

การวางแผนภาษี การกำกับดูแลกิจการ และราคาหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Tax Planning, Corporate Governance, and Stock Price:
Evidence from Listed Companies
on the Stock Exchange of Thailand

สมใจ วัฒนจาวเรือง

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

Email: somjai.wattanajaurueng@gmail.com

ดร.จิราธิปไตย พัฒนารามพงศ์

อาจารย์ประจำคณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

Email: jirarat_pip@utcc.ac.th

ดร.ศิริพรรณ เชื้อนชัยแก้ว

อาจารย์ประจำคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Email: siripan@cbs.chula.ac.th

Somjai Wattanajaurueng

Graduate School, University of the Thai Chamber of Commerce

Email: somjai.wattanajaurueng@gmail.com

Jirarat Pipatnarapong, Ph.D.

Lecturer at School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce

Email: jirarat_pip@utcc.ac.th

Siripan Kuenkaikaw, Ph.D., CISA

Lecturer at Faculty of Commerce and Accountancy, Chulalongkorn University

Email: siripan@cbs.chula.ac.th

การวางแผนภาษี การกำกับดูแลกิจการ และราคาหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมใจ วัฒนจาวเรือง

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
Email: somjai.wattanajaurueng@gmail.com

ดร.จิราธิ์ พัฒนบรรพต

อาจารย์ประจำคณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
Email: jirath_pip@utcc.ac.th

ดร.ศิริพรรณ เชื้อนชัยแก้ว

อาจารย์ประจำคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Email: siripan@cbs.chula.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 16 ตุลาคม 2566

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 21 ธันวาคม 2566

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 22 ธันวาคม 2566

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ การกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์ และอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลงบการเงิน ปี 2560 – 2564 จำนวน 1,175 ชุดข้อมูล จาก 235 บริษัทจากการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วยสถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจมีการวางแผนภาษีเนื่องจากอัตราภาษีที่แท้จริงเฉลี่ยต่ำกว่าอัตราภาษีที่กำหนดโดยภาครัฐและมีแนวโน้มของคะแนนการประเมินในระดับดีเลิศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบว่า บริษัทที่มีการวางแผนภาษีและระดับการกำกับดูแลกิจการในระดับสูงจะมีราคาหลักทรัพย์ที่สูงและบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับสูงจะทำให้การวางแผนภาษีส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น

คำสำคัญ: ราคาหลักทรัพย์ การวางแผนภาษี อัตราภาษีที่แท้จริง การกำกับดูแลกิจการ อิทธิพลการกำกับ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Tax Planning, Corporate Governance, and Stock Price: Evidence from Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand

Somjai Wattanajaurueng

Graduate School, University of the Thai Chamber of Commerce

Email: somjai.wattanajaurueng@gmail.com

Jirarat Pipatnarapong, Ph.D.

Lecturer at School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce

Email: jirarat_pip@utcc.ac.th

Siripan Kuenkaikaew, Ph.D., CISA

Lecturer at Faculty of Commerce and Accountancy, Chulalongkorn University

Email: siripan@cbs.chula.ac.th

Received: 16 October 2023

Revised: 21 December 2023

Accepted: 22 December 2023

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the relationship between tax planning and stock prices, corporate governance and stock prices, and the influence of corporate governance on the relationship between tax planning and stock prices. The study used the financial information of listed companies on the Stock Exchange of Thailand during the period 2017-2021 consisting of 1,175 observations from 235 companies. Analyzing through descriptive statistics, correlation coefficient analysis, and multiple regression analysis, the results show that companies implied tax planning strategy as the lower of average effective tax rates than the statutory tax rate present and the corporate governance assessment scores at excellent level tend to progressively increase. Moreover, the study finds that companies with high levels of tax planning and corporate governance assessment scores present high stock prices. Lastly, the moderating results indicate that companies with higher corporate governance assessment scores had an increased effect on the relationship between tax planning and stock prices.

Keywords: *Stock Price, Tax Planning, Effective Tax Rate, Corporate Governance, Moderation Effect, and Moderation Effect*

■ ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันประชาชนหันมาสนใจลงทุนในตลาดทุนกันมากขึ้นโดยการซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และคาดหวังผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล (Dividend) และกำไรส่วนเกินที่ได้จากการขายหลักทรัพย์ (Capital gain) (Bodhiprasart, 2007) ด้วยเหตุนี้ ผู้ประกอบการส่วนใหญ่จึงต้องหากลยุทธ์มาเพื่อดึงดูดนักลงทุนให้สนใจลงทุนในบริษัทของตน งานวิจัยในอดีตชี้ให้เห็นว่าหนึ่งในปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจเลือกลงทุนคือผลกำไรของกิจการ เพราะเชื่อว่ากิจการที่มีกำไรจะทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น (Lee & Zhao, 2014) เมื่อการเพิ่มกำไรเป็นกลยุทธ์ที่ผู้บริหารของบริษัทนำมาใช้เพื่อดึงดูดนักลงทุน การวางแผนภาษีจึงถือเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ผู้บริหารใช้ในการเพิ่มมูลค่ากิจการ (Phillips, 2003) เพราะค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้เป็นค่าใช้จ่ายที่มีจำนวนมากและกิจการไม่สามารถหลีกเลี่ยงค่าใช้จ่ายนี้ได้ การวางแผนภาษีเป็นการนำสิทธิประโยชน์ทางภาษีมาใช้เพื่อลดค่าใช้จ่ายทางภาษีจ่ายให้มีจำนวนน้อยที่สุดโดยยังมีการจ่ายอย่างครบถ้วนและถูกต้องตามกฎหมาย ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนในการดำเนินงานลดลงและทำให้เกิดความได้เปรียบทางการแข่งขัน การวางแผนภาษีที่เหมาะสมย่อมส่งผลให้ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงขึ้นเช่นกัน (Chotisuwan & Thongkon, 2019)

อย่างไรก็ตาม การวางแผนภาษีหากมีลักษณะที่เป็นการวางแผนภาษีเชิงรุก (Aggressive Tax Planning) อาจก่อให้เกิดปัญหาความโปร่งใสของข้อมูล เพราะแม้ว่าการวางแผนภาษีจะช่วยประหยัดภาษีที่คาดไว้ แต่ก็สามารถเพิ่มความซับซ้อนของกิจการได้ในเวลาเดียวกัน และหากความซับซ้อนที่เพิ่มขึ้นนี้ไม่ได้รับการสื่อสารอย่างเพียงพอไปยังบุคคลภายนอก ข้อกังวลด้านความโปร่งใสของข้อมูลจึงเกิดขึ้นตามมา เช่นนี้ หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงอาจทำให้การวางแผนภาษีอากรมีประสิทธิภาพมากขึ้นทั้งในการบริหารจัดการภายในกิจการ และความโปร่งใสที่มีต่อบุคคลภายนอก การวางแผนภาษีอากรมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับระบบบัญชีของกิจการ จึงอาจเป็นการเอื้อโอกาสให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจที่เกี่ยวข้องกับสิทธิประโยชน์ทางภาษีและหลักการบัญชีในการจัดการกำไร (Earnings Management) เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Desai & Dharmapala, 2009) ดังนั้น กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี เช่น ความเป็นอิสระของผู้บริหาร (Jensen & Fama, 1983; Dechow & Dichev, 2002; Peasnell et al., 2000) การมีผู้บริหารเป็นเพศหญิง (Adams & Ferreira, 2009) และการมีคณะกรรมการตรวจสอบ (Abbott et al., 2004; Agrawal & Chadha, 2005) จะสามารถลดระดับการตกแต่งกำไรของผู้บริหารได้ จึงอาจเชื่อได้ว่าผู้บริหารจะใช้กลยุทธ์การวางแผนภาษีไม่ใช่การเลี่ยงภาษี (Tax Avoidance) เพื่อเพิ่มกำไรและให้ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์

นอกจากนี้ การที่กิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดียังเป็นการสื่อสารไปยังผู้มีส่วนได้เสียอื่นภายนอกกิจการได้ว่ากิจการมีการปฏิบัติทางการบัญชีและภาษีอย่างถูกต้อง และครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขทางบัญชีที่ผ่านการควบคุมภายในที่ดีและมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้เนื่องจากการวางแผนภาษีแม้มีวัตถุประสงค์เพื่อลดค่าใช้จ่าย แต่สิ่งที่ต้องให้ความสำคัญไปพร้อมกันคือการวางแผนภาษีมีต้นทุนในการดำเนินการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากผู้บริหารมุ่งเน้นการจัดการกับธุรกรรมเพื่อประหยัดภาษีเพียงอย่างเดียวจนมองข้ามความถูกต้องของกฎหมายบางประเด็น หรือเกิดจากความผิดพลาดในการปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนด ก็อาจทำให้เกิดค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นจากเบี้ยปรับที่สูงกว่าค่าใช้จ่ายภาษี ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงอาจเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้ผู้บริหารออกแบบกลยุทธ์เพื่อลดหรือกำจัดการจัดการธุรกรรมที่ผิดพลาดดังกล่าวได้ ผลลัพธ์ที่ได้จะเป็นการสร้างเชื่อมั่นให้นักลงทุนที่สนใจจะลงทุนในบริษัท ทั้งในเรื่องของความโปร่งใสในการดำเนินงาน ความรับผิดชอบต่อสังคมเพราะมีการจ่ายภาษีอย่างถูกต้อง และการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องต่อสาธารณะ ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ย่อมส่งผลในเชิงบวกต่อไปยังราคาหลักทรัพย์ด้วย

ดังนั้น การวิจัยครั้งนี้จึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ การกำกับดูแลกิจการ และราคาหลักทรัพย์ และอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

■ การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

ราคาหลักทรัพย์

ราคาตลาด (Market Price) หมายถึง ราคาของหลักทรัพย์จดทะเบียน ที่เกิดขึ้นจากการจับคู่ซื้อขายด้วยระบบคอมพิวเตอร์ที่ใช้ในการซื้อขายหลักทรัพย์จากราคาที่เสนอซื้อและเสนอขายที่ดีที่สุด ทั้งนี้ราคาของหลักทรัพย์มีความผันผวนนั้นอาจขึ้นอยู่กับปัจจัยหลาย ๆ อย่าง ได้แก่ ผลประกอบการของบริษัทที่จดทะเบียน นโยบายทางการเงิน สภาพทางเศรษฐกิจและการเมือง ผลกระทบจากเหตุการณ์ต่าง ๆ ทั้งในและต่างประเทศ รวมถึงการคาดการณ์ของผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งจะคาดการณ์ได้ว่า มูลค่าของหลักทรัพย์ควรเท่ากับมูลค่าของกระแสเงินสดที่จะแสดงผลในอนาคต ซึ่งอาจมีค่าเท่ากันหรือไม่เท่ากันก็ได้ตามที่คาดการณ์ไว้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับว่าผู้ลงทุนจะได้รับข่าวสารจากตลาดในการเผยแพร่ข้อมูลมากน้อยเพียงใด เพราะถ้าหากผู้ลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารที่มากพอย่อมส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์นั้นเป็นไปในทิศทางที่ดีและราคาของหลักทรัพย์นั้นไม่ควรสูงหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Klongweerachai, 2016) ทั้งนี้ผู้ขายมักจะเสนอขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูง ในขณะที่ผู้ซื้อจะเสนอซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่ต่ำ ดังนั้นการจับคู่ซื้อขายต้องมีการเรียงลำดับตามระดับของราคา โดยมีการเรียงลำดับจากการเสนอซื้อในราคาที่สูงไปจนถึงราคาที่ต่ำ แต่ถ้าราคาเสนอขายจะเรียงจากราคาที่ต่ำไปยังราคาที่สูงราคาเสนอซื้อควรเท่ากับราคาที่เสนอขาย ถ้าราคาทั้งสองเท่ากันก็จะเกิดเป็นการซื้อขายเกิดขึ้น เรียกว่า “ราคาตลาด” หรือราคาที่มีการซื้อขายในครั้งสุดท้าย

ราคาตลาดของหุ้นสามัญเป็นตัวชี้สถานะของตลาดหลักทรัพย์ ถ้าหากราคาตลาดอยู่ในช่วงที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยตลอดจะแสดงให้เห็นว่าผู้ต้องการซื้อนั้นมีมากกว่าผู้ต้องการขาย ถ้าหากผู้ลงทุนคาดการณ์ว่าราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้นไปอีก จะทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวน เรียกว่า “ช่วงตลาดขาขึ้น” แต่ในทางกลับกันหากราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนมีความต้องการที่จะขายมากกว่าที่จะซื้อ ทำให้ผู้ลงทุนคิดว่าตลาดหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงเพิ่มอีก ทำให้มีความขบเซา เรียกว่า “ช่วงตลาดขาลง”

การวางแผนภาษี

การวางแผนภาษีอากร (Tax Planning) หมายถึง การเตรียมการวางแผนเพื่อใช้ในการปฏิบัติในอนาคต เกี่ยวกับรายการทางการเงินของภาษีอากรทั้งในระยะสั้น และระยะยาว โดยมีจุดมุ่งหมายที่จะให้มีการเสียภาษีอากร การปฏิบัติเกี่ยวกับภาษีอากรของกิจการเป็นไปอย่างถูกต้อง และครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในกฎหมายภาษีอากร และต้องมีการเสียภาษีอากรในจำนวนน้อยที่สุด หรือมีการประหยัดที่สุด โดยไม่ใช่ว่าเป็นการทุจริต หรือหลีกเลี่ยงภาษี แต่เป็นการใช้สิทธิประโยชน์ทางภาษีอากรให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดแก่กิจการ (Dyrenge et al., 2008)

งานวิจัยในอดีตจำนวนมากวัดค่าระดับการวางแผนภาษีด้วยอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง (Effective Tax Rate: ETR) เช่น งานวิจัยของ Armstrong et al. (2012), Ege et al. (2021), Noor et al. (2010) และ Phillips (2003) ซึ่งคำนวณได้จากค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รวมปีปัจจุบันลบภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีหารด้วยกำไรทางบัญชีก่อนหักภาษี (Noor et al., 2010) เนื่องจากเป็นสถิติพื้นฐานซึ่งอธิบายจำนวนภาษีที่บริษัทจ่ายโดยเป็นจำนวนที่สัมพันธ์กับกำไรของกิจการ (Morris & Feeny, 2000) นั่นคือ หากบริษัทจ่ายภาษีน้อยเมื่อเทียบกับกำไรของบริษัท บริษัทก็จะแสดงอัตราภาษี

เงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงในอัตราที่ต่ำ งานวิจัยที่สนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงและการวางแผนภาษี เช่น งานวิจัยของNoor et al. (2010) ซึ่งทำการศึกษาอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย โดยทำการเปรียบเทียบระหว่างช่วงเวลาที่การคำนวณภาษีจัดทำโดยหน่วยงานจัดเก็บภาษีและช่วงเวลาที่การคำนวณภาษีจัดทำโดยผู้เสียภาษีประเมินตนเอง ผลการศึกษาพบว่า อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง ในช่วงเวลาที่การคำนวณภาษีจัดทำโดยผู้เสียภาษีประเมินตนเองมีอัตราต่ำกว่าช่วงเวลาที่การคำนวณภาษีจัดทำโดยหน่วยงานจัดเก็บภาษี โดยคณะผู้วิจัยให้เหตุผลว่า ในช่วงเวลาที่ผู้เสียภาษีประเมินตนเองเป็นยุคที่รัฐบาลมีการนำเสนอมาตรการจูงใจทางภาษีต่าง ๆ เพื่อส่งเสริมการเติบโตทางเศรษฐกิจ เช่น การลดหย่อนภาษีการลงทุน การหักค่าใช้จ่ายสองเท่า และการยกเว้นอากรขาเข้า ด้วยเหตุนี้ บริษัทจึงสามารถวางแผนภาษีจากมาตรการเหล่านี้เพื่อลดภาระภาษีของบริษัทได้ นอกจากนี้ ผลการวิจัยของ Mills et al. (2008) ก็สนับสนุนว่าการลงทุนในการวางแผนภาษีส่งผลให้อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงลดลง เช่นเดียวกับ Evers & Spengel (2014) ซึ่งทำการศึกษาการวางแผนภาษีผ่านทรัพย์สินทางปัญญาต่าง ๆ เพื่อการคาดการณ์อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง ผลการวิจัยพบว่า การวางแผนภาษีผ่านการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนา (R&D) ซึ่งดำเนินการโดยบริษัทแม่ และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ถูกพัฒนาขึ้นจะถูกนำไปใช้โดยบริษัทลูกในต่างประเทศ มีอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงที่ต่ำกว่า

การวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์

การศึกษาในอดีตพบว่า การวางแผนภาษีเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ผู้บริหารใช้ในการเพิ่มมูลค่ากิจการ (Phillips, 2003) เนื่องจากภาษีเงินได้เป็นค่าใช้จ่ายที่กิจการไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ผู้บริหารจึงใช้กลยุทธ์การวางแผนภาษีเพื่อลดค่าใช้จ่ายและทำให้กำไรสุทธิของกิจการเพิ่มขึ้น และบริษัทที่สามารถทำกำไรได้มากและมีกำไรอย่างต่อเนื่องมักจะเป็นที่สนใจของนักลงทุนในการเลือกลงทุน ซึ่งปริมาณการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นจำนวนมากจะสะท้อนต่อไปที่ราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น ข้อสันนิษฐานนี้มีการยืนยันจากผลการวิจัยในอดีต อย่างเช่น Saringkarn (2021) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ปี 2561 -2563 และพบว่า บริษัทที่มีการวางแผนภาษีในระดับสูงจะส่งผลให้มูลค่าหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นไปในแนวทางเดียวกับ Sriprapai (2021) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีกับผลการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2560 ถึงปี พ.ศ. 2562 และพบว่า บริษัทที่มีการวางแผนภาษีจะมีผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ Thanjunpong (2014) ทำการศึกษาผลกระทบของการวางแผนภาษีต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2557-2559 ผลการวิจัยพบว่า การวางแผนภาษีมีผลกระทบในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ แต่มีผลกระทบในเชิงบวกกับผลการดำเนินงาน จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของการวางแผนภาษีกับราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาส่วนใหญ่พบว่า การวางแผนภาษีส่งผลกระทบเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ผู้ศึกษาจึงตั้งสมมติฐานสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีต ดังนี้

H1: การวางแผนภาษีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

การกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือบรรษัทภิบาล ว่าเป็น ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างฝ่ายจัดการ คณะกรรมการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่การเติบโตของธุรกิจและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม การกำกับดูแลกิจการมีวัตถุประสงค์หลัก คือ การกำกับ การติดตาม การควบคุม และการดูแลผู้ที่ได้รับมอบหมายอำนาจหน้าที่ให้ทำหน้าที่ในการบริหารทรัพยากรขององค์กรได้นำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพ ตรงตามเป้าหมายอย่างคุ้มค่า ทั้งนี้เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดตอบแทนกลับไปยังผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม สอดคล้องกับ Mohamed & Elewa (2016) ที่ยืนยันว่าการนำกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็งมาใช้จะทำให้ต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำลง ผลการดำเนินงานดีขึ้น และทำให้เกิดประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดได้มากขึ้น

การกำกับดูแลกิจการยังสามารถทำให้สังคมแน่ใจว่ากิจการได้รับการจัดการอย่างเหมาะสม ซึ่งทำให้นักลงทุนและผู้ให้กู้สามารถมั่นใจได้ว่าเงินทุนของพวกเขาถูกนำไปบริหารจัดการได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล (Triole, 2001) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริบทของบริษัทซึ่งการจัดการและความเป็นเจ้าของถูกแยกออกจากกัน การกำกับดูแลกิจการถือว่าเป็นชุดของกลไกที่สำคัญ (Claessens & Yurtoglu, 2013) และ Mohamed & Elewa (2016) ยังยืนยันอีกว่าการกำกับดูแลกิจการสามารถปกป้องผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทจากการทุจริตและการจัดการที่ผิดพลาดได้โดยสรุปแล้ว หากมีบริษัทมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็ง กลไกเหล่านั้นจะช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการ (Srijunpetch, 2012) ด้วยเหตุผลดังกล่าว งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อบริษัทจึงได้รับความสนใจอย่างต่อเนื่อง รวมถึงผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท เช่น งานวิจัยของ Malik (2012) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในดัชนี Karachi Stock Exchange KSE30 ผลการวิจัยบอกเป็นนัยว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลที่ดีมีราคาหุ้นที่สูงขึ้น เนื่องจากบริษัทที่มีการจัดการดีกว่าคาดว่าจะทำงานได้ดีขึ้น และส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น และในการศึกษาของ Chahine et al. (2012) ที่ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของตลาดในช่วงระยะเวลาที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน ผลการศึกษพบว่าบริษัทที่มีความโปร่งใสและมีการกำกับดูแลที่ดีจะได้รับประสิทธิภาพของตลาดหุ้นต่อการประกาศซื้อหุ้นคืนสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีที่ที่มีการกำกับดูแลที่ไม่ดีอย่างมีนัยสำคัญจากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์ คณะผู้ศึกษาจึงตั้งสมมติฐานสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีต ดังนี้

H2: การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีกับราคาหลักทรัพย์

แม้ว่างานวิจัยในอดีตแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ให้เห็นว่าอิทธิพลของการวางแผนภาษีส่งผลเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แต่หากการวางแผนภาษีมีลักษณะที่เป็นการวางแผนภาษีเชิงรุก (Aggressive Tax Planning) ที่อาจเข้าข่ายเป็นการหลีกเลี่ยงภาษี (Tax Avoidance) และก่อให้เกิดปัญหาความโปร่งใสของข้อมูลได้ (Desai & Dharmapala, 2009) ดังนั้น กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถลดระดับการตกแต่งกำไรของผู้บริหารได้ สอดคล้องกับผลการศึกษาของงานวิจัยในอดีตซึ่งพบว่าบริษัทที่ใช้กลไกการกำกับดูแลกิจการจะมีระดับการตกแต่งกำไรที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพ ตัวอย่างเช่น เช่น Jensen & Fama (1983) Dechow & Diche (2002) และ Peasnell et al. (2000) พบว่า ความเป็นอิสระของผู้บริหารสามารถลดระดับการตกแต่งกำไรได้ เนื่องจากการรวมอิสระจะไม่แสวงหาผลประโยชน์เพื่อตนเอง เช่น ค่าตอบแทนผู้บริหารและการยกยอทรัพย์สิน และไม่ต้องอยู่ภายใต้แรงกดดันจากผู้ถือหุ้นในการบรรลุหรือเอาชนะความคาดหวังของผลการดำเนินงานของบริษัท และไม่มี ความจำเป็นที่จะต้องรักษาชื่อเสียงส่วนบุคคลต่อสาธารณะ นอกจากนี้ Abbott et al. (2004) และ Agrawal & Chadha (2005) ก็ยังพบว่าการจัดให้มีคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) ในบริษัทซึ่งเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการจะช่วยลดระดับการตกแต่งกำไร เนื่องจากคณะกรรมการตรวจสอบสามารถตรวจสอบคุณภาพของงานที่ทำโดยผู้ตรวจสอบภายในและสามารถเลือกผู้ตรวจสอบภายนอกที่ดีเพื่อปรับปรุงคุณภาพของงบการเงิน บทบาทของคณะกรรมการอีกประการหนึ่งคือการรักษาความมีประสิทธิภาพของการควบคุมภายในของกิจการ

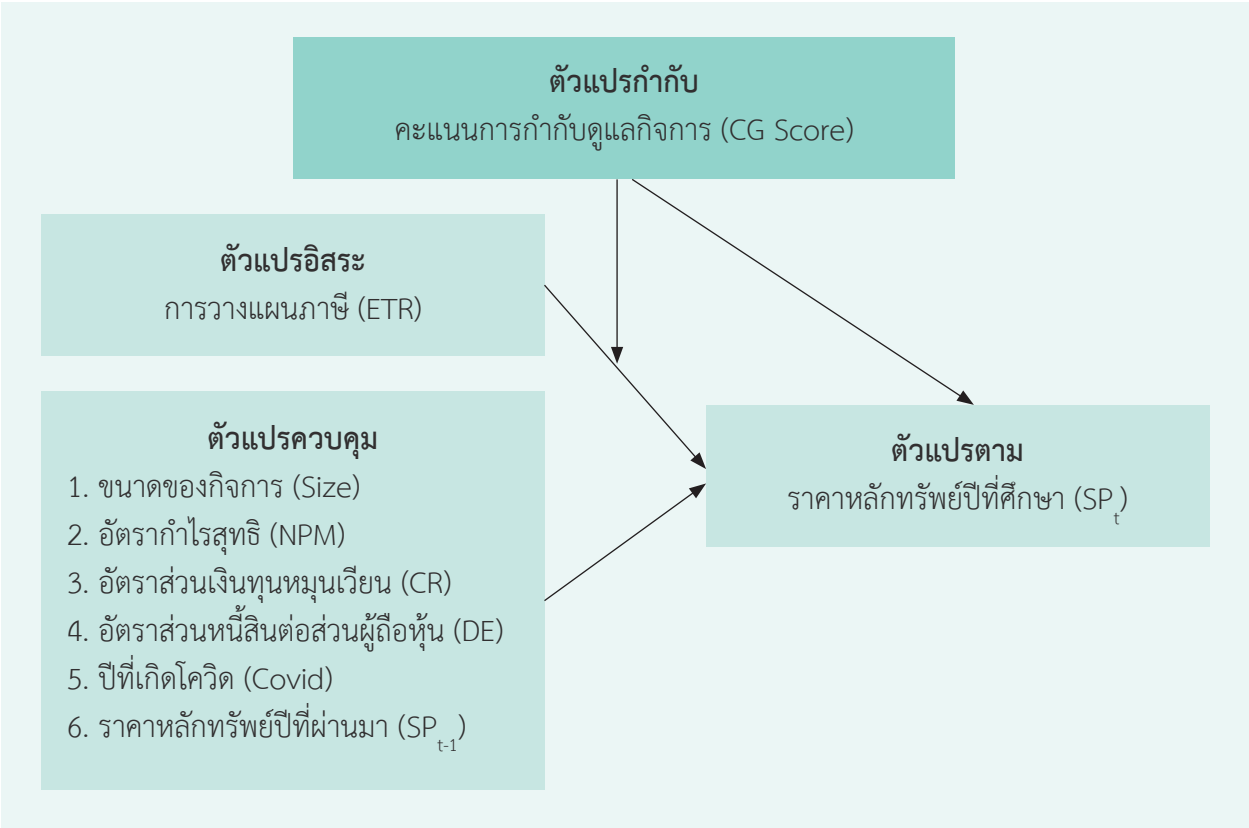
นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยในอดีตที่พบว่าการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น Chinsathit (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงปี พ.ศ. 2561 พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ส่วนจำนวนครั้งการประชุมมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นอิสระไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ซึ่งผู้วิจัยให้เหตุผลว่าสัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นอิสระอาจมีความสัมพันธ์กับผู้บริหารทางใดทางหนึ่ง หรือไม่สามารพทุ่มเทเวลาในการทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ หรือไม่เข้าใจเนื้อหาอย่างเพียงพอ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Channarongkul (2019) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) นอกจากนี้งานวิจัยของ Manorotpanich (2020) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2561 - ปี พ.ศ. 2563 พบว่า การกำกับดูแลกิจการสัดส่วนจำนวนคณะกรรมการอิสระไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่การกำกับดูแลกิจการด้านสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งผลเชิงบวกที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ และการกำกับดูแลกิจการด้านการควบคุมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการส่งผลเชิงลบที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์

การกำกับดูแลกิจการที่ดียังเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้ผู้บริหารออกแบบกลยุทธ์การวางแผนภาษีได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ดังเช่นงานวิจัยของ Wongkor & Wannasathit (2022) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการวางแผนภาษีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับปี พ.ศ. 2561-2563 และผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง อัตราภาษีเงินได้งวดปัจจุบันต่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และอัตราส่วนภาษีเงินได้งวดปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งตีความหมายได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้ระดับการวางแผนภาษีสูงขึ้น ดังนั้น คณะผู้วิจัยเชื่อว่าการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ จึงตั้งสมมติฐานสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีต ดังนี้

H3: การกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์

■ กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์ และอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ คณะผู้วิจัยได้กำหนดกรอบแนวคิดในการศึกษาครั้งนี้ ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

■ วิธีดำเนินการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้เป็นข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2560 - ปี พ.ศ. 2564 โดยจะยกเว้น (1) บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจทางการเงิน เนื่องจากธุรกิจนี้มีโครงสร้างทางการเงินและแนวปฏิบัติทางบัญชี กฎเกณฑ์ และข้อบังคับที่ต่างจากธุรกิจนอกอุตสาหกรรมอื่น ๆ (2) บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีที่ไม่ใช่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 31 ธันวาคม เนื่องจากข้อมูลทางการเงินที่ใช้เป็นตัวแปรในการศึกษาจะไม่สามารถเปรียบเทียบกันได้ (3) บริษัทเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ไม่ครบ 5 ปี และ (4) บริษัทที่มีผลขาดทุนก่อนภาษี เนื่องจากการที่บริษัทมีผลขาดทุนก่อนภาษี จะทำให้บริษัทไม่มีภาระภาษีที่ต้องชำระ และยังทำให้การแปลผลลัพธ์ของอัตราส่วนภาษีเงินได้นิติบุคคลแท้จริง (ETR) มีความคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง ทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างที่จะใช้ในการศึกษารั้งนี้จำนวน 1,175 ชุดข้อมูล จาก 235 บริษัท ซึ่งสามารถแสดงรายละเอียดได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูลตัวอย่าง	จำนวนบริษัทตัวอย่าง
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	756
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงิน	46
บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีที่ไม่ใช่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 31 ธันวาคม	6
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบ 5 ปี	106
บริษัทที่มีผลขาดทุนก่อนภาษี	<u>363</u>
จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้	235
จำนวนปีที่เก็บข้อมูลรายปี (ปี พ.ศ. 2560 ถึงปี พ.ศ. 2564)	<u>5</u>
จำนวนชุดข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น	<u>1,175</u>

■ การวัดค่าตัวแปร

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วยตัวแปร 4 ประเภท คือ

1. ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ ระดับการวางแผนภาษี วัดค่าโดยอัตราส่วนภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง (Effective Tax Rate: ETR) ซึ่งคำนวณได้จาก ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รวมปีปัจจุบันลบค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี หารด้วยกำไรทางบัญชีก่อนหักภาษี (Noor et al., 2010) โดยมีกระบวนการกรองข้อมูลดังนี้ บริษัทที่มีรายได้ก่อนหักภาษีติดลบ (บริษัทที่มีผลขาดทุน) จะถูกลบออกจากกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากรายได้ติดลบจะช่วยประหยัดภาษีและ ETR ของบริษัทจะลดลงในปีต่อ ๆ ไป เนื่องจากประมวลรัษฎากรอนุญาตให้นำผลขาดทุนยกไปหักผลกำไรสุทธิปีต่อไปได้ (ไม่เกิน 5 รอบระยะเวลาบัญชี) จากนั้น ETR จะได้รับการเข้ารหัสใหม่ดังต่อไปนี้ บริษัทที่มีค่าใช้จ่ายภาษีติดลบซึ่งทำให้ ETR มีค่าติดลบจะถูกเข้ารหัสใหม่เป็น “0” และ บริษัทที่มี ETR สูงกว่า 100% (ค่าใช้จ่ายภาษีของบริษัทที่เกินรายได้ก่อนหักภาษี)

จะถูกเข้ารหัสใหม่เป็น “100” กระบวนการเข้ารหัสข้อมูลเป็นสิ่งจำเป็นเนื่องจาก ETR ไม่มีความหมายทางเศรษฐกิจใด ๆ และอาจบิดเบือนผลการวิจัยได้ในกรณีที่ตัวส่วนเป็นศูนย์หรือมีค่าติดลบ (Rohaya et al., 2008) โดยหากอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงต่ำจะถือว่ามี การวางแผนภาษีสูง (Dyrenge et al., 2008)

2. ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ราคาหลักทรัพย์วัดค่าโดยราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ 30 ธันวาคมของปีที่ศึกษา

3. ตัวแปรกำกับ (Moderator Variable) คือ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) วัดค่าโดย ระดับคะแนนของการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Score) ที่มีการเปิดเผยในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) โดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งมีการจัดลำดับคะแนนเต็ม 100 คะแนน เป็น 5 ระดับ แต่มีการเปิดเผยเพียง 3 ระดับ ดังนี้ “ระดับดีเลิศ (ได้คะแนนมากกว่า 80 คะแนน)” วัดค่าด้วยคะแนนเท่ากับ 5 “ระดับดีมาก (ได้คะแนน 70 - 79 คะแนน)” วัดค่าด้วยคะแนนเท่ากับ 4 “ระดับดี (ได้คะแนน 60 - 69 คะแนน)” วัดค่าด้วยคะแนนเท่ากับ 3 สำหรับบริษัทที่ไม่ถูกเปิดเผย ซึ่งประกอบไปด้วยบริษัทที่ได้คะแนนระดับ “ดีพอใช้ (ได้คะแนน 50 - 59 คะแนน)” ระดับ “ผ่าน (ได้คะแนน 40 - 49 จาก 100 คะแนน)” และ “N/A (ได้คะแนนต่ำกว่า 40 คะแนน)” วัดค่าด้วยคะแนนเท่ากับ 1

4. ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ประกอบด้วยขนาดของกิจการ (Size) วัดค่าด้วยค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม อัตรากำไรสุทธิ (NPM) วัดค่าโดยกำไรสุทธิหารด้วยยอดขาย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) วัดค่าโดยสินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) หนี้สินรวมวัดค่าโดยส่วนของผู้ถือหุ้นปีที่เกิดโควิด(Covid)ซึ่งกำหนดค่าให้เท่ากับ 0 หากปีที่ศึกษาเป็นปีที่ไม่มีผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19 นั่นคือ ปี พ.ศ. 2560 - ปี พ.ศ. 2561 และให้เท่ากับ 1 หากปีที่ศึกษามีผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19 นั่นคือ พ.ศ. 2562 จนถึงปี พ.ศ. 2564 และราคาหลักทรัพย์ปีที่ผ่านมา (SP_{t-1})

■ การวิเคราะห์ข้อมูลและแบบจำลอง

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อวิเคราะห์ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม

2. สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman Correlation Coefficient) จากการทดสอบเบื้องต้นพบว่าค่าคลาดเคลื่อนของข้อมูลมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ ดังนั้น การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในครั้งนี้จึงใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของสเปียร์แมนเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

3. การวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) เป็นการวิเคราะห์เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามสมมติฐาน ดังตัวแบบต่อไปนี้

สมมติฐาน H1 กำหนดไว้ว่า การวางแผนภาษีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ใช้สมการต่อไปนี้ในการทดสอบ

$$SP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ETR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 NPM_{i,t} + \beta_4 CR_{i,t} + \beta_5 DE_{i,t} + \beta_6 Covid_{i,t} + \beta_7 SP_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

ผลการศึกษาที่คาดหวังคือ ETR มีสัมประสิทธิ์เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐาน H2 กำหนดไว้ว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ใช้สมการต่อไปนี้ในการทดสอบ

$$SP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 NPM_{i,t} + \beta_4 CR_{i,t} + \beta_5 DE_{i,t} + \beta_6 Covid_{i,t} + \beta_7 SP_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

ผลการศึกษาที่คาดหวังคือ CG มีสัมประสิทธิ์เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐาน H3 กำหนดไว้ว่า การกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ ใช้สมการต่อไปนี้ในการทดสอบ

$$SP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ETR_{i,t} + \beta_2 CG_{i,t} + \beta_3 (ETR * CG)_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 NPM_{i,t} + \beta_6 CR_{i,t} + \beta_7 DE_{i,t} + \beta_8 Covid_{i,t} + \beta_9 SP_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

ผลการศึกษาที่คาดหวังคือ ETR*CG มีสัมประสิทธิ์เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

โดยที่	$SP_{i,t}$	=	ราคาปิดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 30 ธ.ค. ของปีที่ศึกษา ของบริษัท i ปีที่ t
	$ETR_{i,t}$	=	อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง ของบริษัท i ปีที่ t
	$CG_{i,t}$	=	การกำกับดูแลกิจการ ของบริษัท i ปีที่ t
	$Size_{i,t}$	=	ขนาดของบริษัท ของบริษัท i ปีที่ t
	$NPM_{i,t}$	=	อัตรากำไรสุทธิ ของบริษัท i ปีที่ t
	$CR_{i,t}$	=	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ของบริษัท i ปีที่ t
	$DE_{i,t}$	=	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัท i ปีที่ t
	$Covid_{i,t}$	=	ปีที่ศึกษาเพื่อควบคุมผลกระทบของโควิด 19 ของบริษัท i ปีที่ t
	$SP_{i,t-1}$	=	ราคาปิดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 30 ธ.ค. ของบริษัท i ปีที่ t-1
	$\varepsilon_{i,t}$	=	ค่าความคลาดเคลื่อน ของบริษัท i ปีที่ t

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ผลการวิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของตัวแปร โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน สัมประสิทธิ์ความแปรผัน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด แสดงได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร (N = 1175)

ตัวแปร	หน่วย	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	สัมประสิทธิ์ความแปรผัน (ร้อยละ)	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
SP	บาทต่อหุ้น	26.59	49.95	1.87	390.00	0.26
ETR	%	15.85	9.50	0.60	93.96	0.00
CG	คะแนน	3.68	1.57	0.41	5	0
SIZE	%	6.93	0.71	0.10	9.49	5.51
NPM	%	14.31	15.49	1.08	100.00	0.00
CR	เท่า	2.90	3.25	1.12	40.90	0.10
DE	เท่า	0.90	0.83	0.92	7.36	0.02
SP _{t-1}	บาทต่อหุ้น	26.65	49.37	1.85	390.00	0.26

จากตารางที่ 2 พบว่า ราคาหลักทรัพย์ (SP) เฉลี่ยอยู่ที่ 26.59 บาทต่อหุ้น อัตราภาษีที่แท้จริง (ETR) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 15.85% ซึ่งมีอัตราที่ต่ำกว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมายที่กำหนดไว้ที่ 20% จึงสันนิษฐานได้ว่าบริษัทมีการวางแผนภาษีอากรเพื่อให้มีการจ่ายภาษีในอัตราที่ต่ำลง นอกจากนี้ผลการวิเคราะห์พบว่า การกำกับดูแลกิจการ (CG) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.68 คะแนน ขนาดกิจการ (SIZE) มีเฉลี่ยอยู่ที่ 47,950.27 ล้านบาท มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของขนาดของกิจการเท่ากับ 94,023.12 ล้านบาท อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 14.31% แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีความสามารถในการทำกำไรหลังจากหักค่าใช้จ่ายทุกรายการ และผู้บริหารมีความสามารถในการดำเนินกิจการให้มีประสิทธิภาพ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.90 เท่า แสดงว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีสินทรัพย์หมุนเวียนมากพอที่จะชำระหนี้ระยะสั้น อัตราหนี้สินต่อทุน (DE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.90 เท่า แสดงว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีหนี้้น้อยกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น และราคาหลักทรัพย์ปีที่ผ่านมา (SP_{t-1}) เฉลี่ยอยู่ที่ 26.65 บาทต่อหุ้น

■ ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ก่อนการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ คณะผู้วิจัยได้มีการทดสอบข้อตกลงเบื้องต้นว่าค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรจะมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบการแจกแจงของค่าความคลาดเคลื่อนด้วยสถิติ Kolmogorov-Smirnov พบว่า ผลการทดสอบมีค่า Sig. น้อยกว่า 0.05 ซึ่งหมายถึง ค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ ดังนั้น การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในครั้งนี้ จึงใช้วิธีการตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของสเปียร์แมน (Spearman Correlation Coefficient) แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์

ตัวแปร	SP	ETR	CG	SIZE	NPM	CR	DE	Covid	SP _{t-1}
SP	1	-0.171** 0.000	0.107** 0.000	0.316** 0.000	0.128** 0.000	0.046 0.120	-0.080** 0.007	0.026 0.377	0.948** 0.000
ETR		1	-0.006** 0.047	-0.204** 0.000	-0.236** 0.000	0.109** 0.000	0.021 0.468	-0.025 0.397	-0.150** 0.000
CG			1	0.359** 0.000	-0.054 0.065	-0.191** 0.000	0.255** 0.000	-0.222** 0.000	0.100** 0.001
SIZE				1	0.186** 0.000	-0.346** 0.000	0.460** 0.000	-0.045 0.126	0.312** 0.000
NPM					1	0.109** 0.000	-0.195** 0.000	0.050 0.089	0.087** 0.003
CR						1	-0.707** 0.000	0.027 0.364	0.044 0.132
DE							1	-0.026 0.378	-0.078** 0.008
Covid								1	0.102** 0.001
SP _{t-1}									1

** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 3 พบว่า อัตราภาษีที่แท้จริงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ปีปัจจุบัน ขนาดของกิจการ อัตรากำไรสุทธิ และราคาหลักทรัพย์ปีที่ผ่านมา อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ในทางตรงกันข้ามอัตราภาษีที่แท้จริงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีที่แท้จริงกับอัตราหนี้สินต่อทุนและปีที่มีผลกระทบจากการระบาดของโควิด

นอกจากนี้จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ พบว่ามีเพียงราคาหุ้นปีปัจจุบันและราคาหุ้นปีที่ผ่านมา ที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกิน 0.90 ซึ่งเป็นเพียงตัวแปรควบคุมและค่า VIF ไม่เกิน 10 คณะผู้วิจัยจึงสรุปว่า ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันเอง (Multi collinearity)

■ ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย

งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อหาอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีผลกระทบกับตัวแปรตามอย่างเป็นเหตุเป็นผลกัน โดยมีการทดสอบผลจากการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์สมการถดถอย 4 เงื่อนไข และผลการทดสอบพบว่าข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ผ่านเงื่อนไข 3 ข้อ คือ ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากับศูนย์ ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนคงที่ และค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน ส่วนข้อที่ไม่ผ่านการตรวจสอบ คือ ค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ จึงถือเป็นข้อจำกัดในการแปลผลการวิเคราะห์ในครั้งนี้ และเนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็น Panel data คณะผู้วิจัยจึงทำการทดสอบด้วย Hausman Test ซึ่งเป็นการทดสอบว่าระหว่าง Fixed Effect Model หรือ Random Effect Model แบบจำลองใดเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมในการประมาณค่าข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ผลการทดสอบพบว่า Fixed Effect Model คือ แบบจำลองที่เหมาะสม ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูล ราคาหลักทรัพย์อาจถูกกระทบด้วยตัวแปรอิสระอื่นนอกสมการ (Unobserved Variables) ที่มีการเปลี่ยนแปลงตามเวลาแต่มีผลกระทบต่อพฤติกรรมของแต่ละบริษัทเท่าเทียมกัน เช่น กฎระเบียบต่าง ๆ ที่บังคับใช้ในแต่ละช่วงเวลา จากนั้น ข้อมูลถูกนำมาวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามสมมติฐาน H1 และ H2 ด้วยตัวแบบตามสมการที่ 1 และสมการที่ 2 ตามลำดับ โดยผลการวิเคราะห์แสดงในตารางที่ 4 และหาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการในฐานะตัวแปรกำกับของความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ตามสมมติฐาน H3 ด้วยตัวแบบตามสมการที่ 3 โดยผลการวิเคราะห์แสดงในตารางที่ 5

จากตารางที่ 4 คอลัมน์ A: สมการที่ (1) ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุเพื่อหาอิทธิพลของการวางแผนภาษีกับราคาหลักทรัพย์ตามสมมติฐาน H1 พบว่า อัตราภาษีที่แท้จริง (ETR) มีอิทธิพลเชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ (SP) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ($B = -0.069$, $p < 0.05$) กล่าวคือ หากบริษัทมีอัตราภาษีที่แท้จริง (ETR) ลดลง 1% จะส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีมูลค่าเพิ่มขึ้น 6.90 บาท ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐาน H1 การวางแผนภาษีมีอิทธิพลเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากอัตราภาษีที่แท้จริงที่ลดลงเป็นการสะท้อนถึงระดับการวางแผนภาษีที่เพิ่มขึ้น

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ และการกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์

ตัวแปร	A: สมการที่ (1)			B: สมการที่ (2)		
	ค่าสัมประสิทธิ์ ความถดถอย	t	Sig.	ค่าสัมประสิทธิ์ ความถดถอย	t	Sig.
(Constant)	0.830	12.232	0.000	0.181	1.527	0.127
ETR	-0.069	-2.239	0.025 **			
CG				1.025	6.353	0.000 ***
Size	3.579	5.583	0.000 ***	3.183	4.958	0.000 ***
NPM	0.002	2.214	0.027 **	0.003	3.551	0.000 ***
CR	-0.020	-4.632	0.000 ***	-0.02	-4.547	0.000 ***
DE	-0.034	-1.971	0.049 **	-0.036	-1.961	0.050 **
Covid	-0.088	-1.849	0.065 *	-0.104	-2.144	0.032 **
SP _{t-1}	0.009	34.255	0.000 ***	0.009	33.79	0.000 ***
F	104.835***			111.393***		
Adjusted R2	0.561			0.584		
Durbin-Watson	1.643			1.663		
N	1175					

*** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, ** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10

สำหรับตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) และราคาหลักทรัพย์ปีที่ผ่านมา (SP_{t-1}) มีอิทธิพลเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (SP) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% และอัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีอิทธิพลเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (SP) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แต่อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) ตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีอิทธิพลเชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ (SP) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% และ 95% ตามลำดับ สำหรับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด 19 พบว่าในปีที่มีการระบาดของโควิดราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าปีที่ไม่มีการระบาดของโรคโควิด นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์แสดงค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjust R-Square) เท่ากับ 0.561 มีความหมายว่า ตัวแปรอิสระคืออัตราภาษีที่แท้จริงสามารถอธิบายตัวแปรตามคือราคาหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 56 ที่เหลือร้อยละ 44 เป็นผลมาจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาทดสอบในการศึกษา

จากตารางที่ 4 คอลัมน์ B: สมการที่ (2) ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์พบว่า การกำกับดูแลกิจการ (CG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (SP) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ($B = 1.025, p < 0.01$) กล่าวคือ หากบริษัทมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG) เพิ่มขึ้น 1 ระดับ จะส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีมูลค่าเพิ่มขึ้น 102.50 บาท ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐาน H2 การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สำหรับตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) และราคาหลักทรัพย์ปีที่ผ่านมา (SP_{t-1}) มีอิทธิพลเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (SP) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% แต่อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีอิทธิพลเชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ (SP) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% สำหรับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด 19 พบว่าในปีที่มีการระบาดของโควิดราคาหลักทรัพย์ต่ำปีที่ไม่มีการระบาดของโควิด นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์แสดงค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjust R-Square) เท่ากับ 0.584 มีความหมายว่า ตัวแปรอิสระคือการกำกับดูแลกิจการสามารถอธิบายตัวแปรตามคือราคาหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 58 ที่เหลือร้อยละ 42 เป็นผลมาจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาทดสอบในการศึกษา

จากตารางที่ 5 การศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ตามสมมติฐาน H3 ผลการวิเคราะห์พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยเมื่อพิจารณาตัวแปรอัตราภาษีที่แท้จริงที่ถูกกำกับด้วยระดับการกำกับดูแลกิจการ ($ETR*CG$) จะเห็นว่ามีความสัมพันธ์เป็นลบ ($B = -0.196, p < 0.01$) นั่นคือ ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราภาษีที่จริงและราคาหลักทรัพย์จะลดลงเมื่อถูกกำกับด้วยระดับการกำกับดูแลกิจการ เท่ากับ $0.092 + (-0.196) = -0.104$ ซึ่งหมายความว่า ถ้าระดับคะแนนกำกับดูแลกิจการเพิ่มขึ้น 1 ระดับ จะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 10.40 บาท เมื่ออัตราภาษีที่แท้จริงลดลง 1% และหากพิจารณาเปรียบเทียบกับผลการวิเคราะห์จากสมการที่ 1 ซึ่งไม่มีการกำกับด้วยระดับการกำกับดูแลกิจการจะพบว่าหากบริษัทมีอัตราภาษีที่แท้จริง (ETR) ลดลง 1% จะส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีมูลค่าเพิ่มขึ้น 6.90 บาท ดังนั้น ผลเป็นไปตามที่คาดหวังคือ ค่าสัมประสิทธิ์ของพจน์ที่มีตัวแปรกำกับติดลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjust R-Square) ของสมการที่ 1 มีค่าน้อยกว่าสมการที่ 3 จึงสรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์ ยอมรับสมมติฐาน H3

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีและราคาหลักทรัพย์

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย		t	Sig.
	B	Beta		
(Constant)	-0.434		-0.759	0.448
ETR	0.092	0.065	1.933	0.054 *
CG	2.391	0.326	2.578	0.010 ***
ETR*CG	-0.196	-0.137	-4.078	0.000 ***
Size	1.064	3.553	3.675	0.000 ***
NPM	0.001	0.022	0.149	0.882
CR	-0.028	-0.137	-0.868	0.385
DE	-0.217	-0.288	-1.660	0.097
Year	-0.099	-0.079	-0.521	0.602
SP _{t-1}	0.009	0.670	5.169	0.000 ***
F	92.565***			
Adjusted R square	0.591			
Durbin-Watson	1.713			
N	1175			

*** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10

สรุปผลและอภิปรายผล

ผลการศึกษาในระดับการวางแผนภาษีและระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการวางแผนภาษีอากรเนื่องจากอัตราภาษีที่แท้จริงมีค่าเฉลี่ยต่ำกว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่กำหนด และบริษัทส่วนใหญ่มีการพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการได้ดีขึ้น โดยสังเกตได้จากจำนวนบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินผลการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปีสำหรับช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

สำหรับผลการศึกษาอิทธิพลของการวางแผนภาษีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า การวางแผนภาษีมีอิทธิพลเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ นั่นคือ บริษัทที่มีระดับการวางแผนภาษีสูง (สะท้อนจากค่า ETR ต่ำ) จะมีราคาหลักทรัพย์ที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีการวางแผนภาษีน้อย ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Saringkarn (2021) จึงเป็นการสนับสนุนเหตุผลที่ทำให้ว่าการลดค่าใช้จ่ายภาษีเป็นการลดค่าใช้จ่ายของบริษัทและทำให้กำไรเพิ่มขึ้น ซึ่งการที่บริษัทมีผลการดำเนินงานที่มีกำไรก็จะสามารถดึงดูดนักลงทุนได้มากขึ้น และท้ายที่สุดก็จะสะท้อนไปยังราคาของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์ที่พบว่า บริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูง จะมีราคาหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ำ สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Malik (2012) ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีการจัดการดีกว่าคาดว่าจะทำงานได้ดีขึ้น และส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น

สำหรับการศึกษาอิทธิพลของการวางแผนภาษีต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อที่ถูกกำกับด้วยการกำกับดูแลกิจการ ผลการศึกษาพบว่า การวางแผนภาษีถูกกำกับโดยการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ โดยเมื่อบริษัท มีการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยเฉพาะคะแนนการกำกับดูแลระดับ 5 จะมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ สูงขึ้น (สะท้อนจากคะแนนประเมินที่เพิ่มขึ้น) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ สูงกว่าจะทำให้การวางแผนภาษีส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น

■ ประโยชน์และข้อเสนอแนะการวิจัย

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการวางแผนภาษี และการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อกิจการมีกำกับกิจการที่ดีจะทำให้การวางแผนภาษีส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์มากขึ้น ซึ่งจะข้อมูลสำหรับนักลงทุน ในการพิจารณาระดับการวางแผนภาษี และคะแนนการกำกับดูแลกิจการมาเป็นปัจจัยในการพิจารณาตัดสินใจลงทุน ในหลักทรัพย์ที่น่าสนใจ และใช้ในการประเมินราคาของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน และเป็นข้อมูลสำหรับผู้บริหารในการพิจารณา นำกลไกการกำกับดูแลมาใช้เป็นส่วนหนึ่งของนโยบายบริษัทเพื่อให้การวางแผนภาษีของกิจการมีประสิทธิภาพและ มีความโปร่งใสมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อไปยังความเชื่อมั่นของนักลงทุน สุดท้ายผลการศึกษายังเป็นประโยชน์สำหรับนักวิจัย และผู้ที่มีความสนใจเกี่ยวกับการวางแผนภาษี การกำกับดูแลกิจการ และราคาหลักทรัพย์ ในการใช้เป็นแนวทาง ในการทำวิจัยในอนาคตเพิ่มเติมได้ เช่น การเพิ่มหรือเปลี่ยนปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ขยายขอบเขตการศึกษา ให้มากขึ้น ขยายช่วงเวลาในการทดสอบความสัมพันธ์ หรือศึกษาแบบละเอียดเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม หรือศึกษา เปรียบเทียบกลุ่มตัวอย่างที่แตกต่างกัน เช่น กลุ่มหุ้นยั่งยืน กลุ่มบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ MAI เป็นต้น



■ References

- Abbott, L., Parker, S., & Peters, G. (2004). Audit committee characteristics and restatement. *Auditing*, 23(1), 69-87.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309.
- Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 371-406.
- Armstrong, C. S., Blouin, J. L., & Larcker, D. F. (2012). The incentives for tax planning. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 391-411.
- Bodhiprasart, S. (2007). *Relationship between financial ratio change of securities price: case study: listed companies in development business group real estate*. (Independent research). Thammasat University. Thailand.
- Chahine, S., Zeidan, M. J., & Dairy, H. (2012). Corporate governance and the market reaction to stock repurchase announcement. *Journal of Management & Governance*, 16, 707-726.
- Channarongkul, S. (2019). *The relationship between corporate governance factors and operating results of companies listed on The stock exchange industry group consumer group*. (Independent research). University of the Thai Chamber of Commerce. Thailand.
- Chinsathit, K. (2019). *Regulatory factors effecting the results performance of listed companies in Stock Exchange of Thailand (SET) and listed companies in (mai)*. (Independent research). University of the Thai Chamber of Commerce. Thailand.
- Chotisuwan, R. & Thongkon, S. (2019). The relationship between tax planning and the price of ordinary shares of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *RMUTT Global Business and Economics Review*. 14(1).
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging markets review*, 15, 1-33.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *The review of Economics and Statistics*, 91(3), 537-546.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.
- Dyreg, S. D., Hanlon, M., & Maydew, E. L. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *The accounting review*, 83(1), 61-82.

- Ege, M. S., Hepfer, B. F., & Robinson, J. R. (2021). What matters for in-house tax planning: Tax function power and status. *The Accounting Review*, 96(4), 203-232.
- Evers, L., & Spengel, C. (2014). Effective tax rates under IP tax planning. *ZEW-Centre for European Economic Research Discussion Paper*, (14-111).
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Harris, M. N. and Feeny, S. (2000). Habit persistence in effective tax rates: Evidence using Australian tax entities, Working Paper, University of Melbourne.
- Klongweerachai, S. (2016). *The relationship between financial ratios and foreign exchange rates changes the price of securities in Main business sector of the Stock Exchange of Thailand*. (Independent research). Bangkok University. Thailand.
- Cook, K. A., Huston, G. R., & Omer, T. C. (2008). Earnings management through effective tax rates: The effects of tax planning investment and the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Contemporary Accounting Research*, 25(2).
- Lee, J. W., & Zhao, T. F. (2014). The dynamic relationship between stock price and exchange rates: Evidence from the Chinese stock market. *Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 1(1), 5-14.
- Malik, S. U. (2012). Relationship between corporate governance score and stock prices. Evidence from KSE-30 index companies. *International Journal of Business and Social Science*, 3(4).
- Manorotpanich, N. (2020). *Corporate Governance that affects operating results and stock prices of companies in the agro-industry and food industry group listed on the Stock Exchange of Thailand*. (Independent research). Sripatum University. Thailand.
- Mills, L., Erickson, M. M., & Maydew, E. L. (1998). Investments in tax planning. *The Journal of the American Taxation Association*, 20(1), 1.
- Mohamed, W. S., & Elewa, M. M. (2016). The impact of corporate governance on stock price and trade volume. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 6(2), 27-44.
- Noor, R. M., Fadzillah, N. S. M., & Mastuki, N. A. (2010, December). Tax planning and corporate effective tax rates. In 2010 International Conference on Science and Social Research (CSSR 2010) (pp. 1238-1242). IEEE.

- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business research*, 30(4), 313-326.
- Phillips, R. (2003). *Stakeholder theory and organizational ethics*. Berrett-Koehler Publishers.
- Phillips, J. D. (2003). Corporate tax-planning effectiveness: The role of compensation-based incentives. *The Accounting Review*, 78(3), 847-874.
- Rohaya, M. N., Nor'Azam, M. and Bardai, B. (2008). Corporate effective tax rates: A study on Malaysian public listed companies. *Malaysian Accounting Review*, 7(1), 1-20.
- Saringkarn, M. (2021). *The relationship between tax planning and the rate of return of securities of companies listed on the Stock Exchange of Thailand, SET100 group*. (Independent research). Thammasat University. Thailand.
- Srijunpetch, S. (2012). Corporate Governance Theory. *Business Administration Journal*, 31(120), 2-3.
- Sriprapai, J. (2021). *The relationship between tax planning and firm performance of companies listed in the Stock Exchange of Thailand*. (Independent research). Thammasat University. Thailand.
- Thanjunpong, S. (2014). *The Influence of Corporate Governance, Profit Management and Planning Taxes affecting the performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand*. (Master's thesis). Naresuan University. Thailand.
- Triole, J. (2001). Corporate Governance. *Economertica*, 69(1), 1-35.
- Wongkor, O. & Wannasathit, R. (2022). Relationship between Good Corporate Governance and Tax Planning of Listed Companies in the Stock Exchange in Thailand. *Journal of Graduate School, Pitchayatat* 17(3), 73-86.