุ้นน้อยกว่านักเก็งกำไรที่ไม่สนใจปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานของหุ้นมักจะเปลี่ยนแปลงอย่างค่อยเป็นค่อยไปไม่เหมือนกับราคา

หุ้น ดังนั้นการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนจึงน่าจะส่งผลกระทบต่อ  
กับกลุ่มนักเก็งกำไรที่ไม่สนใจปัจจัยพื้นฐานมากกว่าและ  
ทำให้สัดส่วนของนักเก็งกำไรเหล่านี้อลดลงไปในตลาดหุ้น ดังนั้น  
ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นกับตลาดหุ้นจึงมีลักษณะแตกต่างออกไปจาก  
การวิเคราะห์จากแนวคิดกระแสหลัก นั่นคือ ระดับราคาและ  
ผลตอบแทนจากตลาดหุ้นจะมีการปรับตัวอย่างมีเสถียรภาพ  
มากยิ่งขึ้น เนื่องจากสัดส่วนที่ลดลงของนักเก็งกำไรที่ไม่สนใจ  
ปัจจัยพื้นฐาน

จากแนวคิดที่แตกต่างกันเกี่ยวกับตลาดหุ้นซึ่งทำให้  
การคาดการณ์ถึงผลลัพธ์จากการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนต่อ  
ตลาดหุ้นมีความแตกต่างกันเป็นอย่างมาก ดังนั้น การศึกษา  
ถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจริงจะต้องดูผ่านงานศึกษาเชิงประจักษ์  
ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ในประเด็นของผลกระทบจากการจัดเก็บ  
ภาษีผลได้จากทุนต่อความผันผวนของระดับราคาและผล  
ตอบแทนของหุ้นนั้น มีงานศึกษาเชิงประจักษ์จำนวนหนึ่ง  
ให้ความสนใจศึกษาในประเด็นนี้<sup>8</sup> อย่างไรก็ตาม ข้อเสนอจาก  
งานศึกษาหลาย ๆ งานยังคงมีความขัดแย้งกันอยู่ โดยมีทั้ง  
งานศึกษาที่ให้ผลลัพธ์ว่าการปรับลดอัตราภาษีผลได้จากทุน  
จะส่งผลให้ 1) ระดับราคาและผลตอบแทนของหุ้นปรับตัว  
ผันผวนน้อยลง (เช่น งานศึกษาของ Blouin, Raedy and

---

8 ดูงานในเชิงทบทวนวรรณกรรมของ Shackelford (2004) และ  
บทนำในงานศึกษาของ Dai, Shackelford and Zhang (2010)  
ประกอบ

Shackelford, 2000) 2) ระดับราคาและผลตอบแทนของหุ้นปรับตัวผันผวนมากยิ่งขึ้น (เช่น งานของ Dai, Shackelford and Zhang, 2010) และ 3) การปรับอัตราภาษีผลได้จากทุนไม่ก่อให้เกิดผลกระทบต่อตลาดหุ้น (เช่น งานของ Mao and Chang, 2011)

#### 4.5 ผลกระทบต่อการออมและการลงทุนในภาพรวม

งานศึกษาของ Huang and Marr (2012) ให้ข้อสรุปว่า ไม่มีหลักฐานชัดเจนที่แสดงว่าการปรับลดอัตราภาษีผลได้จากทุนจะเพิ่มอัตราการออมของภาคเอกชน แต่ประการใด โดยถึงแม้ว่าการจัดเก็บหรือปรับเพิ่มอัตราภาษีผลได้จากทุนจะเป็นการลดผลตอบแทนจากการออมที่ผู้ออมเงินได้รับจากพอร์ตสินทรัพย์ของเขา แต่ในกรณีที่ผู้ออมเงินมีเป้าหมายในการออมเงินที่ชัดเจน เช่น เพื่อเก็บไว้เป็นทุนการศึกษาของลูกหลาน หรือเพื่อใช้ในการซื้อบ้านพักอาศัย การปรับเพิ่มอัตราภาษีผลได้จากทุนจะยังทำให้ผู้ออมเงินปรับตัวโดยการเพิ่มการทำงานและอัตราการออมของตนเองขึ้น ส่งผลให้อัตราการออมของภาคเอกชนปรับตัวสูงขึ้นได้ โดยผลกระทบที่เกิดขึ้นทั้งสองด้านอาจอยู่ในระดับใกล้เคียงกัน ซึ่งทำให้งานศึกษาเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนระหว่าง

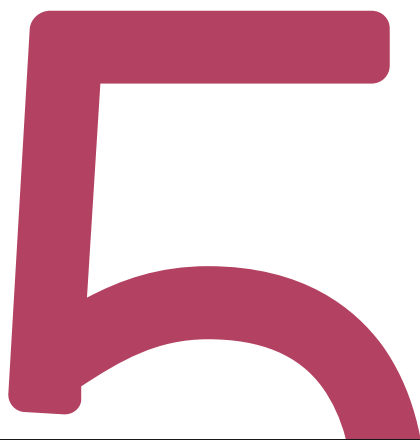
อัตราภาษีผลได้จากทุนกับอัตราการออมของภาคเอกชน<sup>9</sup> ในส่วนของระดับการออมของประเทศ ซึ่งประกอบไปด้วย การออมภาคเอกชนและการออมภาครัฐนั้น น่าจะมีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นจากการที่รัฐบาลมีรายได้เพิ่มเติมจากภาษีผลได้จากทุน รายได้ที่เพิ่มขึ้นนี้ถ้าหากรัฐบาลนำไปใช้ในการปรับลดระดับการขาดดุลการคลังของประเทศก็จะทำให้ระดับการออมโดยรวมของทั้งประเทศปรับตัวสูงขึ้นได้ในขณะที่รายได้ส่วนเพิ่มดังกล่าวอาจถูกนำไปใช้ในโครงการลงทุนอื่น ๆ ของรัฐบาล ซึ่งจะช่วยให้ระดับการลงทุนของรัฐบาลให้สูงขึ้น

งานศึกษาของ Gravelle (1999) ยังไม่พบความสัมพันธ์ที่ว่า การปรับลดอัตราภาษีผลได้จากทุนจะส่งผลให้เกิดการลงทุนพัฒนานวัตกรรมใหม่ๆ เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ งานศึกษาของ Auerback, Burman and Siegel (1998) ยังตั้งข้อสังเกตว่าการปรับลดอัตราภาษีผลได้จากทุนอาจทำให้เกิดการปรับตัวลดลงของการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงได้ เนื่องจากโครงสร้างภาษีผลได้จากทุนของสหรัฐอเมริกาในปัจจุบัน

---

9 อาทิ งานศึกษาของ Hungerford (2012) ที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างอัตราภาษีผลได้จากทุนขั้นสูงสุดกับอัตราการออมภาคเอกชนสหรัฐ นับตั้งแต่ปี 2488 เป็นต้นมา ในขณะที่งานศึกษาของ Howrey and Hymans (1978) Carlina (1982) และ Skinner and Feenberg (1990) พบว่า ค่าความยืดหยุ่นของระดับการออมต่อผลตอบแทนหลังหักภาษีไม่ได้มีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการปรับเปลี่ยนอัตราภาษีผลได้จากทุนไม่น่าจะส่งผลกระทบต่ออัตราการออมของภาคเอกชนแต่ประการใด

ยอมให้มีการนำเอาผลขาดทุนจากการซื้อขายสินทรัพย์มาหักภาษี ซึ่งทำให้โครงสร้างการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนดังกล่าวมีลักษณะใกล้เคียงกับการประกันความเสี่ยงให้กับการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง นั่นคือ ในช่วงเวลาที่นักลงทุนได้กำไร นักลงทุนจะต้องจ่ายภาษีส่วนหนึ่งให้กับรัฐบาล ในขณะที่ในช่วงเวลาที่เกิดการขาดทุน นักลงทุนก็สามารถนำเอาผลขาดทุนดังกล่าวมาหักภาษีเพิ่มเติมได้ ระบบภาษีลักษณะที่ทำให้ระดับความผันผวนของผลตอบแทนจากการลงทุนลดต่ำลงซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยที่ช่วยดึงดูดให้มีการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มมากขึ้น การปรับลดอัตราภาษีผลได้จากทุนจะทำให้ลักษณะการประกันความเสี่ยงของภาษีผลได้จากทุนลดระดับลงไป และอาจทำให้การลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงลดระดับลง



ภาษีผลได้จากทุนกับประเด็น  
ที่เกี่ยวข้องอื่นๆ



ส่วนของการศึกษานี้จะรวบรวมประเด็นด้านอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนจากประสบการณ์ของประเทศต่าง ๆ รวมทั้งจะมีประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการออกแบบโครงสร้างการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนด้วย

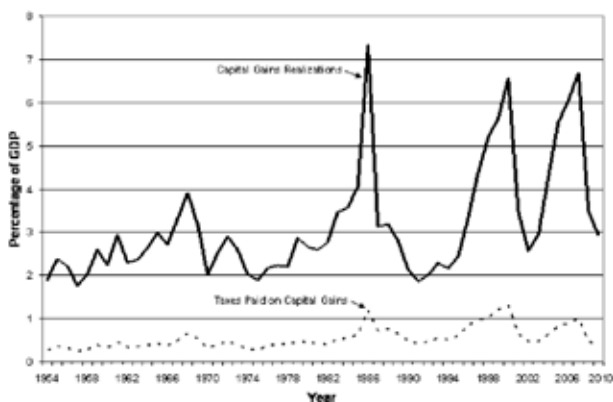
## 5.1 การสร้างรายได้จากภาษีผลได้จากทุน

จากประสบการณ์ของประเทศสหรัฐอเมริกา รายได้จากภาษีผลได้จากทุนจากสินทรัพย์ทุกประเภทอยู่ในระดับที่ไม่สูงมากนักและมักจะมีการปรับตัวอย่างผันผวน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับระดับการขายเพื่อรับรู้กำไรของนักลงทุน เนื่องจากภาษีผลได้จากทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาจะถูกจัดเก็บภายหลังจากมีการขายสินทรัพย์เพื่อรับรู้กำไรแล้ว (Realization Principle) เท่านั้น อย่างไรก็ตาม มูลค่ารวมของภาษีผลได้จากทุนมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นเรื่อย ๆ ในช่วงที่ผ่านมา ภาพที่ 5.1 แสดงรายได้ภาษีผลได้จากทุนของประเทศไทยอเมริกาในช่วงปี 2497-2552 โดยเส้นประเป็นเส้นที่แสดงรายได้ภาษีผลได้จากทุนดังกล่าว



## ภาพที่ 5.1 รายได้ภาษีผลได้จากทุนในประเทศ สหรัฐอเมริกา ปี 2497-2552

ที่มา: Hungerford (2010)



จากภาพที่ 5.1 ภาษีผลได้จากทุนในช่วงเวลาดังกล่าว คิดเป็นสัดส่วนโดยเฉลี่ยราว 5.2 เปอร์เซ็นต์ของรายได้ภาษีทั้งหมดของรัฐบาลประเทศสหรัฐอเมริกา โดยมีระดับสูงสุดในปี 2529 (ค.ศ. 1986) ที่สัดส่วน 12.8 เปอร์เซ็นต์ และมีระดับต่ำสุดในปี 2500 (ค.ศ. 1957) ที่สัดส่วนราว 2.0 เปอร์เซ็นต์ ของรายได้ภาษีทั้งหมดของรัฐบาล อย่างไรก็ตาม มูลค่าของภาษีผลได้จากทุนมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นเรื่อยๆ ตลอดช่วงเวลา

## 5.2 การจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนในประเทศต่างๆ

การจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนในหลายๆ ประเทศทั่วโลกเกิดขึ้นจากเหตุผลที่ว่าผลได้จากทุนถือเป็นรายได้ประเภทหนึ่งซึ่งน่าจะถูกรวมจัดเก็บภาษีในลักษณะเดียวกันกับรายได้ประเภทอื่นๆ เช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตาม ในกรณีของประเทศญี่ปุ่นนั้นการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนจากการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เกิดขึ้นพร้อมๆ กับการปฏิรูปภาษี Nakasone-Takeshita (ค.ศ. 1987-1988) โดยเป้าประสงค์หลักของการปฏิรูปภาษีดังกล่าว คือ การลดความเหลื่อมล้ำของระบบภาษีต่อประชาชนในกลุ่มรายได้ต่างๆ ในส่วนของการศึกษานี้จะมุ่งเน้นไปที่การจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนในกรณีของบุคคลธรรมดาเป็นหลัก

โครงสร้างการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนในแต่ละประเทศมีลักษณะแตกต่างกันออกไป อาทิ การจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนในประเทศเยอรมนีจะมีการคำนวณภาษีผลได้จากทุนแยกเฉพาะออกมาจากระบบจัดเก็บภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ในขณะที่ในกรณีของประเทศออสเตรเลียนั้น ผลได้จากทุนจะถูกนำไปคำนวณภาษีร่วมกับเงินได้บุคคลธรรมดาประเภทอื่นๆ ส่วนในกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาจะมีลักษณะเป็นลูกผสม นั่นคือ ในกรณีผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะยาวจะถูกคำนวณแยกออกจากเงินได้บุคคลธรรมดาประเภทอื่นๆ ในขณะที่ผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะสั้นจะถูกคำนวณรวมเข้ากับระบบจัดเก็บภาษี

## เงินได้บุคคลธรรมดาปกติ

ในกรณีของประเทศเยอรมนีนั้น นับตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2552 ผลได้จากทุน รวมทั้งรายได้จากการลงทุนรูปแบบอื่น ๆ เช่น เงินปันผลหรือดอกเบียรับ จะถูกจัดเก็บภาษีในอัตรา 25 เปอร์เซ็นต์ของรายได้จากการลงทุนทั้งหมด โดยในกรณีที่เกิดการขาดทุนจากการซื้อขายหุ้น ผลขาดทุนดังกล่าวจะถูกนำมาหักภาษีได้เฉพาะในส่วนของภาษีผลได้จากทุนที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นเท่านั้น ไม่สามารถนำไปหักลดหย่อนภาษีเงินได้ประเภทอื่น ๆ หรือแม้แต่ภาษีรายได้จากการลงทุนในรูปแบบอื่น ๆ ได้ อัตราภาษี 25 เปอร์เซ็นต์ดังกล่าวถือว่ามีอยู่ในช่วงกึ่งกลางของอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาที่อยู่ระหว่าง 0-45 เปอร์เซ็นต์ อย่างไรก็ตาม กลุ่มคนที่เสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาในอัตราต่ำกว่า 25 เปอร์เซ็นต์สามารถยื่นแบบเพื่อขอคืนเงินภาษีผลได้จากทุนที่ถูกหักไว้ ณ ที่จ่ายได้<sup>10</sup>

ในกรณีของประเทศออสเตรเลีย ผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะสั้นจะถูกนำไปคำนวณภาษีร่วมกับเงินได้บุคคลธรรมดาประเภทอื่น ๆ ในขณะที่ผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะยาว ซึ่งมีการถือครองเป็นระยะเวลาเกินกว่า 1 ปี จะได้รับการยกเว้นภาษีลงครึ่งหนึ่ง ส่วนผลได้จากทุนอีกครั้งหนึ่งที่เหลือนั้นจะถูกนำไปคำนวณภาษีร่วมกับเงินได้

<sup>10</sup> ดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้จาก Dechert LLP (2009)

บุคคลธรรมดาประเภทอื่น ผลขาดทุนที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นสามารถนำไปหักลบกับรายได้จากผลได้จากทุนอื่นๆ ได้อย่างไรก็ตาม ผลขาดทุนดังกล่าวไม่สามารถนำไปหักลดหย่อนจากรายได้ประเภทอื่นได้ เพียงแต่สามารถนำไปหักลดหย่อนกับผลได้จากทุนในปีถัดๆ ไปได้โดยไม่มีการจำกัดระยะเวลา<sup>11</sup> อัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาของประเทศออสเตรเลียจะเป็นดังแสดงในตารางที่ 5.1 ซึ่งอัตราสูงสุดอยู่ที่ระดับ 45 เปอร์เซ็นต์ (ไม่รวมค่าธรรมเนียม Medicare ที่อัตรา 1.5 เปอร์เซ็นต์ต่อปี)

### ตารางที่ 5.1 อัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาของประเทศออสเตรเลีย

ที่มา: Australian Taxation Office

Taxable income	Tax on this income
0-\$18,200	Nil
\$18,201-\$37,000	19c for each \$1 over \$18,200
\$37,001-\$80,000	\$3,572 plus 32.5c for each \$1 over \$37,000
\$80,001-\$180,000	\$17,547 plus 37c for each \$1 over \$80,000
\$180,001 and over	\$54,547 plus 45c for each \$1 over \$180,000

<sup>11</sup> ดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้จาก Burman (2009)

ในส่วนของการโครงสร้างการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนของประเทศสหรัฐอเมริกา นั้น จะถูกแบ่งออกเป็นสองส่วน นั่นคือ ผลได้จากทุนที่เกิดจากทรัพย์สินระยะสั้นที่มีการถือครองไม่เกินกว่า 1 ปี จะถูกนำไปคำนวณรวมกับเงินได้บุคคลธรรมดาประเภทอื่น ๆ เพื่อเสียภาษีตามอัตราปกติ ในขณะที่ผลได้จากทุนที่เกิดจากทรัพย์สินระยะยาวที่มีการถือครองเป็นระยะเวลาเกินกว่า 1 ปี จะถูกจัดเก็บในอัตราแยกต่างหากซึ่งอยู่ในระดับต่ำกว่าอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาปกติ โดยในปัจจุบันอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาและอัตราภาษีผลได้จากทุนของประเทศไทยยังอยู่ภายใต้ข้อกำหนดการลดหย่อนภาษีชั่วคราวเพื่อกระตุ้นภาวะเศรษฐกิจ ที่มักจะถูกเรียกกันโดยทั่วไปว่า Bush Tax Cut ตั้งแต่ปี 2546 (ค.ศ. 2003) โดยเดิมที Bush Tax Cut นี้จะสิ้นสุดอายุลงในปี 2553 (ค.ศ. 2010) แต่รัฐบาลสหรัฐได้มีการต่ออายุ Bush Tax Cut ดังกล่าวออกไปอีก 2 ปี ซึ่งถ้าไม่มีการต่ออายุเพิ่มเติมอีก นโยบายนี้จะหมดอายุลงในปี 2555 (ค.ศ. 2012) และอัตราภาษีจะปรับเพิ่มกลับไปอยู่ที่ระดับปกติตั้งแต่ปี 2556 (ค.ศ. 2013) เป็นต้นไป อัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา อัตราภาษีผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะสั้น และอัตราภาษีผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะยาวของประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2546 (ค.ศ. 2003) จะเป็นดังที่แสดงในตารางที่ 5.2

ตารางที่ 5.2 อัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา เทียบกับ  
อัตราภาษีผลได้จากทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ตั้งแต่  
ปี 2546 (ค.ศ. 2003) จนกระทั่งถึงปัจจุบัน

ที่มา: U.S. Internal Revenue Service (IRS)

2003-2012					2013-			
Ordinary Income Tax Bracket	2003-2007		2008-2012		2013-			
	Short-term Capital Gains	Long-term Capital Gains	Short-term Capital Gains	Long-term Capital Gains	Ordinary Income Tax Bracket	Short-term Capital Gains	Long-term Capital Gains	5-year Capital Gains Tax Rate
10%	10%	5%	10%	0%	15%	15%	10%	8%
15%	15%		15%					
25%	25%	15%	25%	15%	28%	28%	20%	18%
28%	28%		28%		31%	31%		
33%	33%		33%		36%	36%		
35%	35%		35%		39.6%	39.6%		

จากตารางที่ 5.2 จะเห็นได้ว่าอัตราภาษีผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะยาวจะอยู่ในระดับต่ำกว่าอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาปกติเสมอ ยกตัวอย่างเช่น ในปี 2555 (ค.ศ. 2012) อัตราภาษีผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์

ระยะยาวจะอยู่ที่ระดับ 0 เปอร์เซ็นต์ สำหรับกลุ่มคนที่มีรายได้น้อยอยู่ในชั้นที่จะต้องเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาอัตรา 15 เปอร์เซ็นต์หรือต่ำกว่า และอัตราภาษีผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะยาวจะอยู่ที่ระดับ 15 เปอร์เซ็นต์ สำหรับกลุ่มคนที่มีรายได้น้อยอยู่ในชั้นที่จะต้องเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาที่ระดับ 25 เปอร์เซ็นต์หรือสูงกว่า เป็นต้น

ในกรณีที่เกิดผลขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ระยะสั้น ผลขาดทุนดังกล่าวสามารถนำไปหักเงินได้บุคคลธรรมดาประเภทอื่น ๆ ได้ แต่ในจำนวนไม่เกิน 3,000 ดอลลาร์สหรัฐในแต่ละปี ส่วนในกรณีของผลขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ระยะยาวนั้นจะสามารถนำไปหักออกจากผลได้จากทุนในสินทรัพย์ระยะยาวเท่านั้น ผลขาดทุนที่ยังคงเหลืออยู่สามารถถูกนำไปใช้ในปีถัด ๆ ไปได้โดยไม่มีกำหนดระยะเวลาสิ้นสุด โดยที่ผลขาดทุนดังกล่าวยังคงรักษาสภาพผลขาดทุนที่เกิดจากการขายสินทรัพย์ระยะสั้นหรือเกิดจากการขายสินทรัพย์ระยะยาวอยู่

ในกรณีที่ผู้ถือครองสินทรัพย์เสียชีวิตลงไป ผู้รับมรดกไม่ต้องเสียภาษีผลได้จากทุนใดๆ และให้กำหนดต้นทุนในการถือครองใหม่แก่ผู้รับมรดกเป็นราคาเดียวกันกับราคาตลาด ณ วันรับมรดกนั้น อย่างไรก็ตาม ผู้รับมรดกจะต้องเสียภาษีมรดกในส่วนของสินทรัพย์ที่ได้รับมรดกนั้นแทน โดยภาษีดังกล่าวคิดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ ณ วันรับมรดกดังกล่าว ในกรณีที่ผู้ถือครองสินทรัพย์ต้องการยก

สินทรัพย์ให้ในลักษณะของกำนัล (Gift) การยกสินทรัพย์ให้ดังกล่าวจะไม่ถือเป็นการขายสินทรัพย์ ซึ่งทำให้ไม่ต้องถูกจัดเก็บภาษีผลได้จากทุน อย่างไรก็ตาม ผู้ให้ของกำนัลมีภาระที่จะต้องจ่ายภาษีของกำนัล (Gift Tax) และผู้รับของกำนัลจะถูกกำหนดให้มีต้นทุนของสินทรัพย์เท่ากับระดับเดียวกันกับเจ้าของสินทรัพย์เดิม ซึ่งทำให้ผู้รับของกำนัลจะมีภาระในการจ่ายภาษีผลได้จากทุน ในกรณีที่มีการขายสินทรัพย์ชิ้นนั้นออกไปอยู่

### 5.3 โครงสร้างการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุน

จากโครงสร้างการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุน 3 ลักษณะใน 3 ประเทศที่แสดงเอาไว้ข้างต้น จะเห็นได้ว่าการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนมีประเด็นความเหมือนหรือแตกต่างกันอยู่บางประการ โดยประเด็นดังกล่าวสามารถรวบรวมได้ดังนี้

- ความซับซ้อนในระบบการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุน

ลักษณะอันพึงประสงค์ประการหนึ่งของการจัดเก็บภาษี คือ โครงสร้างการจัดเก็บภาษีควรจะมี ความง่าย ชัดเจน ไม่ซับซ้อนมากนัก โดยโครงสร้างการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุน อาจมีลักษณะง่าย ๆ และแยกออกจากระบบภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาปกติอย่างชัดเจน (เช่นเดียวกับประเทศเยอรมนี) หรืออาจถูกรวมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของระบบภาษีเงินได้บุคคล



ธรรมดาปกติ (เช่นเดียวกับประเทศออสเตรเลีย) ที่ประชาชนในแต่ละประเทศมีความเข้าใจเป็นอย่างดีอยู่แล้ว หรืออาจเป็นส่วนผสมของทั้ง 2 ระบบก็เป็นได้ แต่ไม่ควรให้มีความซับซ้อนมากเกินไป

- การกำหนดอัตราภาษีผลได้จากทุน

อัตราภาษีผลได้จากทุนควรเทียบเคียงได้กับอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา เนื่องจากน่าจะเป็นเงินได้ประเภทหนึ่งของแต่ละบุคคล อย่างไรก็ตาม การกำหนดอัตราภาษีดังกล่าวไม่ควรที่จะทำให้สูญเสียโครงสร้างการจัดเก็บภาษีทั้งระบบในลักษณะการจัดเก็บอัตราก้าวหน้าไป นอกจากนี้ การกำหนดอัตราภาษีควรที่จะคำนึงถึงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับตลาดหุ้น ตลาดทุน และภาคส่วนอื่น ๆ ของระบบเศรษฐกิจประกอบกันไปอีกด้วย

- ผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ที่ถือครองเป็นระยะเวลานาน

ประเทศส่วนใหญ่ที่จัดเก็บภาษีผลได้จากทุนจะให้สิทธิประโยชน์กับผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ที่มีการถือครองเป็นระยะเวลานานกว่า 1 ปี ไม่ว่าจะอยู่ในรูปของอัตราภาษีที่ต่ำกว่าอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาปกติ หรือการยกเว้นการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนลักษณะนี้ในบางส่วน โดยมีสาเหตุหลักจากแนวคิดที่ว่าผลได้จากทุนจากการขาย

สินทรัพย์ระยะยาวอาจทำให้เกิดการขยับขึ้นของชั้นรายได้ของผู้เสียภาษี ทั้ง ๆ ที่ผลได้จากทุนลักษณะดังกล่าวเป็นผลได้ที่เกิดจากการสะสมผลตอบแทนต่อเนื่องในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ผู้เสียภาษีควรที่จะถูกจัดเก็บในอัตราที่ต่ำกว่าอัตรารายหลังการขยับขึ้นของชั้นรายได้ ยกตัวอย่างเช่น หากนายแดงถือครองหุ้นตัวหนึ่งเป็นระยะเวลา 10 ปี และทำให้ได้ผลได้จากทุนจากหุ้นดังกล่าวเป็นจำนวน 1 ล้านบาท ผลได้จากทุนดังกล่าวอาจทำให้รายได้ในปีที่ขายหุ้นของนายแดงขยับขึ้นไปจนถูกจัดเก็บภาษีในอัตรา 20 เปอร์เซ็นต์ได้ ทั้ง ๆ ที่ถ้าหากคิดผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปี นายแดงจะมีรายได้เพียง 1 แสนบาทต่อปี ซึ่งในกรณีดังกล่าวรายได้ของนายแดงอาจอยู่ในชั้นที่ถูกจัดเก็บภาษีที่อัตรา 10 เปอร์เซ็นต์เท่านั้น เป็นต้น ดังนั้นประเทศส่วนใหญ่จึงมีการให้สิทธิประโยชน์กับผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะยาว นอกจากนั้นแล้วการเก็บภาษีผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะยาวยังเป็นการจูงใจให้เกิดการลงทุนในระยะยาวมากขึ้นอีกด้วย

- การหักลดหย่อนกรณีเกิดการขาดทุนในผลได้จากทุน

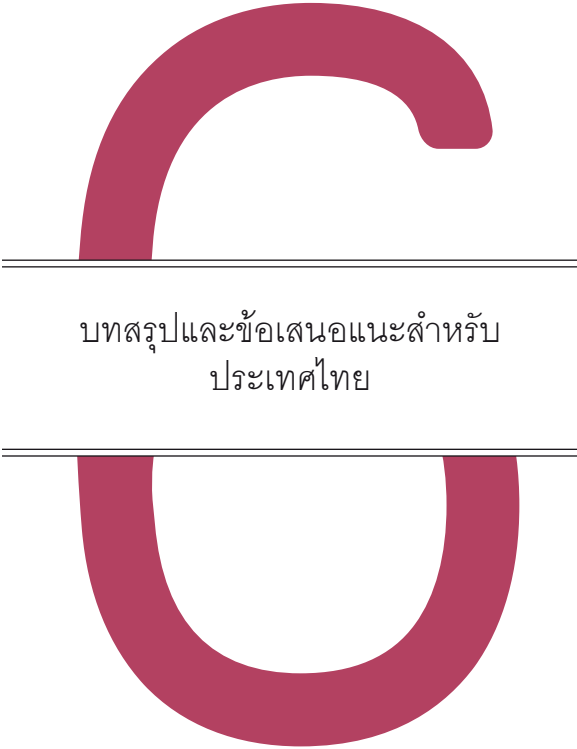
ประเทศที่จัดเก็บภาษีผลได้จากทุนส่วนใหญ่อนุญาตให้มีการนำผลขาดทุนมาหักลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาได้ โดยบางประเทศจะอนุญาตให้หักลดหย่อนเฉพาะในส่วนของรายได้จากการลงทุน ในขณะที่ในบางประเทศผลขาดทุนดังกล่าวสามารถนำมาหักลดหย่อนได้

กับเงินได้บุคคลธรรมดาประเภทอื่น ๆ ด้วย อย่างไรก็ตาม หลักการที่ประเทศส่วนใหญ่ยึดถือกันคือ หลักความสมมาตร นั่นคือ การนำเอาผลขาดทุนมาหักลดหย่อนภาษีจะต้องเป็นการหักเงินได้ในส่วนที่ถูกจัดเก็บภาษีในอัตราเดียวกัน กับในกรณีที่เกิดผลกำไรและถูกจัดเก็บภาษี ยกตัวอย่างเช่น ในกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกา ผลขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ระยะยาวจะหักภาษีได้เฉพาะกับผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะยาวเช่นเดียวกัน ไม่สามารถนำไปหักกับเงินได้ประเภทอื่น ๆ ได้ เนื่องจากเงินได้ประเภทอื่น ๆ ถูกจัดเก็บภาษีในอัตราที่สูงกว่า เป็นต้น

- *การคำนึงถึงอัตราเงินเฟ้อในช่วงเวลาถือครองสินทรัพย์*

การถือครองสินทรัพย์ในระยะยาวบางครั้งอาจเกิดกรณีที่ราคาของสินทรัพย์ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น แต่อัตราการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอยู่ในระดับต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อในแต่ละปี นั่นหมายความว่า ถ้าคิดถึงอำนาจในการซื้อหรือระดับความมั่งคั่งที่แท้จริงของผู้ถือครองสินทรัพย์แล้วดูเหมือนจะลดต่ำลง การขายสินทรัพย์ซึ่งทำให้เกิดผลตอบแทนในรูปแบบผลได้จากทุนที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าเงินเฟ้อถูกเรียกว่าก่อให้เกิดการยกเว้นการจัดเก็บภาษี เพราะดูเหมือนจะยิ่งเป็นการซ้ำเติมสถานการณ์ของผู้ถือสินทรัพย์ดังกล่าว แนวคิดนี้อาจเป็นอีกสาเหตุหนึ่งของการให้สิทธิประโยชน์ในการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนที่มีที่มาจากสินทรัพย์ระยะยาว

อย่างไรก็ตาม แนวคิดนี้ไม่สามารถประยุกต์ใช้ได้กับผลได้จากทุนจากสินทรัพย์ระยะสั้น



---

บทสรุปและข้อเสนอแนะสำหรับ  
ประเทศไทย

---

ผลได้จากทุนเป็นรายได้ประเภทหนึ่งของคนไทย โดยในปัจจุบันผลได้จากทุนของบุคคลธรรมดาที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะได้รับการยกเว้นภาษีทั้งจำนวน การยกเว้นภาษีดังกล่าวอาจก่อให้เกิดปัญหาความไม่เป็นธรรมในระบบการจัดเก็บภาษี และอาจทำให้โครงสร้างการจัดเก็บภาษีในลักษณะอัตราก้าวหน้า (Progressive Rate) ถูกทำลายลงไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่มีการถือครองสินทรัพย์มีการกระจุกตัวอยู่กับกลุ่มผู้มีรายได้สูงเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งทำให้กลุ่มผู้มีรายได้สูงดังกล่าวมีส่วนได้รับรายได้จากผลได้จากทุน (รวมถึงรายได้จากการลงทุนประเภทอื่น ๆ) ในระดับสูง ในขณะที่ของประเทศสหรัฐอเมริกาสัดส่วนรายได้จากผลได้จากทุนที่ไม่เท่ากันทำให้กลุ่มผู้มีรายได้สูงบางกลุ่มถูกจัดเก็บภาษีในอัตราที่ต่ำกว่ากลุ่มผู้มีรายได้ต่ำกว่า

ประสบการณ์การเริ่มจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาทำให้เห็นว่า การจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนจะส่งผลกระทบต่อมูลค่ารวมตลาดและสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ในระยะสั้นราว 1-2 ปี นั่นคือ การจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจซื้อขายหุ้นของนักลงทุนอย่างชัดเจน อย่างไรก็ตาม องค์การธุรกิจในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงเวลาดังกล่าวยังคงให้ความสนใจต่อการเข้ามาระดมทุนผ่านตลาดหุ้นเพิ่มเติม เนื่องจากองค์การธุรกิจดังกล่าวจะได้รับผลประโยชน์จากโครงสร้าง

การจัดเก็บภาษีเงินได้นิติบุคคลและสิทธิประโยชน์ทางภาษีอื่น ๆ ภายหลังจากเข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยโครงสร้างสิทธิประโยชน์ดังกล่าวต้องทำให้การระดมทุนผ่านตลาดหุ้นมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าการระดมทุนผ่านตลาดเงินหรือการกู้ยืมเงินผ่านสถาบันการเงินรูปแบบต่าง ๆ

หากประเทศไทยให้ความสนใจต่อการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งภาษีผลได้จากทุนที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเริ่มต้นอาจมีระบบการจัดเก็บแยกต่างหากออกจากระบบภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ในลักษณะเดียวกันกับระบบการจัดเก็บของประเทศเยอรมนี ดังนี้

- ภาษีผลได้จากทุนไม่ถูกนำไปคำนวณรวมกับเงินได้บุคคลธรรมดาประเภทอื่น ๆ และจัดเก็บในอัตราเดียวกันทั้งจำนวน โดยอาจมีแบบฟอร์มในการยื่นแสดงรายการเพื่อเสียภาษีแยกต่างหากออกจากระบบภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา และเพื่อเป็นการลดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นในตลาดหุ้น ในช่วงเริ่มต้นอาจมีข้อกำหนดให้ผลได้จากทุนที่เกิดจากหุ้นที่มีการซื้อก่อนวันประกาศจัดเก็บภาษีจะได้รับการยกเว้นภาษีทั้งจำนวนได้

- อัตราการจับเก็บภาษีในช่วงเริ่มต้นอาจอยู่ในระดับต่ำราว 5 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าผลได้จากทุนทั้งหมด เพื่อลดผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดหุ้นของนักลงทุน นอกจากนี้ อาจกำหนดกลุ่มผู้ได้รับการยกเว้นภาษีได้ เช่น กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ หรือกองทุนรวมเพื่อการเกษียณอายุ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ควรมีการกำหนดระยะเวลาในการปรับขึ้นอัตราภาษีที่ชัดเจน โดยในระยะยาวแล้วผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะสั้นควรมีอัตราภาษีเทียบเท่ากับอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาปกติ ในลักษณะเดียวกันกับเงินได้ที่เกิดจากการชิงโชคหรือของรางวัลลักษณะอื่น ๆ

- ในช่วงเริ่มต้น อาจมีการให้สิทธิประโยชน์กับผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะยาวผ่านการกำหนดสัดส่วนผลได้จากทุนที่ได้รับการยกเว้นภาษีได้ เช่น อาจกำหนดให้ 50 เปอร์เซ็นต์ของผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ที่มีการถือครองยาวกว่า 1 ปี ได้รับการยกเว้นภาษี เป็นต้น ในขณะที่ผลได้จากทุนที่เกิดจากสินทรัพย์ระยะสั้นจะต้องถูกจัดเก็บภาษีทั้งจำนวน ในระยะยาว อัตราการจับเก็บภาษีผลได้จากทุนน่าจะอยู่ในระดับใกล้เคียงกับอัตราภาษีเงินปันผลที่ 10 เปอร์เซ็นต์ หรืออัตราภาษีที่จัดเก็บกับดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารที่ 15 เปอร์เซ็นต์ เพราะเป็นเงินได้ในลักษณะใกล้เคียงกัน



- ผลขาดทุนที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์อาจนำมาหักลดหย่อนภาษีได้ โดยในระยะเริ่มต้นการหักลดหย่อนภาษีจะทำได้เฉพาะกับรายได้จากผลได้จากทุนที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ตามหลักความสมมาตร โดยผลขาดทุนที่ยังใช้หักลดหย่อนไม่หมดอาจถูกนำไปใช้ในปีถัด ๆ ไป โดยไม่มีการจำกัดระยะเวลา อย่างไรก็ตาม หากมีการกำหนดระยะเวลาที่ชัดเจนในการปรับขึ้นอัตราภาษีผลได้จากทุน อาจมีการกำหนดเงื่อนไขในการนำผลขาดทุนมาหักลดหย่อนเพิ่มเติมด้วย ทั้งนี้เพื่อรักษาหลักความสมมาตรในการเก็บภาษี โดยในกรณีที่มีการปรับขึ้นอัตราการจัดเก็บภาษีขึ้น 1 เท่า อาจกำหนดให้ผลขาดทุนในช่วงปีก่อน ๆ สามารถนำมาหักภาษีได้แค่ 50 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าผลขาดทุน เป็นต้น

- ระบบการจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนอาจไม่ต้องมีการคำนึงถึงอัตราเงินเฟ้อ เนื่องจากรายได้จากการลงทุนลักษณะอื่น ๆ ในปัจจุบัน เช่น ดอกเบี้ยเงินฝากหรือเงินปันผล ก็ไม่มีการคำนึงถึงอัตราเงินเฟ้อเช่นเดียวกัน

- การเริ่มจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนอาจมีการดำเนินการควบคู่ไปกับการปรับปรุงโครงสร้างภาษีเงินได้นิติบุคคล รวมถึงระดับสิทธิประโยชน์ขององค์กรธุรกิจที่เข้ามาระดมทุน

ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ เพื่อเป็นแรงจูงใจให้เกิดการพัฒนาอย่างต่อเนื่องของตลาดหุ้นไทย โดยแรงจูงใจต่างๆ ดังกล่าวจะต้องทำให้ต้นทุนการระดมทุนผ่านตลาดหุ้นในภาพรวมอยู่ในระดับต่ำกว่าการระดมทุนผ่านช่องทางตลาดเงินหรือการกู้ยืมเงินผ่านสถาบันการเงินด้วย

จากข้อมูลแวดล้อมที่แสดงให้เห็นว่าการถือครองสินทรัพย์ของประเทศไทย รวมถึงหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างกระจุกตัวอยู่กับกลุ่มผู้มีรายได้สูงของประเทศ การจัดเก็บภาษีผลได้จากทุนอาจเป็นการส่งเสริมลักษณะการจัดเก็บภาษีอัตราก้าวหน้าให้กับระบบการจัดเก็บภาษีโดยรวมของประเทศไทย นอกจากนี้ยังส่งเสริมระบบการจัดเก็บภาษีที่เป็นธรรมมากขึ้นของประเทศไทยอีกด้วย

---

---

## เอกสารอ้างอิง

---

---

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (กันยายน 2554). **สถานการณ์ความยากจน และความเหลื่อมล้ำของประเทศไทย ปี 2553**. สำนักพัฒนาฐานข้อมูลและตัวชี้วัดภาวะสังคม

Amromin, G., P. Harrison and S. Sharpe. (2006). How did the 2003 dividend tax cut affect stock prices? Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C.

Auerback, A.J., L.E. Burman and J.M. Siegel. (1998). Capital gains taxation and tax avoidance: new evidence from panel data. NBER Working Paper No. 6399. National Bureau of Economic Research, Massachusetts.

Blouin, J.L., J.S. Raedy and D.A. Shackelford. (2000). Capital gains holding periods and equity trading: evidence from the 1998 Tax Act. NBER Working Paper No. 7827. National Bureau of Economic Research, Massachusetts.

- Burman, L.E. (2009). Taxing capital gains in Australia: assessment and recommendations. Urban-Brookings Tax Policy Center, Washington D.C.
- Calina, G. (1982). Interest rate effects and intertemporal consumption. *Journal of Monetary Economics* 9(2), pp. 223-234.
- Dai, Z., E. Maydew, D.A. Shackelford and H.H. Zhang. (2008). Capital gains taxes and asset prices: capitalization or lock-in? NBER Working Paper No. 12342. National Bureau of Economic Research, Massachusetts.
- Dai, Z., D.A. Shackelford and H.H. Zhang. (2010). Capital gains taxes and stock return volatility. Mimeo. University of Texas at Dallas.
- De Long, B.J., A. Shleifer, L.H. Summers and R.J. Waldmann. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy* 98(4), pp. 703-738.
- Dechert (January 2009). New German capital income and capital gains laws mean increased taxes for investors. *Dechert On Point Special Alert*, Dechert LLP.
- Friedman, J. and K. Richards. (30 January 2006). Capital gains and dividend tax cuts: data make clear that high-income households benefit the most. Center on Budget and Policy Priorities, Washington DC.
- Gravelle, J.G. (14 July 1999). Capital gains taxes, innovation and growth. Congressional Research Service.
- Gravelle, J.G. (29 January 2003). Economic and revenue effects of permanent and temporary capital gains tax cuts. CRS Report for Congress RS21014, Congressional Research Service.
- Howrey, E.P. and S.H. Hymans. (1978). The measurement and determinant of loanable-funds saving. *Brookings Papers on Economic Activity* 1978(3), pp. 655-685.
- Huang, C. and C. Marr. (2012). Raising today low capital gains tax rates could promote economic efficiency and fairness, while helping

reduce deficits. Center on Budget and Policy Priorities, Washington DC.

Hungerford, T.L. (18 June 2010). The economic effects of capital gains taxation. CRS Report for Congress R40411, Congressional Research Service.

Hungerford, T.L. (14 September 2012). Taxes and the economy: an economic analysis of the top tax rates since 1945. CRS Report for Congress R42729, Congressional Research Service.

Kravitz, T. and L. Burman (7 November 2005). Capital gains tax rates, stock markets, and growth. *Tax Analysis*, Urban-Brookings Tax Policy Center, Washington D.C.

Mao, C.W. and M.J. Chang. (2011). The impact of capital income tax to the financial market-evidence from 18 countries. *International Research Journal of Finance and Economics* 71, pp. 145-159.

Mishkin, F.S. (2009). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 9th Ed. Prentice Hall.

Shackelford, D.A. (Fall 2004). Capital gains taxes and equity prices. *NBER Reporter*, pp. 17-20.

Shiller, R.J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press.

Skinner, J. and D. Feenberg. (1990). The impact of the 1986 tax reform act on personal saving. NBER Working Paper No. 3257, National Bureau of Economic Research, Massachusetts.

United Nations. (2001). Financial taxation and equity market development-Optimal financial market tax policies for developing countries. Mimeo. Department of Economics and Social Affairs, United Nations.



ISBN-13: 978-6163290120



9 786163 290120