

ẢNH HƯỞNG CỦA THANH KHOẢN CỔ PHIẾU LÊN HÀNH VI QUẢN TRỊ THIỄN CẬN

Đặng Tùng Lâm

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: dangtlam@due.edu.vn

Ngày nhận: 01/3/2020

Ngày nhận bản sửa: 06/4/2020

Ngày duyệt đăng: 05/6/2020

Tóm tắt:

Nghiên cứu này nhằm đánh giá ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu lên hành vi quản trị thiển cận. Sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007 đến 2017, kết quả từ nghiên cứu cho thấy thanh khoản cổ phiếu có quan hệ thuận chiều với hành vi quản trị thiển cận. Kết quả này ủng hộ cho tác động chi phối của quan điểm thiển cận rằng thanh khoản cổ phiếu có thể tạo ra áp lực ngắn hạn và thúc đẩy hành vi quản trị thiển cận ở những người điều hành doanh nghiệp.

Từ khóa: Thanh khoản cổ phiếu, hành vi quản trị thiển cận, quản trị lợi nhuận, nhà đầu tư ngắn hạn.

Mã JEL: G10, G30

The effect of stock liquidity on managerial myopic behavior

Abstract:

This study investigates the effect of stock liquidity on managerial myopic behavior. Using a comprehensive data set for firms listed on Ho Chi Minh Stock Exchange and Hanoi Stock Exchange from 2007 to 2017, we find that stock liquidity is positively associated with managerial short-termism. This result lends support to the dominant effect of the myopic view that stock liquidity can create short-term market pressure on firm managers and forcing them to make managerial myopic decisions.

Keywords: Stock liquidity, managerial myopic behavior, earnings management, short-horizon investors

JEL code: G10, G30

1. Giới thiệu

Cân bằng giữa mục tiêu lợi nhuận ngắn hạn và triển vọng gia tăng giá trị dài hạn đóng vai trò quan trọng cho sự phát triển bền vững của một doanh nghiệp. Tuy nhiên, có nhiều minh chứng, đặc biệt bộc lộ rõ kể từ khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008, cho thấy rằng những người điều hành doanh nghiệp thường quá chú trọng vào kết quả ngắn hạn và xem nhẹ mục tiêu dài hạn của doanh nghiệp (Dallas, 2012; Erkens & cộng sự, 2012). Hiện tượng này được gọi là hành vi quản trị thiển cận (managerial myopic behavior hay managerial short-termism), đề cập đến những quyết định quản trị nhằm đạt mục

tiêu lợi nhuận trong ngắn hạn mà không hướng đến gia tăng, thậm chí đánh đổi, giá trị dài hạn của doanh nghiệp (Stein, 1989; Porter, 1992). Hành vi quản trị thiển cận có thể ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh và làm tổn hại giá trị của chính doanh nghiệp, gia tăng rủi ro hệ thống, và ở bình diện lớn hơn có thể làm suy yếu đi tiềm năng phát triển dài hạn của cả một nền kinh tế (Laverty, 1996; Marginson & McAulay, 2008). Xuất phát từ những nguy hại tiềm tàng của hành vi quản trị thiển cận, việc xác định các nhân tố ảnh hưởng đến hành vi quản trị thiển cận của những người điều hành doanh nghiệp là một chủ đề thu hút sự quan tâm của nhiều nhà kinh tế và nghiên

cứu học thuật.

Thanh khoản cổ phiếu, theo nghĩa đơn giản, đề cập đến sự “dễ dàng” khi giao dịch một cổ phiếu (Amihud & cộng sự, 2005). Sự dễ dàng này được hiểu là tương ứng với một khối lượng giao dịch được xác định, giao dịch sẽ không có tác động lớn đến giá, không mất nhiều thời gian để có thể khớp lệnh thành công cho khối lượng giao dịch đó. Khi các yêu cầu này không được đáp ứng, những người giao dịch phải gánh chịu thêm một chi phí để có thể thực hiện các lệnh mua, bán của mình, và đây là chi phí thanh khoản.

Nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới cung cấp các kết quả đối lập nhau về ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu lên hành vi quản trị thiên cận của những người điều hành doanh nghiệp. Trong khi thanh khoản cao có thể giúp tăng cường vai trò quản trị công ty của những nhà đầu tư dài hạn và do vậy ngăn cản những người điều hành doanh nghiệp chú trọng vào việc “làm đẹp” những kết quả kinh doanh ngắn hạn, thanh khoản cao cũng thúc đẩy hành vi thiên cận của doanh nghiệp bởi áp lực thị trường từ những nhà đầu tư ngắn hạn.

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, hành vi quản trị thiên cận được biểu hiện qua hành động thao túng báo cáo tài chính là một thực tế phổ biến, với nhiều vụ bê bối được phát hiện bởi các cơ quan thẩm quyền hay truyền thông đại chúng trong thời gian qua. Một khảo sát được thực hiện bởi PwC năm 2018 tại Việt Nam cũng cho thấy rằng gian lận kế toán chiếm đến 22% trong các loại hình gian lận.¹ Vấn đề này có thể gây ra những rủi ro cho nhà đầu tư và dẫn đến xói mòn niềm tin của công chúng, hệ quả là có thể tác động tiêu cực đến sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán.

Bài viết này nghiên cứu ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu lên hành vi quản trị thiên cận của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thị trường chứng khoán Việt Nam có đặc điểm là sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức còn thấp;² vẫn còn tình trạng thao túng trên thị trường dưới các hình thức khác nhau; môi trường thể chế cũng như cơ chế quản trị công ty vẫn cần được hoàn thiện. Sự khác biệt về môi trường thể chế, cơ chế quản trị công ty, đặc điểm của nhà đầu tư và cấu trúc vi mô thị trường của thị trường chứng khoán Việt Nam có thể dẫn đến mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và hành vi quản trị thiên cận sẽ khác, thậm chí không tồn tại, trên thị trường chứng khoán Việt

Nam. Cho đến nay, chưa có một nghiên cứu nào về vấn đề này được ghi nhận thực hiện tại Việt Nam.

Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng cả về mặt học thuật và thực tiễn. Thứ nhất, về mặt học thuật, nghiên cứu làm rõ mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và hành vi quản trị thiên cận, một vấn đề chưa có câu trả lời thống nhất giữa các nghiên cứu học thuật, ở một nước đang phát triển là Việt Nam. Thứ hai, về mặt thực tiễn, nghiên cứu có ý nghĩa quan trọng nhằm cung cấp minh chứng khoa học cho việc đưa ra các biện pháp nhằm cải thiện năng lực và tính cạnh tranh của các doanh nghiệp, khuyến khích các hành vi và quyết định quản trị nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp và góp phần vào gia tăng phúc lợi cho xã hội nói chung.

2. Cơ sở lý thuyết

Hành vi quản trị thiên cận thường dễ được nhận diện trong các công ty đại chúng, ở đó những người điều hành doanh nghiệp có thể phải thường xuyên chịu sức ép của những nhóm nhà đầu tư nhất định và áp lực từ phía thị trường, buộc phải chú trọng vào những kết quả lợi nhuận ngắn hạn. Có hai quan điểm đối lập nhau tiên đoán ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu lên hành vi quản trị thiên cận, thông qua kênh sở hữu của nhà đầu tư trong doanh nghiệp.

Quan điểm thiên cận (short-termism) tranh luận rằng thanh khoản cổ phiếu cao cho phép những nhà đầu tư ngắn hạn dễ dàng gia tăng sở hữu hoặc bán tháo cổ phiếu của doanh nghiệp. Điều này tạo ra sức ép thị trường và thúc đẩy những hành vi quản trị thiên cận ở những người điều hành doanh nghiệp (Bushee, 1998). Những nhà đầu tư ngắn hạn thường chỉ quan tâm đến các kết quả ngắn hạn và sẵn sàng bỏ qua những lợi ích dài hạn của doanh nghiệp. Họ sẽ gia tăng việc mua cổ phiếu nếu triển vọng tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn là tốt, và cũng sẵn sàng bán tháo cổ phiếu nếu kết quả kinh doanh trong ngắn hạn của doanh nghiệp và lợi tức cổ phiếu không đạt như mong muốn của họ. Chính áp lực phải gia tăng lợi nhuận kinh doanh và lợi tức cổ phiếu từ những nhà đầu tư ngắn hạn, những người điều hành doanh nghiệp có thể chỉ chú trọng đến những quyết định mang tính ngắn hạn. Họ có thể thực hiện những hành vi nhằm “làm đẹp” kết quả kinh doanh ngắn hạn mà không nhằm hướng đến gia tăng giá trị doanh nghiệp (Porter, 1992). Ủng hộ quan điểm này, các nghiên cứu thực nghiệm thấy rằng thanh khoản cổ phiếu cao thu hút giao dịch của những nhà đầu tư ngắn hạn (Coffee, 1991; Porter, 1992), hoặc

cho phép bán tháo cổ phiếu một cách dễ dàng khi nhà đầu tư không hài lòng với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp (Bhide, 1993). Nghiên cứu thực nghiệm cũng cho thấy rằng trong các doanh nghiệp có nhiều nhà đầu tư ngắn hạn nắm giữ vốn cổ phần, những người điều hành doanh nghiệp thường có xu hướng thực hiện hành vi quản trị lợi nhuận nhằm che đậy những kết quả kinh doanh bất lợi và làm đẹp những con số lợi nhuận được công bố (Bushee, 1998; Matsumoto, 2002; Burns & cộng sự, 2010). Minh chứng ủng hộ trực tiếp quan điểm thiên cận về ảnh hưởng của thanh khoản được cung cấp bởi một số nghiên cứu gần đây, tiêu biểu gồm Fang & cộng sự (2014) và Huang & cộng sự (2017). Fang & cộng sự (2014) thấy rằng thanh khoản cổ phiếu có mối quan hệ thuận chiều với hành vi quản trị lợi nhuận thực qua việc trì hoãn hoặc cản trở các hoạt động đầu tư đổi mới, trong khi Huang & cộng sự (2017) tìm thấy rằng thanh khoản cổ phiếu góp phần làm gia tăng mức độ quản trị lợi nhuận dựa trên dồn tích qua hành vi thao túng báo cáo tài chính.

Ngược lại, quan điểm quản trị công ty (corporate governance) tiên đoán rằng chi phí giao dịch thấp, được thể hiện qua tính thanh khoản cao của cổ phiếu, cũng làm cho việc sở hữu hoặc bán tháo cổ phiếu bởi những nhà đầu tư dài hạn trở nên dễ dàng hơn. Điều này tạo ra một áp lực phải thực hành những nguyên tắc quản trị công ty tốt và làm giảm đi hành vi quản trị thiên cận của những người điều hành doanh nghiệp (Maug, 1998; Edmans, 2009). Không như những nhà đầu tư ngắn hạn, nhà đầu tư dài hạn thường chú trọng đến triển vọng gia tăng giá trị doanh nghiệp. Họ có thể góp phần cải thiện vấn đề quản trị công ty cũng như gia tăng tính minh bạch thông tin của các doanh nghiệp mà họ đang nắm giữ cổ phiếu. Bởi vì lợi ích dài hạn và quyền lợi đáng kể của những nhà đầu tư này trong doanh nghiệp mà họ đang sở hữu cổ phiếu, nhà đầu tư dài hạn có động lực và điều kiện để theo dõi và giám sát, thậm chí can thiệp vào ban điều hành và hoạt động của công ty (Shleifer & Vishny, 1986; Kahn & Winton, 1998; Maug, 1998; Norli & cộng sự, 2015). Ngoài ra, thanh khoản cao của cổ phiếu cũng cho phép các nhà đầu tư dài hạn có thể dễ dàng thực hiện “đe dọa rút vốn” bằng cách bán tháo cổ phiếu của doanh nghiệp khi nhận thấy những người điều hành doanh nghiệp không vì lợi ích dài hạn của cổ đông (Admati & Pfleiderer, 2009; Edmans, 2009; Edmans & Manso, 2011; Bharath & cộng sự, 2013), do vậy tạo sức ép cho việc cải thiện chất lượng quản trị công ty trong doanh nghiệp và

hạn chế những quyết định quản trị thiên cận. Ủng hộ quan điểm này, một số nghiên cứu đã tìm thấy minh chứng về mối quan hệ nghịch chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và hành vi thiên cận của những nhà quản trị doanh nghiệp. Chen & cộng sự (2015) tìm thấy rằng doanh nghiệp với thanh khoản cổ phiếu tốt ít thực hiện hành vi quản trị lợi nhuận. Các tác giả này cũng thấy rằng “đe dọa rút vốn” từ những cổ đông lớn là cơ chế quản trị chính yếu qua đó thanh khoản cổ phiếu góp phần làm giảm đi hành vi quản trị thiên cận của những người điều hành doanh nghiệp. Dou & cộng sự (2018) thấy rằng khi “đe dọa rút vốn” trở nên dễ dàng được thực hiện do cổ phiếu có tính thanh khoản cao, các cổ đông lớn sẽ có vai trò tích cực hơn trong việc ngăn cản hành vi thao túng các báo cáo tài chính và mức độ quản trị lợi nhuận của những người điều hành doanh nghiệp.

Dựa vào hai quan điểm và những kết quả thực nghiệm trái ngược nhau như trên, tác động thật sự của thanh khoản cổ phiếu lên hành vi quản trị thiên cận sẽ phụ thuộc vào ảnh hưởng nào chi phối mạnh hơn: ảnh hưởng thiên cận hay ảnh hưởng quản trị công ty, cũng như đặc điểm của môi trường ở đó doanh nghiệp hoạt động. Đây là một vấn đề cần nghiên cứu thực nghiệm. Cho đến nay, có khá ít nghiên cứu về vấn đề này được thực hiện trên thế giới, và chưa có một nghiên cứu nào về mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và hành vi quản trị thiên cận được ghi nhận thực hiện tại Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm dữ liệu kế toán trên các báo cáo tài chính và dữ liệu giá cổ phiếu của các doanh nghiệp. Dữ liệu được cung cấp bởi FiinGroup, một công ty chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính của các doanh nghiệp ở Việt Nam.³ Mẫu nghiên cứu bao gồm các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội trong khoảng thời gian 2007-2017. Mẫu không bao gồm các định chế tài chính (ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty tài chính, quỹ đầu tư...) do đặc thù kinh doanh, đặc điểm tài chính và yêu cầu về mặt quản lý đối với các định chế tài chính là khác biệt so với các ngành khác.

3.2. Đo lường các biến

Hành vi quản trị thiên cận

Tương tự như nghiên cứu của Chen & cộng sự (2015), Huang & cộng sự (2017), tác giả sử dụng

biến đo lường mức độ quản trị lợi nhuận (earnings management) như là một thước đo hành vi quản trị thiên cận của doanh nghiệp. Schipper (1989) định nghĩa quản trị lợi nhuận là sự can thiệp có chủ đích của những người điều hành doanh nghiệp thông qua việc sử dụng những thủ thuật kế toán trong quá trình lập các báo cáo tài chính nhằm đạt được mức lợi nhuận công bố như mong muốn của họ.⁴ Hành vi quản trị lợi nhuận thường xuất phát từ động cơ của những người điều hành doanh nghiệp nhằm tác động đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn để tránh những ảnh hưởng bất lợi đến thù lao của chính người điều hành cũng như đảm bảo an toàn cho vị trí công việc của họ (Dichev & cộng sự, 2013).

Để đo lường mức độ quản trị lợi nhuận của một doanh nghiệp trong mỗi năm, tác giả sử dụng mô hình định lượng dồn tích (accruals) của Dechow & cộng sự (1995) để ước lượng biến dồn tích được điều chỉnh (discretionary accruals) như sau.⁵

$$ACCR_{i,t}/AT_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/AT_{i,t-1}) + \alpha_2((\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/AT_{i,t-1}) + \alpha_3(PPE_{i,t}/AT_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó, $ACCR_{i,t}$ là biến dồn tích (accruals) trong năm t của doanh nghiệp i . Trong nghiên cứu này, biến dồn tích $ACCR$ được đo lường theo 2 thước đo: (1) Tổng dồn tích (total accruals), được xác định bằng chênh lệch giữa phần lợi nhuận sau thuế và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong năm, và (2) Dồn tích ngắn hạn (current accruals), được xác định bằng chênh lệch tài sản ngắn hạn (loại bỏ khoản mục tiền và tương đương tiền) giữa năm t và năm $t-1$ trừ cho chênh lệch nợ ngắn hạn giữa năm t và năm $t-1$; $AT_{i,t-1}$ là giá trị sổ sách tổng tài sản cuối năm $t-1$ của doanh nghiệp i ; $\Delta REV_{i,t}$ là chênh lệch doanh thu thuần giữa năm t và năm $t-1$; $\Delta REC_{i,t}$ là chênh lệch khoản phải thu thuần giữa năm t và năm $t-1$; $PPE_{i,t}$ là nguyên giá ở thời điểm cuối năm t của tài sản cố định hữu hình, tài sản cố định thuê tài chính và bất động sản đầu tư.⁶ Tác giả ước lượng hồi quy OLS mô hình (1) cho mỗi năm với từng nhóm ngành. Phần dư ngẫu nhiên ($\varepsilon_{i,t}$) là biến dồn tích được điều chỉnh (discretionary accruals), phản ánh hành động quản trị lợi nhuận. Giá trị tuyệt đối của $\varepsilon_{i,t}$ (được ký hiệu trong các mô hình hồi quy như DTA cho tổng dồn tích được điều chỉnh – discretionary total accruals, hoặc DCA cho dồn tích ngắn hạn được điều chỉnh - discretionary current accruals) càng lớn cho thấy những người điều hành doanh nghiệp càng có xu hướng thao túng lợi nhuận bằng cách sử dụng những thủ thuật kế toán.⁷

Thanh khoản cổ phiếu

Thanh khoản cổ phiếu là một biến không thể quan sát trực tiếp mà phải được ước lượng. Trong nghiên cứu này, tác giả ước lượng thanh khoản cổ phiếu dựa trên đo lường tác động giá được phát triển bởi Amihud (2002).⁸ Cụ thể, thanh khoản cổ phiếu i vào ngày d được đo lường như sau:

$$Liq_{i,d} = \frac{|R_{i,d}|}{V_{i,d}} \quad (2)$$

Trong đó, $Liq_{i,d}$ là thanh khoản cổ phiếu i vào ngày d ; $|R_{i,d}|$ là giá trị tuyệt đối của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu i vào ngày d ; $V_{i,d}$ là giá trị giao dịch cổ phiếu i vào ngày d . Thanh khoản cổ phiếu i trong năm t được đo lường bằng giá trị trung bình của thanh khoản hàng ngày của cổ phiếu đó trong năm t .

Một cổ phiếu với giá trị Liq cao thể hiện rằng giá cổ phiếu thay đổi đáng kể dù chỉ với một giá trị giao dịch nhỏ, đó là, tác động giá lớn. Do vậy, cổ phiếu đang ở trong tình trạng thanh khoản thấp. Tương tự như nghiên cứu của Karolyi & cộng sự (2012), tác giả biến đổi logarit tự nhiên biến thanh khoản (được ký hiệu $LIQUID$ trong các mô hình hồi quy) để giảm bớt ảnh hưởng của quan sát ngoại lai (*outliers*) trong các mô hình hồi quy.

Biến kiểm soát

Để loại bỏ khả năng tác động chi phối của những biến đặc thù doanh nghiệp đến quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và hành vi quản trị thiên cận, tác giả kiểm soát trong mô hình hồi quy những biến đặc thù doanh nghiệp nhằm tách rời ảnh hưởng rỗng của biến thanh khoản cổ phiếu lên hành vi quản trị thiên cận. Các biến kiểm soát đặc thù doanh nghiệp được xác định dựa trên các nghiên cứu trước (ví dụ: Chen & cộng sự, 2015; Huang & cộng sự, 2017), bao gồm: Quy mô công ty (MV), được xác định bằng logarit tự nhiên của giá trị vốn hóa thị trường của doanh nghiệp, trong đó, giá trị vốn hóa thị trường được tính bằng giá thị trường của toàn bộ số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành của doanh nghiệp vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính; Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu (MB), được xác định bằng logarit tự nhiên của tỷ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu doanh nghiệp vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính; Đòn bẩy (LEV), được xác định bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính; Tỷ suất sinh lợi năm của cổ phiếu (RET), được xác định bằng chênh lệch

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số	Giá trị	Độ lệch	Phân vị	Phân vị	Giá trị	Phân vị	Phân vị
	quan sát	trung bình	chuẩn	90%	75%	trung vị	25%	10%
<i>DTA</i>	2.825	0,179	0,482	0,313	0,167	0,090	0,039	0,015
<i>DCA</i>	2.825	0,149	0,305	0,295	0,163	0,083	0,036	0,013
<i>LIQUID</i>	2.825	-2,245	2,967	1,071	0,109	-1,523	-4,513	-6,767
<i>MV</i>	2.825	-1,833	1,530	0,097	-0,949	-1,916	-2,794	-3,741
<i>MB</i>	2.825	-0,182	0,732	0,733	0,296	-0,153	-0,672	-1,128
<i>LEV</i>	2.825	0,484	0,223	0,775	0,660	0,503	0,301	0,171
<i>RET</i>	2.825	-0,008	0,463	0,563	0,280	-0,010	-0,307	-0,636
<i>STD</i>	2.825	0,140	0,074	0,232	0,177	0,124	0,087	0,064
<i>OCF</i>	2.825	0,098	0,095	0,209	0,139	0,085	0,040	0,014
<i>SALEGR</i>	2.825	0,380	5,747	0,565	0,258	0,089	-0,065	-0,296

Nguồn: Tính toán của tác giả.

giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm đang được tính so với giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước chia cho giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước; Tính bất ổn định của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (*STD*), được xác định bằng độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi tuần của cổ phiếu trong năm đang được tính; Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong năm chia cho tổng tài sản của doanh nghiệp vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính (*OCF*); và Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (*SALEGR*), được xác định bằng chênh lệch doanh thu thuần giữa năm được tính so với năm trước chia cho doanh thu thuần của năm trước.

Tác giả loại bỏ khỏi mẫu những quan sát không có đầy đủ dữ liệu của các biến cho phân tích hồi quy. Ngoài ra, để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi (*outliers*), các quan sát ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến cũng bị loại bỏ.

3.3. Mô hình phân tích

Tác giả thực hiện phân tích ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu lên hành vi quản trị thiên cận dựa trên mô hình hồi quy với dữ liệu bảng như sau:

$$(DTA_{i,t}) \text{ hoặc } (DCA_{i,t}) = \alpha + \beta LIQUID_{i,t-1} + \sum \gamma_j CONTROLS_{i,t-1}^j + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó, DTA_i là biến tổng dồn tích được điều chỉnh (discretionary total accruals) của doanh nghiệp i , và DCA_i là biến dồn tích ngắn hạn được điều chỉnh (discretionary current accruals) của doanh nghiệp i (được trình bày ở mục (i)); $LIQUID_i$

là biến đo lường thanh khoản cổ phiếu i được định nghĩa ở mục (ii); $CONTROLS_i$ là các biến kiểm soát đặc thù doanh nghiệp i được trình bày ở mục (iii). Mô hình (3) cũng bao gồm hiệu ứng cố định ngành (θ_n) và hiệu ứng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và năm đối với quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và hành vi quản trị thiên cận. Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình (3) với giá trị trễ nhằm hạn chế ảnh hưởng theo chiều ngược lại (reverse causality) từ hành vi quản trị thiên cận. Sai số chuẩn robust được sử dụng để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và được ước lượng theo cụm mỗi doanh nghiệp (*firm-level clustering*) để giải quyết vấn đề tự tương quan khi tính giá trị thống kê t (Petersen, 2009).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả giá trị tuyệt đối của các biến dồn tích điều chỉnh được sử dụng như là thước đo của hành vi quản trị thiên cận (*DTA* và *DCA*), thanh khoản cổ phiếu (*LIQUID*) và các biến kiểm soát. Mức độ điều chỉnh lợi nhuận trung bình của các doanh nghiệp trong khoảng thời gian mẫu là 17,9% trên tổng giá trị tài sản khi được đo lường theo tổng dồn tích được điều chỉnh, và 14,9% trên tổng giá trị tài sản khi được đo lường theo dồn tích ngắn hạn được điều chỉnh, cho thấy các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thực hiện hành vi điều chỉnh lợi nhuận bằng cách sử dụng những thủ thuật kế toán. Thanh khoản cổ phiếu trung bình trên thị trường chứng khoán Việt Nam là -2,245, phản ánh tính thanh khoản tương đối thấp của thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả này

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

Biến	<i>DTA</i>	<i>DCA</i>	<i>LIQUID</i>	<i>MV</i>	<i>MB</i>	<i>LEV</i>	<i>RET</i>	<i>STD</i>	<i>OCF</i>	<i>SALEGR</i>
<i>DTA</i>	1,000									
<i>DCA</i>	0,875	1,000								
<i>LIQUID</i>	-0,015	-0,039	1,000							
<i>MV</i>	-0,102	-0,092	-0,457	1,000						
<i>MB</i>	-0,037	-0,030	0,007	0,557	1,000					
<i>LEV</i>	-0,004	-0,051	0,081	-0,134	-0,146	1,000				
<i>RET</i>	0,098	0,082	0,059	0,009	0,119	-0,020	1,000			
<i>STD</i>	0,073	0,077	-0,070	-0,171	-0,154	0,093	0,148	1,000		
<i>OCF</i>	0,091	0,068	-0,139	0,232	0,361	-0,335	0,155	-0,061	1,000	
<i>SALEGR</i>	-0,003	0,107	0,000	-0,005	0,012	-0,015	-0,001	0,003	-0,042	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả.

phù hợp với phát hiện về thanh khoản ở thị trường đang phát triển trong một số nghiên cứu trước đây (ví dụ: Ng & cộng sự, 2016; Dang & cộng sự, 2018).

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan Pearson giữa các biến được sử dụng trong phân tích hồi quy. Nhìn chung, tương quan giữa các biến độc lập là thấp, và do vậy loại bỏ khả năng xảy ra đa cộng tuyến trong các phân tích hồi quy.⁹

4.2. Kết quả thực nghiệm

Cột (1)-(3) của Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy của mô hình (3) cho biến tổng dồn tích được điều chỉnh (*DTA*) và cột (4)-(6) trình bày kết quả ước lượng hồi quy cho biến dồn tích ngắn hạn được điều chỉnh (*DCA*). Trong cột (1) và cột (4) của bảng, tác giả thực hiện hồi quy OLS thông thường. Mô hình hồi quy bao gồm biến thanh khoản cổ phiếu (*LIQUID*), các biến kiểm soát đặc thù doanh nghiệp, hiệu ứng cố định ngành và năm. Kết quả cho thấy thanh khoản cổ phiếu có quan hệ thuận chiều với hành vi quản trị thiên cận. Cụ thể, ước lượng hệ số của biến thanh khoản ở cột (1) và cột (4) tương ứng là -0,016 ($t\text{-stat}=-4,11$) và -0,012 ($t\text{-stat}=-4,73$) với mức ý nghĩa 1%, thể hiện rằng thanh khoản cổ phiếu càng cao (tương ứng với giá trị biến *LIQUID* càng thấp) thì hành vi quản trị thiên cận của doanh nghiệp càng nhiều. Kết quả này ủng hộ cho tác động chi phối của ảnh hưởng thiên cận rằng thanh khoản cổ phiếu có thể tạo ra áp lực ngắn hạn và thúc đẩy những hành vi quản trị thiên cận ở những người điều hành doanh nghiệp.

Ở cột (2) và cột (5) của Bảng 3, tác giả kiểm soát thêm hiệu ứng cố định doanh nghiệp (*F*). Việc kiểm soát này cho phép giải quyết khả năng rằng một nhân tố nào đó thuộc đặc thù doanh nghiệp không thay đổi (hoặc ít thay đổi) theo thời gian nhưng không thể

quan sát và có tác động chi phối đến quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và hành vi quản trị thiên cận. Ngoài ra, mẫu nghiên cứu của tác giả bao gồm các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội. Sự khác nhau về quy mô, điều kiện niêm yết, yêu cầu công bố và cấu trúc vi mô thị trường của mỗi Sở Giao dịch cũng có thể ảnh hưởng chi phối đến quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và hành vi quản trị thiên cận. Để giải quyết vấn đề này, tác giả kiểm soát thêm trong mô hình hồi quy hiệu ứng niêm yết (*L*). Kết quả này được trình bày ở cột (3) và cột (6) của Bảng 3. Kết quả từ những phân tích ở cột (2) và (5), cột (3) và (6) cho thấy thanh khoản cổ phiếu vẫn tác động thuận chiều đến hành vi quản trị thiên cận, đó là, giá trị ước lượng hệ số của biến *LIQUID* vẫn âm và ý nghĩa thống kê.

Kết quả phân tích ở Bảng 3 cho thấy hành vi quản trị thiên cận có tương quan thuận với thanh khoản cổ phiếu sau khi đã kiểm soát những biến đặc thù doanh nghiệp, các hiệu ứng ngành, hiệu ứng năm, hiệu ứng cố định doanh nghiệp và hiệu ứng niêm yết có thể tác động chi phối đến quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và hành vi quản trị thiên cận. Tuy nhiên, vấn đề nội sinh (endogeneity) bắt nguồn từ khả năng tác động theo chiều ngược lại (reverse causality) từ hành vi quản trị thiên cận đến thanh khoản cổ phiếu có thể ảnh hưởng đến độ tin cậy của kết quả. Mặc dù sử dụng giá trị trễ của biến thanh khoản cổ phiếu trong các mô hình hồi quy ở Bảng 3 cho phép hạn chế vấn đề nội sinh này, tác động theo chiều ngược lại vẫn có thể xảy ra nếu như hành vi quản trị thiên cận có xu hướng kéo dài theo thời gian, đó là, tự tương quan cao của biến *DTA* và *DCA*. Để giải quyết vấn đề này, tác giả kiểm soát thêm giá trị trễ của biến *DTA* và *DCA* trong các mô hình hồi quy tương

Bảng 3: Thanh khoản và hành vi quản trị thiên cận

Biến	<i>Tổng dồn tích được điều chỉnh (DTA)</i>			<i>Dồn tích ngắn hạn được điều chỉnh (DCA)</i>		
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)	Mô hình (5)	Mô hình (6)
<i>LIQUID</i>	-0,016*** (-4,11)	-0,026*** (-3,47)	-0,015*** (-3,87)	-0,012*** (-4,73)	-0,016*** (-3,26)	-0,011*** (-4,42)
<i>MV</i>	-0,066*** (-4,33)	-0,055 (-1,12)	-0,064*** (-3,90)	-0,045*** (-4,68)	-0,060* (-1,85)	-0,043*** (-4,07)
<i>MB</i>	0,052*** (2,90)	0,078 (1,43)	0,050*** (2,72)	0,042*** (3,59)	0,089** (2,56)	0,040*** (3,36)
<i>LEV</i>	-0,058 (-1,49)	0,124 (0,79)	-0,060 (-1,53)	-0,101*** (-3,33)	-0,008 (-0,08)	-0,103*** (-3,33)
<i>RET</i>	-0,010 (-0,45)	-0,030 (-0,90)	-0,010 (-0,44)	-0,004 (-0,24)	-0,013 (-0,63)	-0,003 (-0,23)
<i>STD</i>	-0,354*** (-2,89)	-0,559*** (-2,76)	-0,357*** (-2,92)	-0,178** (-2,23)	-0,300** (-2,31)	-0,180** (-2,25)
<i>OCF</i>	0,265 (1,59)	0,832** (2,11)	0,263 (1,57)	0,086 (0,80)	0,486** (1,99)	0,084 (0,78)
<i>SALEGR</i>	0,000 (0,31)	-0,000 (-0,50)	0,000 (0,32)	0,006 (0,95)	0,007 (0,80)	0,006 (0,96)
Kiểm soát hiệu ứng	IY	FY	IYL	IY	FY	IYL
Số quan sát	2.825	2.825	2.825	2.825	2.825	2.825
Adj. R ²	16,7%	8,4%	16,7%	14,4%	10,2%	14,4%

Nguồn: Tính toán của tác giả

*Ghi chú: I: Hiệu ứng ngành; Y: Hiệu ứng năm; F: Hiệu ứng cố định doanh nghiệp; L: Hiệu ứng niêm yết; *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5%, và 1%.*

ứng và ước lượng các mô hình này bằng cách sử dụng ước lượng System-GMM được áp dụng cho mô hình dữ liệu bảng động. Kết quả này được trình bày ở Bảng 4. Kết quả cho thấy giá trị ước lượng hệ số của biến đo lường thanh khoản cổ phiếu vẫn âm và ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Cụ thể, ước lượng hệ số của biến *LIQUID* là -0,024 (t -stat=-3,52) tương ứng cho biến *DTA* (cột (1)), và -0,017 (t -stat=-3,54) tương ứng cho biến *DCA* (cột (2)).

Kết quả từ các phân tích trên có thể được diễn giải như là một minh chứng tin cậy ủng hộ cho tác động chi phối của quan điểm rằng thanh khoản cổ phiếu cao góp phần thúc đẩy hành vi quản trị thiên cận của những người điều hành doanh nghiệp.

5. Kết luận và hàm ý

5.1. Kết luận

Thanh khoản cổ phiếu góp phần thúc đẩy hay hạn chế hành vi quản trị thiên cận của những người điều hành doanh nghiệp là một chủ đề thu hút sự quan tâm của những người nghiên cứu học thuật cũng như những cơ quan hoạch định chính sách. Trong bài này, tác giả nghiên cứu ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu đến hành vi quản trị thiên cận. Sử

dụng thước đo quản trị lợi nhuận để đo lường hành vi quản trị thiên cận và dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007-2017, kết quả cho thấy thanh khoản cổ phiếu có quan hệ thuận chiều với hành vi quản trị thiên cận. Kết quả này ủng hộ cho tác động chi phối của ảnh hưởng thiên cận rằng cổ phiếu với thanh khoản cao thu hút những nhà đầu tư ngắn hạn và do vậy, buộc những người điều hành doanh nghiệp chú trọng vào những kết quả mang tính ngắn hạn. Áp lực phải tập trung vào lợi nhuận ngắn hạn làm cho những người điều hành doanh nghiệp có xu hướng thực hiện hành vi quản trị lợi nhuận nhằm che đậy những kết quả kinh doanh bất lợi và làm đẹp những con số lợi nhuận được công bố (hành vi quản trị thiên cận).

5.2. Hàm ý nghiên cứu

Áp lực phải tập trung vào những kết quả ngắn hạn có thể làm cho những người điều hành doanh nghiệp thực hiện các quyết định quản trị thiên cận thay vì chú trọng đến triển vọng gia tăng giá trị doanh nghiệp, do vậy làm cho công ty trở nên kém minh bạch và quản trị công ty trở nên yếu đi. Hệ quả của

Bảng 4: Thanh khoản và hành vi quản trị thiếu cận (vấn đề nội sinh)

Biến	DTA	DCA
	Mô hình (1)	Mô hình (2)
<i>LIQUID</i>	-0,024*** (-3,52)	-0,017*** (-3,54)
<i>MV</i>	-0,060*** (-3,81)	-0,051*** (-4,60)
<i>MB</i>	0,054*** (2,70)	0,058*** (4,03)
<i>LEV</i>	-0,034 (-0,84)	-0,072** (-2,44)
<i>RET</i>	-0,021 (-0,87)	-0,007 (-0,41)
<i>STD</i>	-0,276 (-1,55)	-0,331*** (-2,62)
<i>OCF</i>	0,200 (1,06)	0,088 (0,73)
<i>SALEGR</i>	0,001 (0,71)	0,015* (1,78)
<i>Lag-MMB</i>	-0,001 (-0,09)	0,034*** (3,07)
Kiểm soát hiệu ứng	IY	IY
Số quan sát	2.392	2.392
Kiểm định AR(1) (p-value)	0,014	0,005
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,942	0,958
Kiểm định Hansen (p-value)	0,319	0,684

Nguồn: Tính toán của tác giả

*Ghi chú: I: Hiệu ứng ngành; Y: Hiệu ứng năm; *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5%, và 1%. Lag-MMB ký hiệu cho giá trị trễ của biến đo lường hành vi quản trị thiếu cận, được thay bằng Lag-DTA ở cột (1) hoặc Lag-DCA ở cột (2).*

hành vi quản trị thiếu cận là sự suy yếu trong khả năng cạnh tranh và làm xói mòn giá trị dài hạn của chính doanh nghiệp, gia tăng rủi ro hệ thống và tác động tiêu cực đến tiềm năng phát triển dài hạn của nền kinh tế (Laverty, 1996; Marginson & McAulay, 2008). Trong ngữ cảnh của thị trường chứng khoán Việt Nam, kết quả từ bài nghiên cứu này cho thấy thanh khoản cổ phiếu là một nhân tố góp phần gia tăng hành vi quản trị thiếu cận. Tuy nhiên, như được phân tích với hai quan điểm ở phần đầu của bài nghiên cứu, thanh khoản cổ phiếu chính nó không phải là một nguyên nhân của hành vi quản trị thiếu cận. Các nghiên cứu đã chứng minh rằng thanh khoản cổ phiếu là một khía cạnh quan trọng có ảnh hưởng đến việc thực hiện chức năng của thị trường chứng khoán. Một thị trường có thanh khoản tốt sẽ giảm đáng kể chi phí giao dịch và thúc đẩy hoạt động giao dịch, đặc biệt là giao dịch dựa trên thông

tin, do vậy cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu (Dow & Gorton, 1997; Subrahmanyam & Titman, 2001). Thêm vào đó, một thị trường thanh khoản tốt có thể tạo sức ép cho việc thực hành các nguyên tắc quản trị công ty trong các doanh nghiệp (Edmans & Manso, 2011). Ảnh hưởng bất lợi của thanh khoản cổ phiếu được ghi nhận trong bài nghiên cứu này, đó là gia tăng hành vi quản trị thiếu cận, dường như xuất phát từ đặc điểm của cơ cấu nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam: phần lớn là nhà đầu tư ngắn hạn chi phối chủ yếu thị trường và thiếu vắng những nhà đầu tư dài hạn.

Nếu việc thiếu vắng những nhà đầu tư dài hạn (thường là nhà đầu tư tổ chức) là nguyên nhân đưa đến ảnh hưởng bất lợi của thanh khoản cổ phiếu thì đây là một vấn đề cần sự quan tâm đúng mức. Các cơ quan hoạch định chính sách và quản lý thị trường cần có những chính sách phù hợp để khuyến

khích những nhà đầu tư tổ chức tích cực và chủ động tham gia thị trường, ví dụ, tạo thuận lợi cho việc thành lập các quỹ đầu tư chuyên nghiệp, áp dụng các ưu đãi về thuế trên cổ tức v.v..., bên cạnh việc tiếp tục hoàn thiện môi trường thể chế và cải thiện môi trường thông tin để đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư và doanh nghiệp. Việc phát triển nhà đầu tư tổ chức không chỉ giúp gia tăng hiệu quả thị trường

mà còn góp phần cải thiện chất lượng quản trị công ty trong các công ty đại chúng, thúc đẩy việc tuân thủ các nguyên tắc quản trị công ty và sự phát triển bền vững của doanh nghiệp, và ở bình diện lớn hơn là của nền kinh tế. Ngoài ra, một thị trường chứng khoán dựa trên nền tảng vững chắc là các nhà đầu tư tổ chức còn giúp giảm đi sự bất ổn của thị trường, đặc biệt khi thị trường phải hứng chịu những cú sốc.

Ghi chú:

1. PwC (2018). 'Đưa hành vi gian lận ra ánh sáng - Khảo sát tội phạm kinh tế và gian lận toàn cầu 2018: Góc nhìn Việt Nam'. <https://www.pwc.com/vn/vn/publications/vietnam-publications/economic-crime-fraud-survey-2018.html>
2. Do khó khăn trong việc tiếp cận dữ liệu, tác giả không thu thập được dữ liệu của nhà đầu tư tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, dựa trên số liệu từ báo cáo tổng kết thường niên của các Sở Giao dịch chứng khoán, có thể nhận định rằng sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam còn khá khiêm tốn.
3. <http://fiingroup.vn/>
4. Có một số định nghĩa khác nhau về quản trị lợi nhuận, ví dụ định nghĩa của Watts & Zimmerman (1990), Dechow & cộng sự (1996), Healy & Wahlen (1999). Tuy nhiên, sự khác nhau chỉ là trong cách diễn đạt. Các định nghĩa đó đều mang nội hàm tương tự như định nghĩa được trình bày trong bài nghiên cứu này.
5. Mô hình của Dechow & cộng sự (1995) còn được gọi là mô hình điều chỉnh của mô hình Jones (1991).
6. Do giới hạn số từ của bài báo và cũng nằm ngoài phạm vi nghiên cứu, tác giả không phân tích chi tiết mô hình của Dechow & cộng sự (1995) trong bài nghiên cứu này.
7. Tác giả cảm ơn sự gợi ý của người phản biện về việc sử dụng thêm thước đo dồn tích ngắn hạn được điều chỉnh (discretionary current accruals) để khẳng định kết quả nghiên cứu.
8. Các nghiên cứu trước đây đề xuất một vài biến có thể được sử dụng để đo lường thanh khoản cổ phiếu. Tuy nhiên, không có một thước đo nào phản ánh thật sự đầy đủ các khía cạnh của thanh khoản cổ phiếu. Nghiên cứu của Goyenko & cộng sự (2009) cho thấy thước đo thanh khoản Amihud (2002) phản ánh khá tốt thanh khoản cổ phiếu so với các thước đo khác.
9. Đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng nếu hệ số tương quan giữa hai biến độc lập nhỏ hơn 0,8 (Gujarati, 2003).

Tài liệu tham khảo

- Admati, A.R. & Pfleiderer, P. (2009), 'The "wall street walk" and shareholder activism: exit as a form of voice', *Review of Financial Studies*, 22(7), 2645-2485.
- Amihud, Y. (2002), 'Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects', *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- Amihud, Y., Mendelson, H. & Pedersen, L.H. (2005), 'Liquidity and asset prices', *Foundations and Trends in Finance*, 1, 269-364.
- Bharath, T., Jayaraman, S. & Nagar, V. (2013), 'Exit as governance: An empirical analysis', *Journal of Finance*, 68(6), 2515-2547.
- Bhude, A. (1993), 'The hidden costs of stock market liquidity', *Journal of Financial Economics*, 34(1), 31-51
- Bushee, B. (1998), 'The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior', *Accounting Review*, 73(3), 305-333.
- Burns, N., Kedia, S. & Lipson, M. (2010), 'Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting', *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 443-455.
- Chen, Y., Rhee, S.G., Veeraraghavan, M. & Zolotoy, L. (2015), 'Stock liquidity and managerial short-termism', *Journal of Banking & Finance*, 60, 44-59.
- Coffee, J.C. (1991), 'Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor', *Columbia Law Review*, 91(6), 1277-1368.
- Dallas, L.L. (2012), 'Short-termism, the financial crisis and corporate governance', *Journal of Corporation Law*, 37, 265-363.

- Dang, T. L., Nguyen, T. H., Tran, N. T. A. & Vo, T. T. A. (2018), 'Institutional ownership and stock liquidity: International evidence', *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 47(1), 21-53.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. (1995), 'Detecting earnings management', *Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. (1996), 'Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC', *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- Dichev, I.D., Graham, J.R., Harvey, C.R. & Rajgopal, S. (2013), 'Earnings quality: Evidence from the field', *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 1-33.
- Dou, Y., Hope, O.-K., Thomas, W.B. & Zou, Y. (2018), 'Blockholder exit threats and financial reporting quality', *Contemporary Accounting Research*, 35(2), 1004-1028.
- Dow, J. & Gorton, G. (1997), 'Stock market efficiency and economic efficiency: Is there a connection?', *Journal of Finance*, 52(3), 1087-1129.
- Edmans, A. (2009), 'Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia'. *Journal of Finance*, 64(6), 2481-2513.
- Edmans, A. & Manso, G. (2011), 'Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders', *Review of Financial Studies*, 24(7), 2395-2428.
- Erkens, D.H., Hung, M. & Matos, P. (2012), 'Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide', *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 389-411.
- Fang, V.W., Tian, X. & Tice, S. (2014), 'Does stock liquidity enhance or impede firm innovation?' *Journal of Finance*, 69(5), 2085-2125.
- Goyenko, R., Holden, C.W. & Trzcinka, C.A. (2009), 'Do liquidity measures measure liquidity?', *Journal of Financial Economics*, 92(2), 153-181.
- Gujarati, D.N. (2003), *Basic Econometrics*, 4th Ed., McGRAW-HILL.
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999), 'A review of the earnings management literature and its implications for standard setting', *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Huang, K., Lao, B. & McPhee, G. (2017), 'Does stock liquidity affect accrual-based earnings management?', *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(3), 417-447.
- Jones, J.J. (1991), 'Earnings management during import relief investigations', *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kahn, C. & Winton, A. (1998), 'Ownership structure, speculation, and shareholder intervention', *Journal of Finance*, 53(1), 99-129.
- Karolyi, G.A., Lee, K.-H. & van Dijk, M.A. (2012), 'Understanding commonality in liquidity around the world', *Journal of Financial Economics*, 105(1), 82-112.
- Laverty, K. J. (1996), 'Economic "short-termism": The debate, the unresolved issues, and the implications for management practice and research', *Academy of Management Review*, 21(3), 825-860.
- Marginson, D. & McAulay L. (2008), 'Exploring the debate on short-termism: a theoretical and empirical analysis', *Strategic Management Journal*, 29(3): 273-292.
- Matsumoto, D. (2002), 'Management's incentives to avoid negative earnings surprises', *Accounting Review*, 77(3), 483-514.
- Maug, E. (1998), 'Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?', *Journal of Finance*, 53(1), 65-98.
- Ng, L., Wu, F., Yu, J. & Zhang, B. (2016), 'Foreign investor heterogeneity and stock liquidity around the world', *Review of Finance*, 20(5), 1867-1910.
- Norli, O., Ostergaard, C. & Schindele, I. (2015), 'Liquidity and shareholder activism', *Review of Financial Studies*, 28(2), 486-520.
- Petersen, M.A. (2009), 'Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches', *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480.
- Porter, M.E. (1992), 'Capital disadvantage: America's failing capital investment system', *Harvard Business Review*, 70(5), 65-82.
- Schipper, K. (1989), 'Commentary on earnings management', *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1986), 'Large shareholders and corporate control', *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Stein, J. (1989), 'Efficient capital market, inefficient firms: A model of myopic corporate behaviour', *Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655-669.
- Subrahmanyam, A. & Titman, S. (2001), 'Feedback from stock prices to cash flows', *Journal of Finance*, 56(6), 2389-2413.
- Watts R.L. & Zimmerman, J.L. (1990), 'Positive accounting theory: A ten year perspective', *Accounting Review*, 65(1), 131-156.