



บทที่ 6

ปัญหาและอุปสรรคในการบริหารงานพันธบัตร

ในการดำเนินงานการบริหารงานพันธบัตรรัฐบาลนั้น จำเป็นจะต้องปรับปรุงการบริหารให้เกิดความเจริญก้าวหน้า เพื่อเป็นพื้นฐานในการพัฒนาตลาดทุน เพราะในการระดมทุนจากการกู้เงินในประเทศให้ได้ตามความต้องการ ด้วยการบังคับให้ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินซื้อพันธบัตรรัฐบาล ทำได้โดยสะดวกและประหยัดค่าใช้จ่ายของรัฐบาลก็ตาม แต่ด้านนโยบายการบริหารการเงินการคลังของประเทศจะต้องระมัดระวังอย่างมาก เพราะการบังคับให้สถาบันการเงินต่างๆ ซื้อพันธบัตรและธนาคารแห่งประเทศไทยซื้อเองในส่วนที่เหลือนั้น จะก่อให้เกิดปัญหาเงินเพื่อมีผลเท่ากับ เป็นการพิมพ์ธนบัตรออกมา และเท่ากับ เป็นการเก็บภาษีจากธนาคารพาณิชย์ ทำให้ต้นทุนของธนาคารพาณิชย์สูงขึ้น ธนาคารพาณิชย์ก็จะต้องไปคิดกับลูกค้าคือประชาชนอีกต่อหนึ่ง และการที่ธนาคารแห่งประเทศไทย เข้าซื้อพันธบัตรจะเป็นภาระและอุปสรรคต่อการดำเนินนโยบายทางการเงิน อาจทำให้เป้าหมายของนโยบายการเงินขัดกับนโยบายการคลังได้

การพัฒนาตลาดพันธบัตร ตามแนวนโยบายของแผนพัฒนา เศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 6 (2530-2534) มุ่งที่จะ เร่งรัดการพัฒนาตลาดทุนให้สามารถ เป็นแหล่งที่ระดม เงินออมระยะยาวได้อย่างแท้จริง และพัฒนาให้มัลกลไก เข้ารับการลงทุนในรูปสถาบันที่เหมาะสม ขยายการจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลให้กว้างขวางยิ่งขึ้นนั้น กระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทย ก็ได้ดำเนินการ เพื่อการพัฒนาตลาดพันธบัตร โดยมุ่งระดมทุนจาก เงินออมของประชาชนในประเทศ ได้มีการปรับปรุงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรให้สอดคล้องกับภาวะตลาดการเงิน ถึงแม้ว่าจะทำให้รัฐต้องเสียค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น จากการศึกษาถึงสภาพของตลาดพันธบัตรในปัจจุบันทั้งตลาดแรกและตลาดรอง (บทที่ 4 และบทที่ 5) ทำให้ทราบถึงปัญหาและอุปสรรคของการบริหารงานพันธบัตร โดยเฉพาะปัญหาและอุปสรรคที่เกิดขึ้นในตลาดแรก ได้ส่งผลกระทบและเป็นปัญหาต่อ เนื่องไปยังตลาดรองของพันธบัตรด้วยนั้น ที่สำคัญ มี 4 ประการคือ

- 1) ปัญหาอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล
- 2) ปัญหาการเก็บภาษีเงินได้จากดอกเบี้ยพันธบัตร
- 3) ปัญหาการประสานงานในตลาดรอง
- 4) ปัญหาสถานที่จดทะเบียนกรรมสิทธิ์

- 5) ปัญหาค่าธรรมเนียม ที่ให้แก้ตัวแทนจำหน่าย
- 6) ปัญหาการขาดแคลนพันธบัตรที่ออกจำหน่าย

1. ปัญหาอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล

1.1 สภาพปัญหา

เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลปรับ เปลี่ยนบ่อยตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน นับตั้งแต่ปี 2523 เป็นต้นมา ทำให้มีพันธบัตรรุ่นต่างๆ อัตราดอกเบี้ยแตกต่างกันในรอบปีหนึ่งๆ และเมื่อมีประกาศจำหน่ายพันธบัตรรุ่นใหม่ที่อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าพันธบัตรรุ่นเก่า ผู้ถือพันธบัตรรุ่นเก่าจะนำมาขายคืนแล้วซื้อพันธบัตรรุ่นใหม่ที่อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าพันธบัตรรุ่นเก่า ผู้ถือพันธบัตรรุ่นเก่าจะนำมาขายคืนแล้วซื้อพันธบัตรรุ่นใหม่ที่อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าพันธบัตรรุ่นเก่า ทำให้บังเกิดความยุ่งยากในทางปฏิบัติ และมีผลกระทบต่อผู้ถือพันธบัตรที่มีได้นำมาขายคืนดังนี้ คือ

1.1.1 ผู้ถือพันธบัตรที่เป็นนักลงทุนจะนำพันธบัตรรุ่นเก่าที่มีดอกเบี้ยต่ำกว่ามาขายคืน แล้วอาจจะซื้อพันธบัตรรุ่นใหม่ที่ดอกเบี้ยสูงกว่าหรือไม่ ขึ้นอยู่กับการประเมินผลประโยชน์ตอบแทนที่จะได้รับจากดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล เปรียบเทียบการฝากเงินที่ธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงิน หรือการไปลงทุนในหลักทรัพย์ภาคเอกชนอื่นๆ

ถ้าหากนำเงินที่ขายคืนมาซื้อพันธบัตรรุ่นใหม่ที่ดอกเบี้ยสูงกว่า ก็จะต้องเสียเวลาในพิธีปฏิบัติ เกี่ยวกับการซื้อพันธบัตรใหม่ แต่ถ้ามีได้นำเงินที่ได้จากการขายคืนมาลงทุนในพันธบัตรอื่น ก็จะมีผลกระทบต่อกระแสเงินทุนของประเทศ ที่ประชาชนหรือผู้ออมรายจ่ายควรจะมีส่วนร่วมในการพัฒนาประเทศด้วยการซื้อพันธบัตรรัฐบาล

1.1.2 ธนาคารแห่งประเทศไทยในฐานะผู้รับซื้อคืนจะมีปริมาณงานเพิ่มขึ้นมากในช่วงระยะเวลาที่มีการรับซื้อคืนพันธบัตรรุ่นเก่าและจำหน่ายพันธบัตรรุ่นใหม่

1.1.3 ผู้ถือพันธบัตรที่มีได้เป็นนักลงทุน และมีได้ติดตามการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร หรืออัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน ก็จะเสียประโยชน์หากยังคงถือพันธบัตรรุ่นเก่าที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าไว้

1.2 สาเหตุของปัญหา

ก่อนปี 2523 อัตราดอกเบียพันธบัตรรัฐบาลอยู่ในระดับใกล้เคียงกับอัตราดอกเบียเงินฝากประจำอายุ 1 ปีของธนาคารพาณิชย์ คือมีอัตราร้อยละ 7.5 ติดต่อกันมาตั้งแต่ปี 2513-2516 และอัตราดอกเบียพันธบัตรได้เพิ่มสูงขึ้นเป็นร้อยละ 8.5 ในปี 2517 เมื่ออัตราดอกเบียเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์เพิ่มสูงขึ้นจากร้อยละ 7.0 เป็น 8.0 ระหว่างปี 2518-2522 พันธบัตรยังคงให้ผลตอบแทนร้อยละ 8.5 ขณะที่อัตราดอกเบียเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์อยู่ในอัตราร้อยละ 8.0-9.0 (ตารางที่ 21)

ในปี 2523 ภาวะการณ์ของตลาดการเงินระหว่างประเทศมีแนวโน้มของอัตราดอกเบียสูงขึ้นมาก จึงได้มีการปรับปรุงอัตราดอกเบียของทางการและของธนาคารพาณิชย์ โดยได้ขยายอัตราดอกเบียเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์ออกไป เป็นร้อยละ 12.0 ต่อปีสำหรับเงินฝากอายุ 1 ปี และ ร้อยละ 13.0-14.0 ต่อปีสำหรับเงินฝากประจำอายุ 3-5 ปีขึ้นไป จึงทำให้พันธบัตรรัฐบาลที่ออกจำหน่ายในปี 2523 ต้องปรับอัตราดอกเบียสูงเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 9.5 เมื่อตอนต้นปี เป็นร้อยละ 12.25 ในระหว่างปี เป็นผลให้ผู้ที่ซื้อพันธบัตรรุ่นเก่าอัตราดอกเบียต่ำกว่า คืออัตราร้อยละ 7.5-8.5 ต่อปี นำมาขายคืนแล้วซื้อรุ่นใหม่เป็นจำนวนมาก ถึง 1,690 ล้านบาท

ต่อมาในปี 2525 อัตราดอกเบียพันธบัตรยังคงสูงขึ้นเป็นร้อยละ 13.25 และสูงที่สุดถึงร้อยละ 13.75 ทำให้ประชาชนให้ความสนใจอย่างมาก เพราะอัตราผลตอบแทนจากดอกเบียพันธบัตร (ได้รับการยกเว้นภาษีดอกเบีย) อยู่ในระดับสูง เมื่อเทียบกับการนำเงินฝากประจำกับธนาคารพาณิชย์ซึ่งได้รับดอกเบียร้อยละ 13.0 และยังคงเสียภาษีดอกเบียเงินฝากประจำถึงร้อยละ 12.5 ต่อปี ซึ่งได้ผลตอบแทนต่ำกว่า

ถึงแม้ว่าอัตราดอกเบียพันธบัตรจะมีแนวโน้มลดต่ำลง เหลือร้อยละ 11.0-11.5 ในปี 2526 แต่มูลค่าพันธบัตรที่จำหน่ายได้อยู่ในเกณฑ์ที่ดีมาก และปริมาณการจำหน่ายได้สูงขึ้นอีก เมื่ออัตราดอกเบียได้เพิ่มสูงขึ้นเป็นร้อยละ 12.5 ในปี 2527 เพราะผู้ซื้อพันธบัตรรุ่นเก่าอัตราร้อยละ 11.0-11.5 มาขายคืน แล้วซื้อพันธบัตรรุ่นใหม่ที่มีดอกเบียสูง เนื่องจากเมื่อคำนวณผลตอบแทนแล้ว ถึงแม้จะถูกหักส่วนลดที่นำมาขายคืน แต่ก็ยังได้ผลประโยชน์จากดอกเบียอัตราใหม่ที่สูงกว่า อย่างไรก็ตามก็ได้มีการพิจารณาให้อัตราดอกเบียพันธบัตรรัฐบาลอยู่ในระดับใกล้เคียงกับอัตราดอกเบียในตลาดเงิน ในปี 2528 ได้เกิดปัญหาในระบบการเงินมีสภาพคล่องส่วนเกินในระดับสูง และได้ทวีความรุนแรงขึ้นเป็นลำดับเกือบตลอดปี 2529 เนื่องจากเงินฝากที่สถาบันการเงินระดม

ได้ขยายตัวในอัตราสูงกว่าการขยายสินเชื่อมาก ทั้งๆ ที่ธนาคารพาณิชย์ได้ลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากถึง 4 ครั้ง จนเหลือเพียง 7.25 แล้วก็ตาม จึงมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดลงเกือบต่อเนื่อง อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรร้อยละ 12.5 เมื่อต้นปี 2528 ได้ลดลงเหลือ 8.75

ในปี 2529 แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในประเทศยังคงอยู่ในระดับต่ำต่อไป เหลือเพียงร้อยละ 8.0-7.25 ในปี 2530-2531 ซึ่งมีส่วนช่วยให้รัฐบาลลดภาระค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยพันธบัตรได้มาก ประกอบกับการจัดเก็บภาษีรายได้ของรัฐอยู่ในระดับที่สูงกว่าเป้าหมายการจัดเก็บเป็นจำนวนมากกระทรวงการคลังจึงได้ใช้เงินคงคลังให้เกิดประโยชน์มากยิ่งขึ้น ด้วยการได้ถอนพันธบัตรรัฐบาลดอกเบี้ยสูงที่ออกจำหน่ายในปี 2525-2526 ซึ่งมีอัตราร้อยละ 12.0-13.0 ก่อนกำหนดจากธนาคารแห่งประเทศไทยและธนาคารออมสิน อันจะเป็นผลให้สามารถลดปัญหาการกระจุกตัวของภาระหนี้ในอนาคตที่จะเกิดขึ้นในปีงบประมาณ พ.ศ. 2534 ถึง 2536 ได้มาก นอกจากนี้ในการจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลปีงบประมาณ 2532 ซึ่งเริ่มจำหน่ายตั้งแต่ปลายปี 2531 นั้น ได้ปรับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรให้สูงขึ้นเป็นร้อยละ 8.0 และได้เพิ่มขึ้นเป็น 8.25-8.75 ในพันธบัตรรุ่นที่ 2 ที่ออกจำหน่ายในเดือนมีนาคม 2532 จึงทำให้ผู้ที่ถือพันธบัตรรุ่นเก่าในอัตราร้อยละ 8.0 นำมาขายคืนและซื้อพันธบัตรรุ่นใหม่ที่มีดอกเบี้ยสูงขึ้นแทน

อย่างไรก็ดี ธนาคารแห่งประเทศไทยได้แจ้งให้กระทรวงการคลังทราบว่า สำหรับพันธบัตรในปี 2531 ที่ส่วนใหญ่ถึงร้อยละ 90 มีอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 7.25-8.0 อายุ 5 ปีนั้น ได้มีประชาชนนำมาขายคืน โดยยอมเสียส่วนลดกับธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นจำนวนมาก ราย กล่าวคือ ตั้งแต่เดือนตุลาคม 2531 ถึงมีนาคม 2532 ประชาชนนำพันธบัตรดังกล่าวมาขายคืนมากกว่า 2,000 ล้านบาท สาเหตุที่ประชาชนนำพันธบัตรดังกล่าวมาขายคืนเพราะ เป็นพันธบัตรรุ่นเก่าที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำ เมื่อขายคืนแล้วบางคนก็นำเงินกลับมาซื้อพันธบัตรรุ่นใหม่ที่มีอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 8.25-8.75 ซึ่งให้ผลตอบแทนเมื่อคำนวณโดยหักภาษีดอกเบี้ยพันธบัตรในส่วนที่เกินกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์แล้ว ยังจะสูงกว่าการนำเงินไปฝากธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินที่ถึงแม้จะให้ผลตอบแทนสูงกว่า โดยเฉลี่ยแล้วอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลจะสูงกว่าประมาณร้อยละ 0.3-0.5 อย่างไรก็ดียอดสุทธิของการจำหน่ายให้แก่บุคคลธรรมดาได้เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 3,122 ล้านบาท เป็น 6,915 ล้านบาทในปี 2528 และถึงแม้ว่าจะลดลงบ้างในปี 2529-2530 เพราะเริ่มเก็บภาษีเงินได้จากดอกเบี้ยพันธบัตร แต่ยอดจำหน่ายในปี 2531 ที่

ผ่านมายังคงสูงถึง 6,334 ล้านบาท ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้เสนอแผนให้กระทรวงการคลัง เป็นผู้ไถ่ถอนพันธบัตรรุ่นเก่าที่ดอกเบี้ยสูงเพิ่มขึ้น เพื่อจะได้ลดภาระดอกเบี้ยและการระงุดตัวของหนี้ในอนาคต

ตารางที่ 21

เปรียบเทียบอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลกับดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์

ปี	ดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล	ดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์	
		ออมทรัพย์	ประจำ 1 ปี
2513-2516	7.5	3.5	7.0
2517	7.5-8.5	4.5	8.0
2518-2522	8.5	4.5-5.5	8.0-9.0
2523	9.5-12.25	8.0	12.0
2524	12.25	9.0	13.0
2525	13.25, 13.75	9.0	13.0
2526	13.0, 12.5, 11.5, 11.0	9.0	13.0
2527	11.0, 12.0, 12.5	9.0	13.0
2528	12.5, 12.25, 11.25	8.5-9.0	11.0-13.0
2529	10.5, 9.5, 8.75	5.50-7.25	7.25-9.50
2530	8.0, 7.25	5.50-7.25	7.25-9.50
2531	7.25	6.25-7.25	7.75-9.50

ที่มา : หน่วยจัดจำหน่าย ส่วนพันธบัตร ฝ่ายการธนาคาร และหน่วยการเงิน ฝ่ายวิชาการ
ธนาคารแห่งประเทศไทย

2. ปัญหาภาษีเงินได้ของดอก เบี้ยพันธบัตร

2.1 สภาพปัญหา

ตั้งแต่ปีงบประมาณ 2513 ทางกรมได้เริ่มเก็บภาษีเงินได้จากดอก เบี้ยพันธบัตรที่จ่ายให้แก่บริษัทและนิติบุคคลต่างๆ ส่วนบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการสาธารณกุศลยังคงได้รับการยกเว้นภาษี ต่อมาเมื่อวันที่ 2 กุมภาพันธ์ 2529 ได้มีการเก็บภาษีเงินได้จากดอก เบี้ยพันธบัตร เฉพาะส่วนที่เกิดจากอัตราดอก เบี้ยเงินฝากประเภทออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งถึงแม้ว่าผลตอบแทนสุทธิจากพันธบัตรยังคงสูงกว่าการฝากเงินที่ธนาคารพาณิชย์ และสถาบันการเงินอื่นก็ตาม แต่ยอดจำหน่ายแก่บุคคลธรรมดาในปี 2529 ลดลงเหลือ 3,756.0 ล้านบาท เทียบกับปี 2528 ที่จำหน่ายได้สูงถึง 6,914.5 ล้านบาท (ตารางที่ 5) เนื่องจากประชาชนมีความเชื่อถือในตลาดเงินอื่นๆ มากกว่าการซื้อพันธบัตรรัฐบาล ประกอบกับความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับภาษีดอก เบี้ยพันธบัตรยังไม่เป็นที่ เข้าใจชัดเจนแก่ผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้อง ยังมีความสับสนในเรื่องการคำนวณภาษีเงินได้จากดอก เบี้ยพันธบัตร และเงินได้จากการโอนพันธบัตร (ราคาขายสูงกว่าราคาซื้อ) จนกระทั่งทางการได้ออกกฎกระทรวงฉบับที่ 174 (พ.ศ. 2530) ตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นภาษี เกี่ยวกับวิธีการคำนวณภาษีจากดอก เบี้ยและผลประโยชน์จากการซื้อพันธบัตร และสิทธิการเลือกเสียภาษีในระหว่างปีที่กำหนด จึงทำให้ผู้ถือกรรมสิทธิ์และผู้ลงทุนในพันธบัตรได้มีความ เข้าใจที่ถูกต้องขึ้น แต่ถึงกระนั้นก็ตามนโยบายการจัดเก็บภาษีจากดอก เบี้ยพันธบัตร และผลประโยชน์จากการโอนพันธบัตรที่กำหนดว่า จะถูกหักภาษีร้อยละ 15 เฉพาะส่วนที่เกิดอัตราดอก เบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศกำหนดตามกฎหมายว่าด้วยการธนาคารพาณิชย์ ก็ยังคงก่อให้เกิดความไม่มั่นใจแก่ผู้ลงทุนในพันธบัตร เพราะไม่ทราบแน่ชัดว่าอัตราดอก เบี้ยเงินฝากประเภทออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์จะมีอัตราแน่นอน เป็นเท่าใด เมื่อถึงกำหนดระยะเวลารับดอก เบี้ยพันธบัตรในงวดต่อไป หรือเมื่อจะทำการโอนพันธบัตรในอนาคต

ปัญหาในการจัด เก็บภาษีเงินได้จากดอก เบี้ยพันธบัตร จึงมีดังนี้คือ

1) ผู้ลงทุนไม่สามารถจะคาดผลตอบแทนจากการรับดอก เบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลได้แน่นอน เนื่องจากอัตราดอก เบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ที่จะนำมาหัก ก่อนคำนวณภาษี ณ วันที่จ่ายดอก เบี้ยอาจแตกต่างไปจากวันที่ซื้อพันธบัตร

2) ทางกรที่ไม่สามารถคำนวณประมาณการรายได้ จากการเก็บภาษีเงินได้ ดอกเบี้ยพันธบัตร และประมาณการรายจ่ายสำหรับดอกเบี้ยพันธบัตรที่จ่ายให้แก่ผู้ถือกรรมสิทธิ์ไว้แน่นอน เพราะอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์นั้นจำเป็นต้องปรับปรุงเปลี่ยนแปลงตามภาวะตลาดเงินอยู่เสมอ

2.2 สาเหตุของปัญหา

2.2.1 ก่อนวันที่ 2 กุมภาพันธ์ 2529 บุคคลธรรมดาผู้ถือพันธบัตรรัฐบาล ไม่ต้องเสียภาษีเงินได้จากดอกเบี้ยพันธบัตรและผลประโยชน์จากการไถ่ถอนพันธบัตร ต่อมาได้มีกฎหมายที่ออกตามความในพระราชกำหนดแก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร ฉบับที่ 14 พ.ศ. 2529 และกฎกระทรวงฉบับที่ 169 (พ.ศ. 2529) และฉบับที่ 174 (พ.ศ. 2530) ที่เป็นกฎหมายซึ่งบังคับใช้ในปัจจุบัน มีสาระสำคัญให้บุคคลธรรมดาผู้ถือพันธบัตรต้องเสียภาษี ดังนี้

1) พันธบัตรรุ่นเก่าที่ออกก่อนวันที่ 2 กุมภาพันธ์ 2529 ได้รับยกเว้นภาษีดอกเบี้ยพันธบัตร แต่ต้องเสียภาษีเงินได้ของผลประโยชน์ที่ได้จากการไถ่ถอนพันธบัตร เฉพาะที่เป็นเงินได้เกินกว่าที่ลงทุน

2) พันธบัตรที่ออกหลังวันที่ 2 กุมภาพันธ์ 2529 จะต้องเสียภาษีเงินได้จากดอกเบี้ยพันธบัตรและผลประโยชน์จากการไถ่ถอนพันธบัตร

3) ระหว่างปี พ.ศ. 2532-2534 เงินได้จากดอกเบี้ยพันธบัตรที่ถูกหักภาษีในอัตราร้อยละ 15 เฉพาะส่วนที่เกินกว่าดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์นั้น ผู้มีเงินได้มีสิทธิเลือกเสียภาษีในอัตราดังกล่าวโดยไม่รวมกับเงินได้ประจำปีก็ได้

ส่วนเงินได้จากการไถ่ถอนพันธบัตรในตลาดหลักทรัพย์ฯ และนอกตลาดหลักทรัพย์ฯ ก็ถูกหักภาษีในอัตราร้อยละ 15 เฉพาะส่วนที่เกินกว่าดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์เช่นกัน และถ้ายอมให้หักภาษี ณ ที่จ่าย แม้จะได้รับยกเว้นไม่ต้องนำเงินได้ดังกล่าวไปรวมคำนวณภาษีเมื่อสิ้นปีอีก

4) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 ภาษีเงินได้จากดอกเบี้ยพันธบัตร และผลประโยชน์จากการไถ่ถอนพันธบัตร จะต้องคำนวณภาษีในอัตราก้าวหน้า คือ ร้อยละ 5-55 ตามอัตราภาษีเงินได้ของบุคคลธรรมดา

ดังนั้น จากความไม่แน่นอนของผลตอบแทนจากการลงทุนซื้อพันธบัตร ที่ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ ที่จะนำมาหักก่อนคำนวณภาษี และความไม่แน่นอนทางด้านภาษี เช่น การที่ผู้ถือพันธบัตรชนิดดอกเบี้ยจะต้องเสียภาษีในอัตราที่สูงมาก ในกรณีที่ต้องนำรายได้จากดอกเบี้ยพันธบัตรไปรวมกับรายได้รับ เพื่อคำนวณภาษีปลายปี และผู้ถือพันธบัตรชนิดดอกเบี้ยทบต้นจะต้องเสียภาษีเงินได้มากกว่า เมื่อเทียบกับผู้ถือพันธบัตรชนิดอื่น ตลอดจนการเสียภาษีเงินได้จากการโอนพันธบัตรในส่วนที่เกินราคาทุน ตามอัตราภาษีเงินได้ ซึ่งจะต้องใช้อัตราก้าวหน้าร้อยละ 5-55 ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 เป็นต้นไป ล้วนแต่เป็นปัจจัยที่ทำให้การนิยมลงทุนในพันธบัตรมีแนวโน้มลดลงในอนาคต

ดังนั้น จากความไม่แน่นอนของผลตอบแทนจากการลงทุนซื้อพันธบัตรที่ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ ที่จะนำมาหักก่อนคำนวณภาษี และความไม่แน่นอนทางด้านภาษี เช่น การที่ผู้ถือพันธบัตรชนิดดอกเบี้ยจะต้องเสียภาษีในอัตราที่สูงมาก ในกรณีที่ต้องนำรายได้จากดอกเบี้ยพันธบัตรไปรวมกับรายได้อื่น เพื่อคำนวณภาษีปลายปี และผู้ถือพันธบัตรชนิดดอกเบี้ยทบต้นจะต้องเสียภาษีเงินได้มากกว่า เมื่อเทียบกับผู้ถือพันธบัตรชนิดอื่น ตลอดจนการเสียภาษีเงินได้จากการโอนพันธบัตร ในส่วนที่เกินราคาทุนตามอัตราภาษีเงินได้ ซึ่งจะต้องใช้อัตราก้าวหน้า ร้อยละ 5-55 ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 เป็นต้นไป ล้วนแต่เป็นปัจจัยที่ทำให้ความนิยมลงทุนในพันธบัตรมีแนวโน้มลดลงในอนาคต

ก่อนหน้านี้เมื่อต้นปี 2529 กระทรวงการคลังได้ออกประกาศเก็บภาษีเงินได้จากการซื้อขายพันธบัตรในตลาดรอง นอกเหนือไปจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เฉพาะส่วนที่เกินกว่าเงินลงทุน และได้รับการคัดค้านจากธนาคารพาณิชย์หลายแห่งว่าเป็นเรื่องที่ไม่ถูกต้อง เนื่องจากลูกค้าที่เพิ่งมาขายพันธบัตรที่มีการโอนหรือซื้อมานั้นมิใช่กำไร แต่เป็นผลต่างของอัตราดอกเบี้ยและระยะเวลาในช่วงที่ผ่านมา และการเก็บภาษีการซื้อขายพันธบัตรดังกล่าว จะทำให้การพัฒนาตลาดรอง โดยเฉพาะในส่วนของ การซื้อขายพันธบัตรมีอุปสรรค เพราะผู้ซื้อขายจะต้องเสียภาษีเงินได้ ซึ่งไม่จูงใจให้เกิดการซื้อขายพันธบัตรขึ้นในตลาดรอง

ต่อมาเมื่อเดือนตุลาคม 2530 กรมสรรพากรได้ออกหนังสือเวียนคำสั่งของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ปรับปรุงการยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ที่ได้จากการโอนพันธบัตรของรัฐบาลนอกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะเงินได้ส่วนที่ไม่เกินจำนวนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประเภทออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ ตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทย

กำหนดในส่วนที่เกินกว่าเงินลงทุน ให้เหมือนกับการโอนหรือซื้อขายพันธบัตรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงทำให้การซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลนอกตลาดหลักทรัพย์ฯ มีฐานะ เช่นเดียวกับการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงปัจจุบันนี้

3. ปัญหาการประสานงานในตลาดรอง

3.1 สภาพปัญหา

การร่วมมือในการประสานประโยชน์ระหว่างตลาดรองต่างๆ ยังมีไม่มากนัก ขาดการประสานงานกัน วิธีการคำนวณราคาของตลาดรองแต่ละแห่งแตกต่างกัน ทำให้การกำหนดราคาพันธบัตรต่างกันด้วย ยังไม่มีการปรับปรุงระบบการแก้ราคาและวิธีการซื้อขายให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน ยังขาดการนำเทคโนโลยีทางอิเล็กทรอนิกส์สมัยใหม่ มาใช้ให้เป็นประโยชน์ในการรวมศูนย์ข้อมูลที่สำคัญๆ ซึ่งเกี่ยวข้องกับการซื้อขายพันธบัตรในตลาดรอง เพื่ออำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ซื้อ ผู้ขาย ตลอดจนเจ้าหน้าที่ในการซื้อขายพันธบัตรให้สามารถเข้าถึงข้อมูลข้อมูลสารสนเทศเหล่านี้อย่างรวดเร็ว เป็นประโยชน์แก่สถานที่ตลาดรอง ซึ่งแต่ละแห่งจะอยู่ห่างไกลกัน การติดต่อสื่อสารกันจะมีระหว่างผู้ค้าพันธบัตรที่อยู่ในกลุ่มเดียวกัน เช่น ระหว่างธนาคารพาณิชย์กับบริษัทในเครือ หรือบริษัทเงินทุนและบริษัทหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มเดียวกัน เท่านั้น

สถานที่ซึ่งควรเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายพันธบัตรยังไม่มี และยังขาดการสนับสนุนให้มีการจัดตั้งสถาบัน เพื่อเป็นสถาบันตัวกลางของตลาดรองพันธบัตร ประชาชนจึงมิได้สนใจในการซื้อขายพันธบัตร ต่างกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นศูนย์กลางของตลาดหุ้น ที่รู้จักแพร่หลายและดึงดูดความสนใจของประชาชนมาซื้อขายหุ้นกัน เป็นมูลค่ามากในแต่ละวัน จึงทำให้ตลาดรองของพันธบัตรรัฐบาลไม่ขยายตัวเท่าที่ควรจะเป็น

3.2 สาเหตุของปัญหา

ในปัจจุบันมีสถาบันต่างๆ นอกจากธนาคารแห่งประเทศไทยที่ทำหน้าที่เป็นตลาดรองในการรับซื้อคืนพันธบัตรให้กับประชาชน ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนและบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ฯ และที่มีได้เป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ฯ ถึงแม้ว่าพันธบัตรรัฐบาลแต่ละรุ่นยังเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ แต่มูลค่าการซื้อขายผ่านตลาดรองที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ยังมีไม่ค่อยมากนัก ทั้งนี้อาจเป็นเพราะผู้ถือพันธบัตรส่วนใหญ่เก็บออมไว้เป็นสินทรัพย์ ไม่ค่อยนำมาซื้อขายแลกเปลี่ยน หรือซื้อไว้เพื่อเป็นประกันในเรื่องต่างๆ ซึ่งจะต้องนำไปจำนำไว้เป็นหลักประกัน ไม่สามารถนำมาหมุนเวียนแลกเปลี่ยน

เปลี่ยนเพื่อการลงทุนได้ การซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลโดยเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย น้อยมาก และลดความสำคัญลงจากเดิมไปเรื่อยๆ ในปี 2529 ตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล 4,854.76 ล้านบาท (ตารางที่ 17) หรือคิดเป็นร้อยละ 16.26 ของยอดรวมมูลค่าหลักทรัพย์ทั้งภาครัฐบาลและภาคเอกชน แต่ในปี 2530 และ 2531 ได้ลดลงเหลือ 1,195.38 ล้านบาท และ 191.08 ล้านบาท หรือลดลงเหลือร้อยละ 0.97 และร้อยละ 0.12 ตามลำดับ อาจเป็นเพราะค่าธรรมเนียมการซื้อขายพันธบัตรในตลาดหลักทรัพย์ ในปัจจุบันสูงถึงร้อยละ 0.1 ของมูลค่าการซื้อขาย หรือไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 บาท ถ้ามูลค่าการซื้อขายพันธบัตรสูง ก็จะต้องเสียค่าธรรมเนียมสูงตามไปด้วย จึงทำให้ความนิยมซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีไม่มาก

4. ปัญหาสถานที่จดทะเบียนกรรมสิทธิ์

4.1 สภาพปัญหา

การจดทะเบียนกรรมสิทธิ์พันธบัตรรัฐบาลจะต้องมาดำเนินการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยสำนักงานใหญ่ บางขุนพรหม กรุงเทพมหานคร และที่สาขาของธนาคารแห่งประเทศไทย ภาคเหนือที่จังหวัดลำปาง ภาคตะวันออกเฉียงเหนือที่จังหวัดขอนแก่น และภาคใต้ที่อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา รวม 4 แห่งเท่านั้น ทั้งนี้เพื่อป้องกันการทุจริตที่อาจเกิดขึ้นได้ เนื่องจากพันธบัตรเป็นหนังสือสัญญากู้เงิน ซึ่งรัฐบาลออกให้แก่ผู้ให้กู้เงินยึดถือไว้เป็นหลักฐาน เพราะเป็นการกระทำนิติกรรมระหว่างผู้ซื้อกับตัวแทนของกระทรวงการคลัง และพันธบัตรนี้สามารถซื้อได้โดยไม่จำกัดมูลค่าในฉบับเดียวกัน อาจใช้เป็นหลักประกันในกิจการต่างๆ ได้ เช่น ประกันทางศาล ประกันการเบิกเงินเกินบัญชีจากธนาคารพาณิชย์ ประกันการชำระค่ากระแสไฟฟ้า เป็นต้น การโอนกรรมสิทธิ์และการจำนำ หรือการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไข จะต้องมาดำเนินการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยหรือสาขาดังกล่าวข้างต้นเท่านั้น จึงขาดความคล่องตัวในการปฏิบัติงานของตัวแทนจำหน่ายที่ทำหน้าที่เป็นตลาดแรกของพันธบัตร และการซื้อขายในตลาดรองก็เช่นเดียวกัน ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงในกรรมสิทธิ์จะต้องนำมาจดทะเบียนที่สำนักงานใหญ่ หรือสาขาของธนาคารแห่งประเทศไทย นอกจากนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยจะปิดทะเบียนการโอนกรรมสิทธิ์ก่อนวันจ่ายดอกเบี้ย หรือวันชำระคืนเงินหนึ่งเดือน เพื่อการเตรียมงานการจ่ายดอกเบี้ยพันธบัตรประจำงวดและการชำระคืนเงิน จึงทำให้ขาดความรวดเร็วและความคล่องตัวในการจด

ทะเลเบียน มีผลถึงการซื้อขายพันธบัตรในตลาดแรกและตลาดรอง เนื่องจากข้อมูลและการปฏิบัติงานด้านทะเลเบียนกรมสิทธิ มารวมอยู่ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยและสาขาของธนาคาร เท่านั้น

4.2 สาเหตุของปัญหา

ในระยะที่ผ่านมา ในสภาพตลาดพันธบัตรปัจจุบัน ยังเป็นตลาดพันธบัตรที่แคบ การจำหน่ายให้แก่ประชาชนโดยธนาคารแห่งประเทศไทย และตัวแทนจำหน่ายยังมีมูลค่าไม่มากนัก พันธบัตรส่วนใหญ่ที่จำหน่ายได้โดยการขายให้แก่ธนาคารพาณิชย์ตามเงื่อนไขการเปิดสาขา แต่เมื่อธนาคารพาณิชย์ได้รับอนุญาตให้ซื้อพันธบัตรจากกระทรวงการคลัง และออกจำหน่ายแก่ประชาชนทั่วไป เสมือนเป็นตลาดแรกอีกสถาบันหนึ่งเพิ่มขึ้นมาในปี 2531 พันธบัตรก็มีแนวโน้มของยอดจำหน่ายขยายตัวขึ้น แต่ประชาชนผู้ออมส่วนใหญ่ก็ยังนิยมซื้อจากธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานใหญ่บางขุนพรหม มากกว่าแหล่งจำหน่ายอื่นๆ ถึงแม้คลังจังหวัดและคลังอำเภอจะเป็นตัวแทนจำหน่ายพันธบัตรมานานมากแล้ว เพราะมีที่ทำการอยู่ในศาลากลางจังหวัดและที่ทำการอำเภอ ซึ่งเป็นสถานที่ที่ประชาชนผู้ต้องการซื้อพันธบัตรสามารถเดินทางไปซื้อได้สะดวก แต่อาจจะเป็นเพราะบรรยากาศเพื่อการลงทุนด้วยการซื้อพันธบัตรรัฐบาล ไปอยู่ที่ทำการของธนาคารแห่งประเทศไทย มากกว่า จึงทำให้การจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาล ณ ที่ศาลากลางจังหวัดและที่คลังอำเภอต่างๆ ไม่ขยายตัวมากนัก จึงทำให้ผู้ที่จะมีบทบาทในการจำหน่ายพันธบัตรต่อไปควรจะเป็นธนาคารแห่งประเทศไทย และตัวแทนการจำหน่ายที่จะได้รับความนิยมในอนาคตจะเป็นสถาบันที่เข้ามาใหม่ คือธนาคารพาณิชย์ การที่ประชาชนไม่นิยมซื้อพันธบัตรออกใหม่ในตลาดแรกอื่นๆ ถึงแม้ธนาคารแห่งประเทศไทยจะได้พยายามสร้างความนิยมให้ประชาชนซื้อพันธบัตรจากแหล่งสถาบันอื่นๆ ด้วยการโฆษณาประชาสัมพันธ์ เพิ่มขึ้นก็ตาม เป็นเพราะผู้ซื้อพันธบัตรรัฐบาลทั่วไปยังคงคุ้นเคยกับการซื้อพันธบัตรที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นส่วนใหญ่ เพราะต้องการได้รับเอกสารพันธบัตรในทันทีที่ได้จ่ายชำระ เงินค่าพันธบัตร เนื่องจากการซื้อขายจากสถาบันอื่นที่เป็นตัวแทนจำหน่ายจะต้องรอรับเอกสารพันธบัตรที่ช้ากว่าการมาซื้อโดยตรงที่ธนาคารแห่งประเทศไทย เพราะการออกเอกสารพันธบัตรให้แก่ผู้ซื้อจะต้องจดทะเบียนกรมสิทธิ และสถานที่จดทะเบียนกรมสิทธิพันธบัตรรัฐบาล มีเพียง 4 แห่งคือ

- ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานใหญ่ บางขุนพรหม
- ธนาคารแห่งประเทศไทย สาขาภาคเหนือ จังหวัดลำปาง
- ธนาคารแห่งประเทศไทย สาขาภาคตะวันออกเฉียงเหนือ จังหวัดขอนแก่น
- ธนาคารแห่งประเทศไทย สาขาภาคใต้ อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา

ถึงแม้ผู้ซื้อพันธบัตรที่ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานสุรวงศ์ ก็จะต้องมารับเอกสารพันธบัตรในวันถัดไป หรือจะจัดส่งไปทางไปรษณีย์ เนื่องจากที่สำนักงานสุรวงศ์ไม่มีการจดทะเบียนกรรมสิทธิ์พันธบัตร สำหรับตัวแทนจำหน่ายทั้งธนาคารออมสิน ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร คลังจังหวัดและคลังอำเภอ และธนาคารพาณิชย์นั้น ถ้าหากอยู่ในขอบเขตของธนาคารแห่งประเทศไทยแห่งใดใน 4 แห่งข้างต้นนี้ ก็จะต้องส่งเอกสารการขอซื้อพันธบัตร ตลอดจนเอกสารการโอนการจำนอง หรือการเปลี่ยนแปลงกรรมสิทธิ์ในเรื่องต่างๆ ยังธนาคารแห่งประเทศไทย หรือสาขาแห่งใดแห่งหนึ่ง

เมื่อพิจารณาปริมาณของพันธบัตรที่ออกจำหน่ายในปีหนึ่งๆ มีมูลค่า 20,000 - 30,000 ล้านบาท และจำหน่ายให้แก่ประชาชน 5,000-6,000 ล้านบาท และยอดคงค้างเงินมือของประชาชนปีละประมาณ 30,000 ล้านบาท ที่จะต้องมาจดทะเบียนซื้อขาย โอน และเปลี่ยนแปลงกรรมสิทธิ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยและสาขา ซึ่งมีจำนวนรวมเพียง 4 แห่งเท่านั้น ทำให้เกิดการะงาด้านทะเบียนเป็นอันมาก ไม่เกิดความคล่องตัวเท่าที่ควร และประชาชนผู้ซื้อพันธบัตรต้องเสียเวลารอคอย

5. ปัญหาค่าธรรมเนียมที่ให้แก่ตัวแทนจำหน่าย

5.1 สภาพปัญหา

การที่มูลค่าขายพันธบัตรรัฐบาลไม่เพิ่มขึ้นมาก เนื่องจากค่าธรรมเนียมที่ธนาคารแห่งประเทศไทย จ่ายให้แก่ผู้แทนนั้นไม่มากพอ ผู้แทนจำหน่ายรายต่างๆ ยกเว้นธนาคารพาณิชย์ ถ้าสามารถจำหน่ายได้ตั้งแต่ 10 ล้านบาทขึ้นไป จะได้รับค่าธรรมเนียมร้อยละ 0.35 ของยอดขาย แต่ถ้าขายได้ไม่ถึง 10 ล้านบาทจะได้ค่าธรรมเนียมเพียง 30,000 บาทเท่านั้น สำหรับธนาคารพาณิชย์ที่เพิ่งได้รับอนุญาตให้รับซื้อจากกระทรวงการคลัง แล้วนำไปจำหน่ายแก่ประชาชน ตั้งแต่ต้นปี 2531 จะได้รับค่าธรรมเนียมหรือเงินรางวัลร้อยละ 0.10 ของยอดขาย ซึ่งน้อยกว่าอัตราค่าธรรมเนียมที่ธนาคารออมสิน ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร และคลังจังหวัดและคลังอำเภอได้รับ (ร้อยละ 0.35 ของยอดขาย) ปัญหาเรื่องค่าธรรมเนียมหรือเงินรางวัลนี้ทางธนาคารพาณิชย์ได้ติดต่อแจ้งขอเพิ่มจากร้อยละ 0.10 ของยอดขาย แต่ยังมีได้รับการพิจารณาให้เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เพราะค่าธรรมเนียมที่ได้รับนี้น้อย เมื่อเทียบกับค่าใช้จ่ายในการจัดการจำหน่าย และไม่มีการให้รางวัลพิเศษแก่พนักงาน หรือเจ้าหน้าที่ของตัวแทนจำหน่ายแต่อย่างใด

ดังนั้น ค่าธรรมเนียมที่ให้แก่ตัวแทนจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลและผลตอบแทนที่เป็นเงินรางวัลให้แก่ธนาคารพาณิชย์ยังอยู่ในระดับต่ำ จึงไม่แน่ใจที่จะทำให้เกิดการกระจายพันธบัตรไปสู่ประชาชนและการพัฒนาตลาดพันธบัตร

5.2 สาเหตุของปัญหา

5.2.1 ก่อนปี 2531 ธนาคารแห่งประเทศไทยมีตัวแทนจำหน่ายพันธบัตรที่สำคัญ คือ คลังจังหวัดและคลังอำเภอ ทั้งนี้เพื่อเป็นการอำนวยความสะดวก ให้แก่ประชาชนในจังหวัดต่างๆ สามารถที่จะซื้อพันธบัตรรัฐบาลได้จากคลังจังหวัด และคลังอำเภอทุกแห่งทั่วประเทศ มูลค่าการจำหน่ายของตัวแทนแห่งนี้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นไม่มากนัก แต่ยังคงรักษาระดับปริมาณการขายอย่างสม่ำเสมอ เฉลี่ยปีละ 350 ล้านบาท ในระหว่างปี 2525-2527 และเพิ่มสูงขึ้นเป็น 602.1 ล้านบาทในปี 2528 เนื่องจากมีการณรงค์ให้ประชาชนทราบถึงประโยชน์ของพันธบัตรรัฐบาลที่มีต่อการพัฒนาประเทศ และแจ้งแหล่งจำหน่ายอื่นๆ นอกจากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยให้ประชาชนได้ทราบ เพราะในปีงบประมาณ 2528 นี้ ทางกรมได้กู้ในประเทศเป็นจำนวนมาก มูลค่าพันธบัตรออกใหม่สูงสุดถึง 35,800 ล้านบาท ระหว่างปี 2529-2531 พันธบัตรออกใหม่มีจำนวนลดลงตามลำดับ แต่คลังจังหวัดและคลังอำเภอยังคงรักษาระดับการขายได้เพิ่มสูงขึ้น เป็นปีละประมาณ 450 ล้านบาท เทียบกับมูลค่าการจำหน่ายพันธบัตรของตัวแทนอื่น คือธนาคารออมสินและธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร ที่มีแนวโน้มของการขายลดลงเรื่อยๆ การจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลของธนาคารออมสินในระยะ 8 ปีที่ผ่านมา ปรากฏว่ายอดขายสุทธิที่สูงสุด 480.7 ล้านบาทในปี 2526 และลดต่ำลงเหลือเพียง 152.3 ล้านบาทในปี 2529 ในปี 2531 ธนาคารออมสินขายพันธบัตรได้ 291.8 ล้านบาท สำหรับธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตรนั้น ยอดขายสุทธิในปี 2525 เป็นเงิน 24.4 ล้านบาท และลดลงตามลำดับ เหลือเพียง 4.0 ล้านบาทในปี 2531 ส่วนการสื่อสารแห่งประเทศไทย ที่จำหน่ายพันธบัตรให้แก่ประชาชน ณ ที่ทำการไปรษณีย์โทรเลขทุกแห่งนั้น มียอดการขายเพียง 1-2 ล้านบาทต่อปีเท่านั้น และในที่สุดได้ถูกยกเลิกการเป็นตัวแทนจำหน่ายพันธบัตรเมื่อปี 2529

จากการที่ยอดการจำหน่ายของสถาบันต่างๆ ดังกล่าวไม่ขยายตัวก้าวหน้าเท่าที่ควร ซึ่งมีผลทำให้ตลาดแรกของพันธบัตรไม่คึกคัก ทั้งๆ ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้พยายามณรงค์ให้ประชาชนได้รู้จักพันธบัตร ด้วยการโฆษณาประชาสัมพันธ์ทั้งโทรทัศน์ และหนังสือพิมพ์ และแจ้งให้ทราบถึงแหล่งที่ประชาชนสามารถจะไปซื้อได้ แต่ยอดรวมของการจำหน่ายของตัวแทนทุกแห่งยังมีเพียง 816.8 ล้านบาท ในปี 2525 คิดเป็นร้อยละ 3.74 ของพันธบัตรที่ออก

ใหม่ และถึงแม้จะจำหน่ายได้สูงขึ้นในปี 2528 ซึ่งมียอดรวมของการจำหน่ายโดยตัวแทนทั้งสิ้น 1,054.0 ล้านบาท แต่ยังคงเป็นเพียงร้อยละ 2.94 ของยอดพันธบัตรออกใหม่เท่านั้น เทียบกับ ในปี 2529 และ 2530 การจำหน่ายโดยตัวแทนมีแนวโน้มลดลงเหลือ 581.1 ล้านบาท และ 667.5 ล้านบาท หรือร้อยละ 1.82 และ 2.30 ของยอดพันธบัตรออกใหม่ทั้งสิ้น (ตาราง 8)

5.2.2 เมื่อพิจารณาค่าธรรมเนียมที่ตัวแทนจำหน่ายพันธบัตรได้รับ (ตารางที่ 22) ปรากฏว่า มีจำนวนไม่มากนัก ธนาคารอมสินซึ่งเคยได้รับค่าธรรมเนียม 1.6-1.7 ล้านบาท ในปี 2525 และ 2526 จำหน่ายได้น้อยลงในปี 2529-2530 ค่าธรรมเนียมลดลงเหลือเพียง 5-7 แสนบาทเท่านั้น และเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 1.0 ล้านบาทในปี 2531 สำหรับธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร จำหน่ายพันธบัตรได้น้อยลงตามลำดับ และได้รับเงินเพียง 30,000 บาทในปี 2529-2530 เนื่องจากขายได้ไม่ถึง 10 ล้านบาท ส่วนคลังอำเภอและคลังจังหวัด ยังคงได้รับค่าธรรมเนียมสม่ำเสมออยู่ในระดับ 1.5-1.6 ล้านบาทในปี 2529-2531 แต่ธนาคารพาณิชย์นั้นถึงแม้ว่าจะสามารถจำหน่ายพันธบัตรได้ถึง 818.18 ล้านบาท ในปีแรกของการรับซื้อพันธบัตรจากกระทรวงการคลัง แล้วนำไปจำหน่ายแก่ประชาชนทั่วไป ค่าตอบแทนเป็นเงินรางวัลร้อยละ 0.1 ของยอดพันธบัตรที่จำหน่ายได้ คิดเป็นเงินเพียง 818,100 บาทเท่านั้น ซึ่งทางธนาคารพาณิชย์ก็ได้แจ้งขอให้พิจารณาเพิ่มขึ้น

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 22

การจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลและค่าธรรมเนียมได้รับ จำแนกตามสถาบันที่ขาย

ปีงบ ประมาณ	ธนาคารพาณิชย์		ธนาคารออมสิน		ธนาคารเพื่อการเกษตร และสหกรณ์การเกษตร		คลังจังหวัด และคลังอำเภอ		การสื่อสาร แห่งประเทศไทย	
	มูลค่า จำหน่าย (ล้านบาท)	ค่าธรรมเนียม ได้รับ (บาท)	มูลค่า จำหน่าย (ล้านบาท)	ค่าธรรมเนียม ได้รับ (บาท)	มูลค่า จำหน่าย (ล้านบาท)	ค่าธรรมเนียม ได้รับ (บาท)	มูลค่า จำหน่าย (ล้านบาท)	ค่าธรรมเนียม ได้รับ (บาท)	มูลค่า จำหน่าย (ล้านบาท)	ค่าธรรมเนียม ได้รับ (บาท)
2525	-	-	496.28	1,642,780	24.40	85,400	321.40	1,124,900	1.75	30,000
2526	-	-	480.73	1,682,555	19.19	67,165	354.60	1,346,100	2.63	30,000
2527	-	-	314.25	1,099,875	15.75	55,125	363.10	1,270,850	1.36	30,000
2528	-	-	430.10	1,505,350	19.90	69,650	602.10	2,107,350	1.90	30,000
2529	-	-	152.30	533,050	9.90	30,000	418.90	1,466,150	-	-
2530	-	-	215.40	753,900	7.20	30,000	444.93	1,557,150	-	-
2531	818.18	818,100	291.80	1,021,380	4.00	30,000	496.10	1,736,350	-	-

ค่าธรรมเนียมของตัวแทนจำหน่ายร้อยละ 0.35 ของยอดขาย ถ้าไม่ถึง 10 ล้านบาทได้ค่าธรรมเนียม 30,000 บาท ส่วนในธนาคารพาณิชย์ได้ค่าตอบแทนร้อยละ 0.1 เท่านั้น

ที่มา : หน่วยจัดจำหน่าย ส่วนพันธบัตร ฝ่ายเงินฝากและพันธบัตร ธนาคารแห่งประเทศไทย

6. ปัญหาการขาดแคลนพันธบัตรที่ออกจำหน่าย

6.1 สภาพปัญหา

ปริมาณพันธบัตรที่ออกจำหน่ายในปี 2532 และปีต่อไป มีแนวโน้มลดลงเนื่องจากในระยะ 1-2 ปีที่ผ่านมา ทางกรมการจัดเก็บภาษีได้สูงกว่าประมาณการมาก กระทรวงการคลังจึงมีนโยบายจะลดการกู้เงินภายในประเทศ การออกพันธบัตรของรัฐบาลในปีงบประมาณ 2532 จะมีจำนวนทั้งสิ้น 13,000 ล้านบาท และจะเป็นการกู้เงินโดยการออกตั๋วสัญญาใช้เงินจากธนาคารออมสินอีก 10,000 ล้านบาท รวมเป็นเงิน 23,000 ล้านบาท สำหรับเงินที่รัฐบาลจะกู้เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณตามเอกสารงบประมาณ แต่จากการทบทวนการจัดเก็บรายได้จากภาษีของรัฐบาลล่าสุด คาดว่ารัฐบาลจะสามารถจัดเก็บรายได้จากภาษีเกินกว่าที่คาดไว้ ทำให้การกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณในปีนี้จะเหลือเพียง 8,000-9,000 ล้านบาทเท่านั้น ดังนั้นจำนวนพันธบัตรที่ออกมาจำหน่ายให้สถาบันการเงินและประชาชนจะมีจำนวนที่จำกัด ทำให้เกิดปัญหาดังนี้ คือ

- 1) เกิดการขาดแคลนพันธบัตรที่จะต้องจำหน่ายให้แก่ธนาคารพาณิชย์ ตามหลักเกณฑ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดไว้ คือร้อยละ 16 ของยอดเงินฝาก
- 2) ปริมาณพันธบัตรใหม่ที่จำหน่ายในตลาดแรกจะลดน้อยลง มีผลกระทบต่อการซื้อขายในตลาดรองของพันธบัตรด้วย เพราะพันธบัตรซึ่งเป็นสินค้าประเภทหลักทรัพย์ของรัฐบาลลดน้อยลง จะทำให้ผู้ลงทุนหันกลับไปลงทุนซื้อขายในหลักทรัพย์อื่น
- 3) หากการออกพันธบัตรรัฐบาลมีแนวโน้มว่าจะลดต่ำลงในระยะต่อไป จะทำให้ทางการขาดเครื่องมือสำคัญในการระดมเงินออมในประเทศ เพื่อการสะสมทุนและการควบคุมปริมาณเงิน ตลอดจนการปรับสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ รวมทั้งการพัฒนาตลาดทุนด้วยพันธบัตร

6.2 สาเหตุของปัญหา

เมื่อวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 2532 ซึ่งเป็นวันสิ้นสุดกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์แจ้งการขอจองสำรองพันธบัตรเพื่อการเปิดสาขา ปรากฏว่า ธนาคารพาณิชย์ได้แสดงความจำนงขอซื้อพันธบัตรมายังธนาคารแห่งประเทศไทยทั้งสิ้น 6,100 ล้านบาท ซึ่งทางธนาคารมีพันธบัตรที่จะจัดสรรได้เพียง 1,000 ล้านบาทเท่านั้น การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถจัดสรรพันธบัตรเพิ่มได้ เพราะในปี 2532 นี้ กระทรวงการคลังไม่มีความจำเป็นต้องกู้เงินมากนัก เนื่องจากมีการจัดเก็บรายได้สูงกว่าประมาณการในระยะที่ผ่านมา กระทรวงการคลังจึงได้ไต่ถอนพันธบัตรดอกเบี้ยสูงจากธนาคารแห่งประเทศไทยก่อนกำหนด และมีนโยบายลดการออกพันธบัตร

ซึ่งทางธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินการแก้ไขการขอกองมามากกว่าพันธบัตรที่จะออกจำหน่าย โดยการผ่อนผันการสำรองพันธบัตรของธนาคารพาณิชย์ ไม่จำเป็นต้องอยู่ในระดับร้อยละ 16 ของยอดเงินฝากในสิ้นปี 2531

อนึ่ง ในจำนวนการเสนอขอซื้อพันธบัตรครั้งนี้ มีจำนวนถึง 600 ล้านบาท ที่เป็นการเสนอขอซื้อโดยสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศในไทย ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยจะต้องจัดสรรให้ก่อนทั้งหมด ที่เหลือจะผ่อนผันให้ธนาคารพาณิชย์ไทยอื่น ๆ ต่อไป อย่างไรก็ตาม ต่อมากระทรวงการคลังได้ยืนยันถึงมาตรการแก้ปัญหาการระดมเงินออมภายในประเทศว่า กระทรวงการคลัง จะไม่ลดอัตราดอกเบี้ยการถือครองพันธบัตรรัฐบาล จากร้อยละ 16 ทั้งนี้ เพื่อจะใช้เรื่องนี้เป็นเงื่อนไขในการเจรจาต่อรองกับธนาคารพาณิชย์ ให้ไปเปิดสาขาในท้องถิ่นมากขึ้น กระทรวงการคลังจะคงให้ธนาคารพาณิชย์ถือพันธบัตรร้อยละ 16 ไปก่อนในระยะนี้ แต่จะผ่อนผันให้ลดต่อลงได้บ้าง โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะเป็นผู้พิจารณาตามความเหมาะสม

การให้ธนาคารพาณิชย์สำรองพันธบัตรในสัดส่วนไม่ต่ำกว่าร้อยละ 16 ของยอดเงินฝาก เมื่อสิ้นงวดบัญชีก่อนหน้า ได้มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 17 กุมภาพันธ์ 2521 เป็นต้นมา ทั้งนี้ เพื่อการแก้ไขปัญหาดุลงบประมาณของรัฐ ที่ขาดดุลเรื่อยมาเป็นเวลาเกือบ 3 ทศวรรษที่ผ่านมา ในการดำรงพันธบัตรรัฐบาลตามเงื่อนไขการเปิดสาขานี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะมีการตรวจสอบหลังจากปิดงวดบัญชีกลางปี 30 มิถุนายน และสิ้นปี 31 ธันวาคม ไปแล้ว 45 วัน หมายความว่า ธนาคารพาณิชย์จะต้องดำรงพันธบัตรรัฐบาลในตลาดเงินให้ได้อัตราร้อยละ 16 ของยอดเงินฝาก ณ สิ้นงวดบัญชีนั้น ภายในวันที่ 15 สิงหาคม และวันที่ 15 กุมภาพันธ์ของทุกปี

สรุป

ผลการศึกษาและวิเคราะห์วิจัย เรื่องพันธบัตร พบว่าในระยะที่ผ่านมาพันธบัตรไม่กระจายไปสู่มือประชาชนมากเท่าที่ควร ก็เนื่องมาจากการบริหารพันธบัตรในตลาดแรกและตลาดรองมีข้อขัดข้อง ทำให้เป็นอุปสรรคขัดขวางการตัดสินใจลงทุนซื้อพันธบัตร ซึ่งปัญหาที่สำคัญมี 6 ประการ คือ

1) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรปรับเปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามภาวะตลาดการเงิน ทำให้เกิดความสับสนในหมู่ผู้ลงทุนซื้อพันธบัตร และเกิดความยุ่งยากในการจัดการ เพราะผู้ถือพันธบัตรรุ่นเก่าจะนำมายขายคืน เมื่อมีพันธบัตรรุ่นใหม่อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าออกจำหน่าย

2) การเก็บภาษีเงินได้ดอกเบียพันธบัตรเฉพาะส่วนที่เกินกว่าอัตราดอกเบียเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ ก่อให้เกิดความไม่มั่นใจแก่ผู้ลงทุนในพันธบัตร เพราะไม่ทราบแน่ชัดว่าเมื่อถึงเวลารับดอกเบียพันธบัตร อัตราดอกเบียเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์จะมีอัตราเท่าใด

3) การประสานงานในตลาดรองมีน้อย ระบบราคาและการซื้อขายพันธบัตรในตลาดรองแต่ละแห่งยังไม่มีมาตรฐานเดียวกัน และขาดข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้ค้าพันธบัตรในตลาดรองของพันธบัตร รวมทั้งขาดศูนย์กลางที่ทำหน้าที่เป็นสถาบันตัวกลางของตลาดรองพันธบัตร

4) สถานที่จดทะเบียนกรรมสิทธิ์ มีเพียง 4 แห่ง ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานใหญ่ สาขาภาคเหนือ สาขาภาคตะวันออกเฉียงเหนือ และสาขาภาคใต้ เท่านั้น ทำให้การโอนกรรมสิทธิ์ การจำนำ และการเปลี่ยนแปลงกรรมสิทธิ์ ไม่คล่องตัวและขาดความรวดเร็ว

5) ค่าธรรมเนียมที่ให้แก่ตัวแทนจำหน่ายร้อยละ 0.35 และเงินรางวัลที่ให้แก่ธนาคารพาณิชย์ร้อยละ 0.1 ของยอดขาย ยังเป็นจำนวนน้อยไม่จูงใจให้เกิดการขายพันธบัตรไปสู่ประชาชน

6) นโยบายลดการกักเงินในประเทศของกระทรวงการคลังในปี 2532 และในอนาคต ทำให้เกิดการขาดแคลนพันธบัตรที่ออกจำหน่าย

ปัญหาดังกล่าวทั้ง 6 ข้อนี้ เป็นปัญหาที่สามารถแก้ไขได้ ด้วยการร่วมมือแก้ไขของหน่วยงานและผู้ที่เกี่ยวข้องในการบริหารพันธบัตร ดังจะเสนอแนะในบทที่ 7 ต่อไป

ศูนย์วิจัยทรัพย์สิน
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย