MỐI QUAN HỆ GIỮA TÍNH THANH KHOẢN CỔ PHIẾU, QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

NGUYỄN NGỌC THUYẾT
Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh – ngocthuyet@gmail.com

NGUYỄN THỊ THANH TÚY
The Dariu Foundation – thanhtuy.nguyen89@gmail.com

(Ngày nhận: 20/09/2016; Ngày nhận lại: 09/11/2016; Ngày duyệt đăng: 12/01/2017)

TÓM TẮT

Kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa tính thanh khoản của cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp dựa trên nguồn dữ liệu của 635 công ty phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2007 – 2015 cho thấy tồn tại mối quan hệ tích cực giữa tính thanh khoản cổ phiếu với quản trị công ty. Kết quả cũng cho thấy một tác động tích cực từ quản trị công ty đến giá trị doanh nghiệp. Cụ thể, cứ mỗi sự gia tăng 1% trong tính thanh khoản của cổ phiếu sẽ làm gia tăng 28.4% hiệu quả quản trị công ty và đến lượt mình, mức độ tăng lên 1% của quản trị công ty làm gia tăng 0.001% giá trị doanh nghiệp. Xét về mức độ tác động, thì quy mô tổng tài sản có tác động mạnh nhất đến hiệu quả quản trị của các doanh nghiệp niêm yết trên HSX và HNX, cũng như ở tất cả các ngành. Tuy nhiên, có sự khác nhau về mức độ tác động của hiệu quả quản trị lên giá trị doanh nghiệp ở 2 sàn cũng như ở các ngành trong nghiên cứu.

Từ khóa: Giá trị doanh nghiệp; Quản trị công ty; thanh khoản; ước lượng gần như không liên quan (SUR).

The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Vietnam

ABSTRACT

This study, conducted with a sample of Vietnam listed companies during the period 2007 – 2015, examines the relationship between stock liquidity, corporate governance and firm value. The results show that there is a positive causal relationship between volume and corporate governance. We also find the strong positive impact of corporate governance on valuation. Specially, a 1% increase in the liquidity implies a 28.4% increase in corporate governance, which in turn leads to a 0.001% increase in firm valuation for every increasing 1% in corporate governance.

Keywords: Corporate governance; firm value; liquidity; Seemingly Unrelated Regression (SUR).

1. Giới thiệu

Việc tăng cường quản trị có vai trò rất quan trọng trong bất kì doanh nghiệp nào, nhất là đối với doanh nghiệp ở các quốc gia có nền kinh tế mới nổi (Wei L-X và cộng sự, 2012). Quản trị công ty tốt sẽ thúc đẩy năng lực hoạt động và tăng cường khả năng tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài, thu hút đầu tư, từ đó góp phần tích cực vào việc tăng cường giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, hầu hết các nghiên cứu cũng đã chỉ ra rằng sự thay đổi trong các hoạt động quản trị công ty tại mỗi quốc gia có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, giúp cải thiện tính thanh khoản cổ phiếu (Jensen và Meckling 1976, Black và cộng sự 2005, Chen và cộng sự 2007). Các tác giả như Chung và cộng sự (2010), Tang và Wang (2011), Karmani và Ajina (2012) cho thấy mối tương quan dương giữa quản trị công ty và tính thanh khoản cổ phiếu ở các thị trường chứng khoán Mỹ, Trung Quốc và Pháp. Vì quản trị công ty cũng như tính thanh khoản của cổ phiếu được đánh giá dưới nhiều góc độ khác nhau, do đó với mong muốn tìm kiếm những bằng chứng

về mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu với quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp nhằm giúp cải thiện chất lượng quản trị công ty tại Việt Nam thì việc nghiên cứu mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp là cấp thiết, đặc biệt khi Việt Nam gia nhập ngày càng sâu rộng vào thị trường thế giới.

Ý nghĩa của đề tài: (i) về mặt học thuật, đề tài này góp phần bổ sung thêm các bằng chứng thực nghiệm về sự ảnh hưởng của các yếu tố đến quản trị công ty như tỷ lệ ngày không có tỷ suất sinh lợi, quy mô công ty, đòn bẩy tài chính cũng như bổ sung vào kho tàng học thuật một mô hình thực nghiệm phù hợp tại Việt Nam liên quan đến chủ đề này; (ii) về mặt thực tiễn, kết quả đạt được của đề tài đưa ra gợi ý giúp các công ty Việt Nam có cơ sở nâng cao chất lượng quản trị, thực hiện quản trị công ty tốt hơn nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Đối tượng nghiên cứu của đề tài là các công ty phi tài chính được niêm yết trên HSX và HNX trong giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2015. Dữ liệu của 635 công ty trong mẫu được thu thập từ các báo cáo tài chính (đã được kiểm toán), báo cáo thường niên được công bố trên 2 sàn. Với mục tiêu là làm rõ mối quan hệ giữa tính thanh khoản của cổ phiếu, quản trị doanh nghiệp và giá trị công ty, đề tài đi sâu trả lời 3 câu hỏi sau *(i) gia tăng tính thanh khoản của cổ phiếu có làm cải thiện quản trị công ty hay không? (ii) nâng cao hiệu quả quản trị công ty có mang lại giá trị doanh nghiệp cao hơn hay không? (iii) gia tăng tính thanh khoản, nâng cao hiệu quả quản trị có làm gia tăng giá trị doanh nghiệp?*

2. Cơ sở lý thuyết

Theo lý thuyết vấn đề đại diện, sự phân tách giữa chủ sở hữu và quản lý công ty có thể dẫn đến việc nhà quản lý hành động không nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị của cổ đông mà có thể vì lợi ích của chính bản thân họ, và do đó, một cơ chế kiểm soát cần được thiết kế để bảo vệ lợi ích của các cổ đông (Jensen và Meckling, 1976). Theo đó, hai cơ chế nhận kiểm soát được sự quan tâm của giới học thuật là cơ chế đãi ngộ thích hợp cho các nhà quản lý (Demsetz và Lehn, 1985) và cơ chế giám sát hiệu quả để hạn chế những hành vi tư lợi của người quản lý công ty (Jensen và Meckling, 1976). Với cơ chế đãi ngộ các phần thưởng và hình phạt được đưa ra nhằm mục đích gắn kết lợi ích của cổ đông và người quản lý. Với cơ chế giám sát, các cổ đông có thể gia tăng chi phí giám sát hoặc các khoản phí khác để đảm bảo người quản lý không thực hiện những hành động làm tổn hại đến lợi ích của cổ đông.

Mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và quản trị công ty là mối quan hệ có tính chất hai chiều (Wei L-X và cộng sự, 2012). Đầu tiên là những bằng chứng thực nghiệm cho thấy sự ảnh hưởng của quản trị công ty tới tính thanh khoản của cổ phiếu. Theo đó, quản trị công ty hiệu quả thông qua việc tuân thủ các nguyên tắc quản trị tốt sẽ cải thiện tính minh bạch trong hoạt động và tài chính, và điều này làm cải thiện vấn đề bất cân xứng thông tin giữa các nhà đầu tư bên ngoài và nội bộ (Brockman và Chung 2003, Chen và cộng sự 2007, Jain và cộng sự 2008, Chavez và Silva 2009, Chung và cộng sự 2010, Tang và Wang 2011).

Hai nghiên cứu điển hình trong chiều hướng tác động này là nghiên cứu của Chen và cộng sự (2007), Jain và cộng sự (2008). Chen và cộng sự (2007) tiến hành nghiên cứu tác động của việc công khai và minh bạch thông tin cùng các cơ chế quản trị tác động như thế nào đến tính thanh khoản cổ phiếu. Các tác giả sử dụng chỉ số xếp hạng T&D[1] là biến đại diện cho quản trị công ty và chênh lệch giá là biến đại diện cho tính thanh khoản cùng với dữ liệu mẫu gồm 364 cổ phiếu được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán New York (NYSE) trong thời gian từ 17/10/2002 đến 31/12/2002. Kết quả của nghiên cứu cho thấy rằng khi các công ty thực hiện việc công khai và minh bạch thông tin càng tốt (tương ứng với chỉ số xếp hạng T&D càng gia tăng) thì các nhà đầu tư sẽ tránh được rủi ro bất lợi do sự bất cân xứng thông tin, chênh lệch giá

càng giảm và do đó làm tăng tính thanh khoản của thị trường.

Tiếp đến, Jain và cộng sự (2008) đã tiến hành kiểm định ảnh hưởng của Đạo luật SOX[2] đến tính thanh khoản thị trường. Kết quả chỉ ra rằng thanh khoản thị trường có tương quan dương với chất lượng báo cáo tài chính. Hay nói cách khác, dựa trên những tiền đề của Đạo luật, việc quản trị công ty cũng như mức độ công khai và minh bạch của các báo cáo tài chính gia tăng, từ đó khôi phục lòng tin của các nhà đầu tư, làm tăng tính thanh khoản thị trường trong ngắn hạn và dài hạn.

Tuy nhiên, cũng có nhiều bằng chứng thực nghiệm cho thấy tác động ngược lại của tính thanh khoản đến quản trị công ty. Trong trường hợp này, có những nghiên cứu đi theo chiều hướng tranh luận về ảnh hưởng tiêu cực của thanh khoản đến quản trị công ty do sự giám sát quá mức của các cổ đông nhỏ làm suy yếu sự kiểm soát của các cổ đông lớn bên trong doanh nghiệp (Bhide, 1993; Burkart và cộng sự, 1997; Kahn và Winton, 1998). Và cũng có những nghiên cứu đi theo chiều hướng tranh luận nhằm hỗ trợ về vai trò tích cực của thanh khoản, được xem như là một cơ chế thúc đẩy góp phần gia tăng quản trị công ty (Holmstrom và Tirole, 1993; Maug, 1998).

Mối quan hệ giữa quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp cũng được kiểm định qua rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm. Trong các nghiên cứu đó, quản trị công ty được xem xét trên nhiều khía cạnh khác nhau như quy mô hội đồng quản trị, cấu trúc của hội đồng quản trị, thành phần hội đồng quản trị, mức độ minh bạch thông tin hay quyền cổ đông… Phần lớn các nghiên cứu này đều đồng thuận với quan điểm cho rằng quản trị công ty có tác động tích cự đến giá trị doanh nghiệp (Bai và cộng sự, 2003; Gompers và cộng sự, 2003; Klapper và Love, 2004; Durnev và Kim, 2005, Ammann và cộng sự, 2011).

Trong mối quan hệ đồng thời giữa tính thanh khoản của cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp, Lang và cộng sự (2012) nghiên cứu mối quan hệ giữa mức độ minh bạch thông tin, thanh khoản của thị trường cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp trên 46 quốc gia với thời kỳ mẫu từ 1994 – 2009. Tác giả chỉ ra thanh khoản là một yếu tố quan trọng mà qua đó tính minh bạch tác động đến giá trị doanh nghiệp. Tác giả cho rằng mức độ minh bạch thông tin càng cao, nhà đầu tư nắm trong tay nhiều thông tin có giá trị hơn, chi phí cơ hội được giảm thiểu sẽ làm gia tăng tính thanh khoản của cổ phiếu và mang lại giá trị doanh nghiệp cao hơn.

Một nghiên cứu gần gũi nhất với bài nghiên cứu của Lang và cộng sự (2012), Wei L-X và cộng sự (2012) cũng tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp tương ứng với mẫu nghiên cứu gồm 308 quan sát từ năm 2002 đến năm 2009 tại nước Nga. Tác giả tìm thấy mối quan hệ nhân quả giữa tính thanh khoản của cổ phiếu với quản trị công ty, đồng thời chỉ ra ảnh hưởng tích cực và mạnh mẽ của quản trị công ty đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả chỉ ra rằng cứ 10% giảm xuống của tỷ lệ ngày không có tỷ suất sinh lợi thì tương ứng với 0.34% tăng lên trong tính công khai và minh bạch, và đến lượt mình, mức độ công khai và minh bạch này làm gia tăng 9.6% giá trị doanh nghiệp. Tác giả lập luận do môi trường kinh doanh ở Nga được đặc trưng bởi khung pháp lý yếu, mức sở hữu tập trung cao, có sự tham gia lớn của nhà nước và thị trường cổ phiếu chưa phát triển và như vậy đã làm cho những lợi ích đạt được từ sự cải thiện nhỏ trong quản trị công ty trở nên có ý nghĩa cao hơn.

Cùng ý tưởng với các tác giả trên, William Cheung và cộng sự (2015) tiến hành nghiên cứu về mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu, quản trị công ty và thành quả hoạt động của 207 công ty thuộc danh mục đầu tư của quỹ đầu tư bất động sản trên các sàn chứng khoán NYSE, AMEX và NSADAQ từ năm 1992 đến năm 2008. Kết quả đã trưng ra bằng chứng cho thấy tính thanh khoản của cổ phiếu được đo lường bằng tỷ lệ kém thanh khoản (Amihud), chênh lệch

giá hiệu lực và tỷ lệ ngày không có giao dịch có tương quan âm có ý nghĩa với thành quả hoạt động của các công ty được đo bằng Tobin's Q. Điều này đồng nghĩa với tính thanh khoản của cổ phiếu cao hơn, giá trị của doanh nghiệp cao hơn. Kết quả cũng cho thấy tính thanh khoản của cổ phiếu đẩy mạnh các cơ chế quản trị công ty và mang lại hiệu quả quản trị cao hơn.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên cơ sở kế thừa nghiên cứu thực nghiệm của Wei L-X và cộng sự (2012) về mối quan hệ giữa thanh khoản, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp thực hiện đối với các công ty ở Nga, tác giả áp dụng hệ phương trình hồi quy dường như không liên quan (SUR) để kiểm định mối quan hệ tác động giữa tính thanh khoản cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp. Hệ phương trình SUR được xây dựng với hai phương trình: phương trình thứ nhất là phương trình kiểm định mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu và quản trị công ty (gọi tắt là phương trình CG) và phương trình thứ hai là phương trình kiểm định mối quan hệ giữa quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp (gọi tắt là phương trình Q).

Các biến kiểm soát như tổng tài sản (TA) và đòn bẩy tài chính (LEV) được sử dụng trong phương trình thứ nhất (phương trình CG); biến doanh thu (SALE) và tỷ suất sinh lợi tích lũy (CRET) được sử dụng là biến kiểm soát trong phương trình thứ hai (phương trình Q). Các biến CG, TA, SALE có phân phối lệch phải và được thể hiện dưới dạng logarit trong mô hình:

$$\begin{cases} \ln CG_{it} = \beta_{10} + \beta_{11} PZR_{it} + \beta_{12} \ln \mathrm{TA}_{it} + \beta_{13}\, \mathrm{LEV}_{it} + \varepsilon_{1it} & (1) \\ Q_{it} = \beta_{20} + \beta_{21} \ln \mathrm{CG}_{it} + \beta_{22} \ln \mathrm{SALE}_{it} + \beta_{23}\, \mathrm{CRET}_{it} + \varepsilon_{2it} & (2) \end{cases}$$

Trong đó:

- ✓ i là mã công ty (i = 1 - 635), t là năm báo cáo (t = 2007 - 2015);
- ✓ CG là chỉ số kém minh bạch thông tin tài chính làm biến đại diện cho quản trị công ty;
- ✓ PZR là tỷ lệ ngày không có tỷ suất sinh lợi làm biến đại diện cho biến kém thanh khoản của cổ phiếu;
- ✓ TA là tổng tài sản cuối năm tài chính (tính bằng đồng);
- ✓ LEV là đòn bẩy tài chính;
- ✓ Q là giá trị doanh nghiệp được đo bằng Tobin's Q;
- ✓ SALE là tổng doanh thu bán hàng trong năm (tính bằng đồng);
- ✓ CRET là tỷ suất sinh lợi tích lũy có độ trễ 6 tháng;
- ✓ ε là sai số ngẫu nhiên.

Trong các nghiên cứu thực nghiệm, có rất nhiều phương pháp được sử dụng để đo lường quản trị công ty. Jain (2001) đo lường quản trị công ty qua việc đánh giá quyền của cổ đông, Brockman và Chung (2003) đánh giá quản trị công ty qua mức độ bảo hộ nhà đầu tư, hoặc phương pháp phổ biến nhất để đo lường quản trị công ty là sử dụng điểm công khai và minh bạch thông tin của Standard & Poor (Durnev và Kim 2005, Chen và cộng sự 2007, Wei L-X và cộng sự 2012). Tại Việt Nam, kể từ năm 2010, tổ chức tài chính quốc tế (IFC) đã tiến hành thực hiện dự án "Thẻ điểm quản trị công ty" để khảo sát tình hình quản trị của 100 công ty hàng đầu niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh và sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Tuy nhiên, kể từ thời gian 2010 trở về sau vẫn chưa có một báo cáo thống kê hay một tổ chức có uy tín nào khảo sát tổng thể về tình hình quản trị công ty của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Do đó việc xây dựng điểm quản trị công ty dựa theo thẻ điểm của chương trình tư vấn của IFC tương ứng với cỡ mẫu và thời gian trong bài nghiên cứu này chưa thực hiện được.

Mặt khác, trên thế giới cũng như ở Việt Nam vẫn chưa có lý thuyết hướng dẫn thống nhất về cách lựa chọn các biến trong việc xây dựng các chỉ số quản trị công ty theo phương pháp đo lường khác trong khi mỗi tác giả xây dựng chỉ số này một cách khác nhau dựa trên đặc thù của mỗi quốc gia. Do đó, dựa trên nghiên cứu của Jain và cộng sự (2008) đã chỉ

ra rằng thanh khoản thị trường có tương quan dương với chất lượng báo cáo tài chính, nghĩa là việc quản trị công ty cũng như mức độ công khai và minh bạch của các báo cáo tài chính gia tăng sẽ làm khôi phục lòng tin của các nhà đầu tư và từ đó làm tăng thanh khoản thị trường. Đồng thời, dựa theo thực tế tại Việt Nam, báo cáo tài chính là kênh truyền dẫn thông tin phổ biến nhất phục vụ đắc lực cho các nhà đầu tư trong khi đặc thù chung của các doanh nghiệp Việt Nam là luôn "làm đẹp" báo cáo tài chính của mình bằng cách cố ý che giấu các thông tin không tốt hoặc sẽ phác họa các chỉ số tài chính mong muốn thông qua một vài "phù phép" nhỏ. Việc làm này về lâu dài được xem là hành vi cố tình bóp méo thông tin và lừa gạt nhà đầu tư. Vì vậy, vai trò giám sát của hội đồng quản trị trong việc minh bạch thông tin tài chính để bảo vệ nhà đầu tư thật sự rất quan trọng. Tác giả sử dụng biến chỉ số kém minh bạch thông tin trong báo cáo tài chính (đo lường theo Gomariz và Ballesta, 2013) làm đại diện cho quản trị công ty và các biến còn lại trong mô hình được thể hiện ở Bảng 1.

Việc đo lường tính thanh khoản cổ phiếu cũng có thể được xét ở nhiều khía cạnh như số vòng quay giao dịch của cổ phiếu (Tang và Wang, 2011), chênh lệch giá (Chung và cộng sự, 2010), tỷ số kém thanh khoản theo phương pháp đo lường của Amihud (2002) (Lesmond, 2005; Fang và cộng sự, 2009), tỷ lệ ngày không có tỷ suất sinh lợi (Lesmond và cộng sự,1999; Wei L-X và cộng sự, 2012). Dựa trên bài nghiên cứu của Wei L-X và cộng sự (2012), tác giả lựa chọn biến tỷ lệ ngày giao dịch không có tỷ suất sinh lợi (PZR) làm đại diện cho biến kém thanh khoản của cổ phiếu.

Bảng 1

Tổng hợp tóm tắt mô tả các biến sử dụng trong mô hình

Biến	Nội dung	Tính toán	Tác giả
CG	Chỉ số kém minh bạch thông tin tài chính	$\frac{TD_MNST_{i,t} + TD_KASZ_{i,t} + TD_DD_{i,t}}{3}$	Gomariz và Ballesta (2013)
PZR	Tỷ lệ ngày giao dịch không có tỷ suất sinh lợi	$\frac{\text{Tổng số ngày không có tỷ suất sinh lợi}}{\text{Số ngày giao dịch trong năm}}$	Lesmond và cộng sự (1999)
Q	Giá trị doanh nghiệp	$\frac{\text{Giá trị thị trường của vốn cổ phần + Giá trị sổ sách của nợ}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$	Kaplan và Zingales (1997)
TA	Tổng tài sản	Giá trị sổ sách của tổng tài sản tại thời điểm cuối năm	Wei L-X và cộng sự (2012)
SALE	Doanh thu	Tổng doanh thu bán hàng trong năm	Wei L-X và cộng sự (2012)
LEV	Đòn bẩy tài chính	$\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng vốn cổ phần}}$	Wei L-X và cộng sự (2012)
CRET	Tỷ suất sinh lợi tích luỹ có độ trễ 6 tháng	$(1+r_{i1})(1+r_{i2})(1+r_{i3})(1+r_{i4})(1+r_{i5})(1+r_{i6})$ Trong đó r_{i1}, r_{i2}, r_{i3}, r_{i4}, r_{i5}, r_{i6} lần lượt là tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu i trong 6 tháng cuối cùng của năm liền kề trước năm nghiên cứu.	Jegadeesh và Titman (1993)

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp.

(*) Ghi chú: quy trình tính toán biến CQ theo Gomariz và Ballesta (2013) như sau:

(1) Đầu tiên, tác giả áp dụng mô hình của McMichols và Stubben (2008), xem doanh thu vượt trội là một biến đại diện cho quản lý thu nhập.

Bước 1: Ước lượng phương trình sau:

$$\Delta \mathrm{AR}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * \Delta SALE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

với $\Delta \mathrm{AR}_{i,t}$ là sự thay đổi trong các khoản phải thu của doanh nghiệp i trong năm t.

Bước 2: Lấy giá trị phần dư ε_{it} thu được từ ước lượng phương trình (3). Phần dư ε_{it} đại diện cho sự thay đổi trong các khoản phải thu không thể giải thích được bởi sự tăng trưởng trong doanh thu bán hàng.

Bước 3: Tính:

$$TD_MNST_{i,t} = |\varepsilon_{i,t}| \quad (4)$$

- *(2) Tiếp đến, tác giả đo lường biến kém minh bạch thông tin dựa trên mô hình các khoản tích lũy phát triển bởi Kasznil (1999), dựa theo Jones (1991)*

Bước 1: Ước lượng phương trình:

$$TA'_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * \Delta SALE_{i,t} + \beta_2 * PPE_{i,t} + \beta_3 * \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Trong đó:

- $TA'_{i,t}$ là tổng số trích trước, được tính bằng sự thay đổi trong tài sản ngắn hạn (không bao gồm thay đổi trong tiền và các khoản tương đương tiền) trừ đi thay đổi về nợ ngắn hạn hiện tại cộng với thay đổi trong nợ ngắn hạn của ngân hàng, trừ đi khấu hao của doanh nghiệp i trong năm t.

- $\Delta SALE_{i,t}$ là sự thay đổi hàng năm trong doanh thu bán hàng.

- $PPE_{i,t}$ là tài sản, nhà máy và thiết bị của doanh nghiệp i vào thời gian t

- $\Delta CFO_{i,t}$ là sự thay đổi biến động trong dòng tiền từ hoạt động của doanh nghiệp i vào năm t.

Bước 2: Lấy giá trị phần dư ε_{it} thu được từ phương trình (5). Phần dư ε_{it} đại diện cho sự thay đổi trong $TA'_{i,t}$ không thể giải thích được bằng sự thay đổi trong doanh số bán hàng, biến động trong dòng tiền hoạt động cũng như tài sản cố định của doanh nghiệp.

Bước 3: Tính:

$$TD_KASZ_{i,t} = |\varepsilon_{i,t}| \quad (6)$$

- *(3) Sau cùng, tác giả đo lường biến kém minh bạch thông tin dựa trên mô hình phát triển bởi Dechow và Dichev (2002)*

Bước 1: Ước lượng phương trình:

$$WCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * CFO_{i,t-1} + \beta_2 * CFO_{i,t} + \beta_3 * CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Trong đó:

- $WCA_{i,t}$ được tính bằng sự thay đổi trong tài sản ngắn hạn không bao gồm sự thay đổi trong tiền và các khoản tương đương tiền, trừ đi thay đổi về nợ ngắn hạn cộng với thay đổi trong nợ ngân hàng ngắn hạn của doanh nghiệp i vào năm t.

- $CFO_{i,t-1}$, $CFO_{i,t}$, $CFO_{i,t+1}$ lần lượt là dòng tiền hoạt động của năm trước năm t-1, t, và t+1.

Bước 2: Lấy giá trị phần dư ε_{it} thu được từ ước lượng phương trình (7).

Bước 3: Tính:

$$TD_\mathrm{DD}_{i,t} = |\varepsilon_{i,t}| \quad (8)$$

Biến chỉ số kém minh bạch thông tin tài chính của doanh nghiệp được tính là trung bình của (4), (6), (8) theo Gomariz và Ballesta (2013):

$$CG_{i,t} = \frac{TD_MNST_{i,t} + TD_KASZ_{i,t} + TD_\mathrm{DD}_{i,t}}{3} \quad (9)$$

3.2. Thống kê mô tả và kì vọng của các biến trong mô hình

Kết quả thống kê mô tả của các biến trong mô hình được thể hiện ở Bảng 2. Theo đó, khoảng dao động của các biến như CG, TA, SALE là khá rộng và có phân phối lệch phải. Vì vậy, các biến này cần được lấy logarit để đảm bảo tính phân phối chuẩn tương ứng.

Bảng 2

Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CG	3671	119.18	304.23	1.51	6977.17
PZR	4131	0.37	0.20	0.00	1.00
Q	4131	1.09	0.68	0.13	20.92
TA	4131	1527.32	4903.00	10.01	145494.70
LEV	4131	1.68	2.00	0.00	33.03
SALE	4112	1229.84	3521.59	0.05	73532.41
CRET	3671	0.18	0.87	-0.92	18.85

Nguồn: Tác giả tính toán từ bộ dữ liệu.

Để hiểu được mối quan hệ đồng thời giữa tính thanh khoản cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp, tác giả phát triển giả thuyết nghiên cứu dựa trên mô hình lý thuyết của Maug (1998), Durnev và Kim (2005) và nghiên cứu thực nghiệm của Wei L-X và cộng sự (2012). Maug (1998) chỉ ra rằng tính thanh khoản của cổ phiếu cho phép các cổ đông nhỏ lẻ dễ gia tăng các giao dịch với một chi phí thấp. Do vậy họ có khả năng nắm trong tay một số lượng lớn cổ phần và trở thành một trong những cổ đông lớn. Các cổ đông lớn lúc này do phải đối mặt với vấn đề “free-rider” nên họ phải gia tăng mức độ giám sát để họ cũng được hưởng lợi từ việc nắm giữ các thông tin riêng khi thị trường cổ phiếu thanh khoản. Sự gia tăng giám sát này góp phần cải thiện cơ chế quản trị nội bộ của công ty. Durnev và Kim (2005) đưa ra dự báo rằng công ty được quản trị tốt hơn có xu hướng gia tăng giá trị doanh nghiệp. Sau cùng, Wei L-X và cộng sự (2012) đã làm sáng tỏ vai trò của thanh khoản trong việc góp phần cải thiện hiệu quả quản trị công ty và từ đó góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp. Đề tài xây dựng 3 giả thuyết nghiên cứu như sau:

- Giả thuyết H1: Tính thanh khoản của cổ phiếu có tương quan dương với quản trị công ty.
- Giả thuyết H2: Quản trị công ty có tương quan dương với giá trị doanh nghiệp.
- Giả thuyết H3: Tồn tại hay không mối quan hệ ảnh hưởng giữa tính thanh khoản cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp, trong đó, tính thanh khoản của cổ phiếu góp phần làm cho quản trị công ty tốt hơn từ đó làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Tuy nhiên, vì biến quản trị được đại diện bởi chỉ số kém minh bạch thông tin tài chính và biến tỷ lệ ngày không có tỷ suất sinh lợi làm đại diện cho tính kém thanh khoản của cổ phiếu nên dấu kì vọng của các biến trong mô hình sẽ được điều chỉnh để phù hợp với ý nghĩa mô hình (bảng 3).

Bảng 3

Tổng hợp dấu kì vọng của các biến trong mô hình

Tên biến	Kí hiệu	Dấu kì vọng	Ý nghĩa
Mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu và quản trị công ty			
Tỷ lệ ngày không có tỷ suất sinh lợi	PZR	+	Số ngày không sinh lợi càng nhiều dự báo sự kém minh bạch trong thông tin tài chính của công ty càng lớn.
Tổng tài sản	TA	-/+	Công ty có quy mô càng lớn thì sự kém minh bạch trong thông tin tài chính của công ty càng thấp (càng cao).
Đòn bẩy tài chính	LEV	-	Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao thì sự kém minh bạch trong thông tin tài chính càng giảm.
Mối quan hệ giữa quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp			
Chỉ số kém minh bạch thông tin tài chính	CG	-	Chỉ số kém minh bạch càng cao (công ty thực hiện quản trị càng kém) thì giá trị doanh nghiệp sẽ giảm.
Doanh thu	SALE	+	Doanh thu cao sẽ gia tăng giá trị doanh nghiệp.
Tỷ suất sinh lợi tích lũy	CRET	+	Tỷ suất sinh lợi cao hơn trong quá khứ của cổ phiếu làm gia tăng giá trị doanh nghiệp

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp.

3.3. Phương pháp ước lượng

Để ước lượng mô hình SUR, theo Baltagi (2011, trang 242) chúng ta có thể sử dụng ước lượng OLS, GLS, FGLS hoặc IFGLS. Tuy nhiên, do phương sai của các phần dư trong hệ thống SUR không đồng nhất giữa các phương trình nên giá trị ước lượng $\hat{\beta}$ của β của ước lượng OLS vẫn là ước lượng tuyến tính, không chệch nhưng các định đề Gauss – Markov không còn phù hợp. Ngoài ra, do không khai thác được thông tin về sự tương quan giữa các phần dư, ước lượng OLS không những không còn tin cậy mà còn là một ước lượng không hiệu quả. Do vậy, cần thiết phải sử dụng một ước lượng khác có thể khắc phục được tính không hiệu quả của ước lượng $\hat{\beta}$ bằng cách tìm một mô hình tuyến tính tổng quát (GLS) có tính chất BLUE tương tự mô hình OLS. Để giải quyết vấn đề phương sai của phần dư không đồng nhất giữa các biểu thức riêng rẽ trong mô hình SUR, cũng như nâng cao tính hiệu quả của mô hình so với OLS, phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) sử dụng thông tin về cấu trúc của phương sai – hiệp phương sai của phần dư (Σ) trong mô hình. Tuy nhiên, để tiến hành GLS thì đòi hỏi phải xác định được ma trận Σ, tuy nhiên trong nghiên cứu thực nghiệm, thông thường chúng ta không biết được các phần tử của ma trận Σ mà thay vào đó chúng ta sử dụng $\hat{\Sigma}$ là ước lượng của ma trận Σ. Khi đó, ước lượng $\hat{\beta}^{GLS} = \left(X^T W^{-1} X\right)^{-1} X^T W^{-1} Y$ sẽ trở thành $\hat{\beta}^{GLS} = \left(X^T \hat{W}^{-1} X\right)^{-1} X^T \hat{W}^{-1} Y$ và ước lượng GLS trong trường hợp này được gọi là ước lượng bình phương tổng quát bé nhất khả thi (FGLS). Phương pháp này còn được biết đến với tên gọi là ước lượng SUR của Zeller. Vì

ước lượng FGLS là tiệm cận với ước lượng GLS và cũng là một ước lượng hợp lý tối đa (MLE) nên nó cũng có những tính chất tiệm cận với sự không thiên chệch, hiệu quả và nhất quán.

Sự hiệu quả của mô hình SUR so với OLS là mô hình SUR cho phép phương sai phần dư trong hệ thống khác nhau giữa các biểu thức riêng rẽ, cũng như xét đến sự tương quan đồng thời giữa các phần dư thông qua ma trận phương sai – hiệp phương sai (W) của phần dư.

4. Một số kết quả và thảo luận

Kết quả ước lượng SUR cho mô hình về mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp được tổng hợp ở Bảng 4.

Bảng 4

Tổng hợp kết quả ước lượng

Biến	Beta chưa chuẩn hóa	Beta đã chuẩn hóa[3]
Phương trình lnCG		
PZR	0.284***	0.049***
lnTA	0.592***	0.756***
LEV	-0.0156*	-0.027*
Hệ số cắt	2.972***	
Phương trình Q		
lnTD	-0.0742***	-0.129***
lnSALE	0.0717***	0.171***
CRET	0.0546***	0.072***
Hệ số cắt	0.928***	
Số quan sát	3648	3648

*Ghi chú: *, **, *** ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%*

Nguồn: tác giả tính toán từ bộ dữ liệu thu thập

Kết quả cho thấy ngoại trừ biến LEV tác động lên CG có ý nghĩa thống kê 10%, tất cả các biến giải thích còn lại trong mỗi phương trình đều có ý nghĩa thống kê 1%.

Mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu và quản trị công ty: Quản trị công ty có thể bị ảnh hưởng bởi tính thanh khoản của cổ phiếu giao dịch, cũng như quy mô tổng tài sản, đòn bẩy tài chính. Dấu dương của hệ số đo lường tính kém thanh khoản của cổ phiếu (PZR) có ý nghĩa ở mức 1% cho thấy tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa tính kém thanh khoản của cổ phiếu và tính kém minh bạch trong quản trị công ty (CG), hay nói cách khác, sự gia tăng thanh khoản sẽ giúp nâng cao quản trị công ty thông qua rút giảm các yếu tố kém minh bạch của công ty. Do đó, tác giả đủ cơ sở để chấp nhận giả thuyết H1 đã đưa ra: tồn tại mối tương quan dương giữa tính thanh khoản của cổ phiếu và quản trị

công ty. Điều này hỗ trợ cho lập luận nghiên cứu của Holmstrom và Tirole (1993), Maug (1998) cũng như nghiên cứu thực nghiệm của Lang và cộng sự (2012), Wei L-X và cộng sự (2012), William Cheung và cộng sự (2015). Ngoài ra, một phát hiện quan trọng của đề tài đó là tìm ra một mối tương quan ngược chiều giữa quy mô tổng tài sản và quản trị công ty. Tài sản càng lớn thì hiệu quả của việc quản trị công ty càng giảm (dấu dương của hệ số đo lường tổng tài sản (TA) và tính kém minh bạch thông tin (CG)), trong khi đó, đây lại là yếu tố có khả năng chi phối mạnh nhất đến việc nâng cao quản trị công ty. Kết quả cũng cho thấy việc gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ có tác động tích cực đến cải thiện tính minh bạch hay nâng cao hiệu quả quản trị của công ty (dấu âm của hệ số đo lường đòn bẩy tài chính (LEV) với biến kém minh bạch thông tin (CG)).

Mối quan hệ giữa quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp: Quản trị công ty vừa là nhân tố có ảnh hưởng tích cực vừa là nhân tố chi phối đến việc gia tăng giá trị doanh nghiệp (dấu âm của hệ số đo lường tính kém minh bạch (CG) với giá trị doanh nghiệp (Q)). Kết quả hồi quy cho thấy tác giả đủ cơ sở để chấp nhận giả thuyết H2: quản trị công ty có tương quan dương với giá trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các yếu tố như doanh thu (SALE), tỷ suất sinh lợi tích lũy (CRET) cũng tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến việc gia tăng giá trị doanh nghiệp trong dữ liệu khảo sát. Các tác giả như Gompers (2003), Klapper và Love (2004), Durnev và Kim (2005), Aggarwal và cộng sự (2008), Ammann và cộng sự (2011), Wei L-X và cộng sự (2012) cũng như kết quả nghiên cứu này đã củng cố thêm cho lập luận quản trị công ty càng hiệu quả góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp.

Mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp: Kết quả nghiên cứu cho thấy tính thanh khoản (kém thanh khoản) của cổ phiếu có tương quan dương với quản trị công ty (tính kém minh bạch thông tin) ở mức ý nghĩa 1%, đồng thời quản trị công ty (tính kém minh bạch thông tin) có tương quan dương (âm) với giá trị doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 1%. Qua đó tác giả đủ cơ sở để chấp nhận giả thuyết H3: tồn tại mối quan hệ giữa tính thanh khoản của cổ phiếu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp, trong đó tính thanh khoản của cổ phiếu đóng vai trò tích cực trong việc cải thiện quản trị công ty, đến lượt mình, sự gia tăng hiệu quả trong quản trị công ty góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp. Kết quả của tác giả thống nhất với các nghiên cứu thực nghiệm của Lang và cộng sự (2012), Wei L-X và cộng sự (2012), William Cheung và cộng sự (2015).

Xét về tầm quan trọng của các yếu tố tác động trong mô hình thì qui mô tổng tài sản là yếu tố tác động mạnh nhất đến hiệu quả quản trị đối với tất cả các doanh nghiệp niêm yết trong mẫu, cũng như các doanh nghiệp niêm yết tại 2 sàn và các doanh nghiệp thuộc các khối ngành kinh tế khác nhau (Bảng 4). Tuy nhiên, mức độ tác động của hiệu quả quản trị lên giá trị doanh nghiệp thì không có sự đồng nhất giữa các doanh nghiệp này. Theo đó, hiệu quả quản trị là yếu tố tác động mạnh nhất lên giá trị doanh nghiệp đối với các doanh nghiệp niêm yết trên HNX, cũng như các doanh nghiệp thuộc các ngành như công nghiệp, dầu khí, dược phẩm - y tế và ngành tiện ích công cộng. Ngược lại, các doanh nghiệp niêm yết trên HSX, và các doanh nghiệp thuộc các ngành như dịch vụ tiêu dùng, hàng tiêu dùng, công nghệ thông tin và ngành tài chính thì doanh số bán hàng lại là yếu tố tác động mạnh nhất lên giá trị doanh nghiệp.

Bảng 5

Kết quả ước lượng cho mẫu là các doanh nghiệp niêm yết trên HSX, HNX và thuộc các ngành kinh tế

Mẫu / Biến	Niêm yết tại HSX	Niêm yết tại HNX	Ngành Công nghiệp	Ngành Dầu khí	Ngành dịch vụ tiêu dùng	Ngành Dược phẩm, Y tế	Ngành Hàng tiêu dùng	Ngành Công nghệ thông tin	Ngành tài chính	Ngành tiện ích công cộng
Mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu và quản trị công ty										
Tỷ lệ ngày không có tỷ suất sinh lợi	0.004	0.066***	0.051*	0.099	0.099	0.059	0.033	0.236***	-0.049	0.076
	(-0.132)	(-0.0819)	(-0.103)	(-1.101)	(-0.192)	(-0.272)	(-0.187)	(-0.375)	(-0.321)	(-0.291)
Quy mô tổng tài sản	0.765***	0.646***	0.670***	0.800***	0.607***	0.476***	0.780***	0.867***	0.768***	0.826***
	(-0.0171)	(-0.0159)	(-0.0175)	(-0.0714)	(-0.0328)	(-0.0517)	(-0.0269)	(-0.045)	(-0.0386)	(-0.0472)
Tỷ lệ đòn bẩy	0.003	-0.026	-0.017	0.236**	0.116*	0.224***	0.057*	-0.04	0.003	0.105*
	(-0.00942)	(-0.00993)	(-0.0101)	(-0.154)	(-0.0376)	(-0.00875)	(-0.0207)	(-0.0668)	(-0.036)	(-0.0487)
Mối quan hệ giữa quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp										
Chỉ số kém minh bạch thông tin tài chính	-0.111***	-0.333***	-0.246***	0.578*	0.059	-1.092***	-0.322***	-0.227*	0.046	0.151
	(-0.0181)	(-0.0146)	(-0.0128)	(-0.128)	(-0.0877)	(-0.0775)	(-0.0309)	(-0.0352)	(-0.0207)	(-0.0354)
Doanh số bán hàng	0.171***	0.169***	0.163***	-0.493	-0.097	0.884***	0.470***	0.556***	0.260***	-0.098
	(-0.0161)	(-0.00894)	(-0.0101)	(-0.12)	(-0.0445)	(-0.055)	(-0.0272)	(-0.0211)	(-0.0179)	(-0.0223)
Tỷ suất sinh lợi tích luỹ	0.098***	0.057*	0.039	-0.031	0.084	0.052	0.063	-0.002	0.097	0.091
	(-0.0233)	(-0.0127)	(-0.0108)	(-0.238)	(-0.0821)	(-0.109)	(-0.0372)	(-0.051)	(-0.0381)	(-0.0558)
Số quan sát	1718	1930	1545	32	296	112	557	139	337	180

Nguồn: tác giả tính toán trên phần mềm Stata 13.

*Ghi chú: *, **, *** ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%*

Các giá trị trong dấu ngoặc đơn () cho biết sai số chuẩn của hệ số ước lượng đã chuẩn hóa

5. Một số kiến nghị

Xuất phát từ các kết quả phân tích mà nghiên cứu đạt được, đề tài đề xuất một số các khuyến nghị nhằm nâng cao chất lượng công tác quản trị và gia tăng giá trị cho các doanh nghiệp Việt Nam.

Thứ nhất gia tăng công tác thanh tra, kiểm soát nội bộ: Bởi vì quy mô tổng tài sản là nhân tố chi phối và có ảnh hưởng tiêu cực đến cải thiện tính minh bạch trong quản trị, do vậy, để gia tăng hiệu quả quản trị trong điều kiện mở rộng quy mô, gia tăng tổng tài sản thì cần thiết phải tăng cường công tác quản lý, tránh hoặc giảm thiểu các rủi ro đạo đức nhằm nâng cao tính minh bạch trong quản trị.

Thứ hai tạo tính thanh khoản cho cổ phiếu: tính thanh khoản của cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực đến việc cải thiện tính minh bạch và hiệu quả quản trị của công ty, do vậy, các công ty niêm yết luôn duy trì và tạo điều kiện thuận lợi để nhà đầu tư tiếp cận thông tin về doanh nghiệp thông qua các phương tiện truyền thông, công cụ internet hoặc tổ chức hội thảo giới thiệu về công ty cho các nhà đầu tư.

Thứ ba, doanh nghiệp phải xem hiệu quả quản trị là chìa khóa để mở cánh cửa "thành công" gia tăng giá trị của doanh nghiệp cùng với nỗ lực tăng doanh thu bán hàng, tăng cường tích lũy lợi nhuận có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp. Để làm được điều này, cần thiết phải chú trọng xây dựng đội ngũ quản trị các cấp từ việc tổ chức bộ máy; phân công, phân nhiệm đến việc chi tiết hóa, văn bản hóa các quy chế, quy trình, chính sách, hoạt động■

Chú thích:

[1] T&D là viết tắt của từ Transparency and Disclosure – Công khai và minh bạch thông tin.

[2] SOX là viết tắt của đạo luật Sarbanes – Oley của Mỹ quy định tính minh bạch cao hơn trong việc trình bày báo cáo tài chính của các công ty đại chúng; các công ty không thực hiện sẽ bị phạt tiền.

[3] Hê số β^* chuẩn hóa có kỳ vọng bằng 0 và phương sai bằng 1, được tính từ các hệ số β thông thường như sau: $\beta^* = \beta S_X / S_Y$ với S_X, S_Y là độ lệch chuẩn của biến giải thích và biến phụ thuộc trong phương trình hồi quy.

Tài liệu tham khảo

Aggarwal, E. I., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2008). Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences. *Review of financial Studies*, Oxford University press for society for financial studies, *22*, 3131-3169.

Ammann, M., Oesch, D. & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: international evidence. *Journal of Empirical Finance, 18*, 36–55.

Baltagi, B.H. 2011. Econometrics, chapter 10. 5th ed. *Springer Texts in Business and Economics*, 241 –246.

Bhide, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics, 34*, 31–51.

Brockman, P., Chung, D. Y. (2003). Investor protection andfirm liquidity. *Journal of Finance, 58,* 921–937.

Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of thefirm. *Quarterly Journal of Economics, 112*(3), 693–728.

Chavez, G. A. & Silva, A. C. (2009). Brazil's experiment with corporate governance. *Journal of Applied Corporate Finance, 21*, 34–44.

Chen, W.P., Chung, H., Lee, C.F., Liao, W.L. (2007). Corporate governance and equity liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings. Corporate Governance: *An International Review, 15*(4), 644–660.

Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J. C. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45*, 265–291.

Dechow, P., Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review, 77*, 35–59.

Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance, 60*, 1461–1493.

Fang, V.W., Noe, T.H., Tice, S., 2009. Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics, 94*, 150–169.

Gomariz, B. (2013). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance, 40*(2014), 494 – 506.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, *118*, 107–155.

Holmstrom, B., & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy, 101*, 678–709.

Jain, P., Kim, J. C., & Rezaee, Z. (2008). The Sarbanes–Oxley Act of 2002 and market liquidity. *Financial Review, 43*, 361–382

Jegadeesh, N., Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *Journal of Finance, 48*, 65–91.

Jensen, M., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*, 305–360.

Jones, J., 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, *29*, 193–228.

Kahn, C., & Winton, A. (1998). Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. *Journal of Finance, 53*, 99–129.

Kaplan, S., Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics, 112*, 169–216.

Karmani, M., & Ajina, A. (2012). Market stock liquidity and corporate governance. *29th International conference of the French finance association* (AFFI) 2012.

Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, *37*, 57–81.

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance, 10*, 703–728.

Lang, M., Lins, K. V., & Maffett, M. (2012). Transparency, liquidity, and valuation: international evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research, 50*(3), 729–774.

Lesmond, D. (2005). Liquidity of emerging market. *Journal of Financial Economics, 77*, 441–452.

Lesmond, D., Ogden, J., & Trzcinka, C. (1999). A new estimate of transaction costs. *Review of Financial Studies, 12*, 1113–1141.

Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?. *Journal of Finance, 53*, 65–98.

McNichols, M., Stubben, S. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions. *The Accounting Review, 86*, 1571–1603.

Tang, K., & Wang, C. (2011). Corporate governance andfirm liquidity: evidence from the Chinese stock market. *Emerging Markets Finance & Trade, 47*(1), 47–60.

Wei, L. X., Clara C. S, & Joseph, J. F. (2012). The relationship between liquidity, corporate governance, andfirm valuation: Evidence from Russia, *Emerging Market Review Journal, 13*, 465-477.

William Mingyan Cheung, Richard Chung, Scott Fung (2015). The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the Reit experiment. *Journal of corporate finance, 35*, 211-231.