

ẢNH HƯỞNG CỦA MÔI TRƯỜNG THÔNG TIN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH THANH TOÁN CỔ TỨC: GÓC NHÌN TỪ CÔNG BỐ LỢI NHUẬN ĐIỀU CHỈNH NON-GAAP

THE IMPACT OF INFORMATION ENVIRONMENT ON DIVIDEND PAYMENT DECISIONS: PERSPECTIVES FROM NON-GAAP EARNINGS DISCLOSURES

Ngày nhận bài: 29/04/2025

Ngày nhận bản sửa: 03/06/2025

Ngày chấp nhận đăng: 04/06/2025

Huỳnh Thị Hồng Hạnh[✉]

TÓM TẮT

Nghiên cứu này xem xét tác động của môi trường thông tin công ty, được đặc trưng bởi mức độ công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP, đối với quyết định thanh toán cổ tức. Dựa trên dữ liệu bảng gồm hơn 54.000 quan sát cấp độ công ty tại Hoa Kỳ giai đoạn 2004-2021, nghiên cứu nhận thấy công ty công bố lợi nhuận Non-GAAP có xu hướng giảm tỷ lệ chi trả cổ tức, giảm xác suất khởi tạo hoặc tăng cổ tức và tăng xác suất cắt giảm cổ tức. Phát hiện này nhất quán với lý thuyết tín hiệu, cho thấy việc công bố lợi nhuận Non-GAAP tái định hình cách thức các công ty truyền tải thông tin đến thị trường, giảm vai trò truyền thống của cổ tức như một công cụ phát tín hiệu về điều kiện tài chính công ty. Nghiên cứu mở rộng hiểu biết về cơ chế tác động của môi trường thông tin phi chuẩn trong quản lý tài chính doanh nghiệp hiện đại.

Từ khóa: Công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP; Lý thuyết tín hiệu; Cổ tức; Đạo luật Sarbanes-Oxley (SOX).

ABSTRACT

This study examines the impact of a corporate's information environment, characterized by the extent of Non-GAAP earnings disclosures, on dividend payment decisions. Based on panel data comprising over 54,000 company-level observations in the United States from 2004-2021, the research finds that firms disclosing Non-GAAP earnings tend to decrease dividend payout ratios, reduce the probability of initiating or increasing dividends, and increase the probability of dividend cuts. This finding is consistent with signaling theory, suggesting that Non-GAAP earnings disclosure reshapes how companies convey information to the market, diminishing the traditional role of dividends as a signaling tool for company financial conditions. The study expands our understanding of how non-standard information environments influence corporate financial management in modern business.

Keywords: Non-GAAP earnings disclosures; Signaling theory; Dividend; Sarbanes-Oxley Act.

1. Đặt vấn đề

Trong nền kinh tế hiện đại, môi trường thông tin doanh nghiệp giữ vai trò then chốt trong việc định hình kỳ vọng thị trường và điều hướng hành vi tài chính. Không chỉ giới hạn ở các số liệu kế toán, môi trường thông tin bao gồm toàn bộ hệ sinh thái báo cáo tài chính, công bố thông tin, phát ngôn lãnh đạo và các tín hiệu phi tài chính (Healy và Palepu, 2001). Chất lượng thông tin, thể hiện qua mức độ đầy đủ, minh bạch, kịp thời và tin

cậy, giúp giảm thiểu bất cân xứng thông tin (Jensen và Meckling, 1976), qua đó hạ thấp chi phí đại diện và chi phí vốn; giảm sự phân tán kỳ vọng giữa nhà đầu tư, gia tăng tính thanh khoản (Verrecchia, 2001); giảm nguy cơ kiện tụng, thiệt hại uy tín và chi phí tuân thủ pháp lý, đặc biệt trong giai đoạn kinh tế

Huỳnh Thị Hồng Hạnh, Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

✉Email: hanh.hh@due.edu.vn

bất ổn (Botosan, 1997) và hạn chế hành vi cơ hội từ ban điều hành, đồng thời củng cố liên kết lợi ích trong cấu trúc quản trị doanh nghiệp (Bushman và Smith, 2001).

Trong quá trình phát triển của thị trường tài chính hiện đại, yêu cầu đối với tính minh bạch, đầy đủ và khả năng giải thích của thông tin tài chính ngày càng gia tăng. Trước thực tế đó, công bố lợi nhuận điều chỉnh ngoài GAAP (Non-GAAP earnings disclosures) đã nổi lên như một trong những công cụ chủ động của doanh nghiệp nhằm tái định hình môi trường thông tin, bổ sung cho các chuẩn mực kế toán chính thức (GAAP).¹ Lợi nhuận điều chỉnh ngoài GAAP (Non-GAAP) đề cập đến các chỉ số lợi nhuận được điều chỉnh bởi doanh nghiệp, bằng cách loại bỏ những yếu tố được xem là bất thường, không lặp lại hoặc không phản ánh chính xác hoạt động cốt lõi ngoài dự kiến (Black và cộng sự, 2018; Chen và cộng sự, 2021). Không bị ràng buộc bởi các quy chuẩn kế toán bắt buộc, các chỉ số Non-GAAP cho phép doanh nghiệp công bố lợi nhuận Non-GAAP bằng cách mở rộng phạm vi môi trường thông tin, cung cấp thêm các góc nhìn bổ sung về hiệu quả hoạt động kinh doanh, từ đó đánh giá đúng hơn năng lực tạo ra dòng tiền và khả năng sinh lời bền vững của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, thay vì đơn thuần dựa vào các chỉ tiêu kế toán truyền thống, nhà đầu tư giờ đây có thể sử dụng các thông tin Non-GAAP như một tín hiệu cập nhật hơn về triển vọng kinh doanh, giảm bớt sự phụ thuộc vào các con số GAAP có thể bị méo mó bởi các nguyên tắc kế toán cứng nhắc. Ngoài ra, việc sử dụng các chỉ số Non-

GAAP cũng làm thay đổi kỳ vọng của thị trường và qua đó ảnh hưởng đến các quyết định tài chính của doanh nghiệp. Khi kỳ vọng của nhà đầu tư trở nên thuận lợi hơn nhờ môi trường thông tin được tái định hình theo hướng tích cực, doanh nghiệp có thể tận dụng điều đó để điều chỉnh chính sách cổ tức, chiến lược huy động vốn hoặc quyết định đầu tư. Brosnan và cộng sự (2024) nhận thấy rằng công bố thông tin Non-GAAP đã trở thành một phần tất yếu của chiến lược truyền thông tài chính của doanh nghiệp, nhất là trong bối cảnh gia tăng áp lực từ nhà đầu tư tổ chức, sự giám sát chặt chẽ hơn từ các cơ quan quản lý và nhu cầu minh bạch từ xã hội. Việc doanh nghiệp chủ động công bố thêm các chỉ tiêu ngoài chuẩn mực cho thấy sự thay đổi căn bản trong tư duy: từ tuân thủ thông tin sang quản trị kỳ vọng thị trường.

Tuy nhiên, bên cạnh các lợi ích về nâng cao tính minh bạch, công bố lợi nhuận Non-GAAP cũng tiềm ẩn những rủi ro nhất định đối với môi trường thông tin. Nếu được sử dụng một cách tùy tiện hoặc nhằm mục đích làm đẹp kết quả kinh doanh, công bố thông tin Non-GAAP có thể dẫn đến việc “làm mờ” bức tranh tài chính thực tế, gây ra hiện tượng thông tin lệch lạc và làm suy giảm lòng tin thị trường (Brown và cộng sự, 2023).

Trong môi trường thông tin hiện đại, nơi các chỉ tiêu tài chính tiêu chuẩn được bổ sung bởi các công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP, sự thay đổi trong cách thức truyền tải thông tin có tiềm năng tác động sâu sắc đến cơ chế ra quyết định tài chính công ty, trong đó có quyết định thanh toán cổ tức. Chính sách thanh toán cổ tức là một trong những quyết định tài chính chiến lược của doanh nghiệp, phản ánh mức độ tin tưởng của ban lãnh đạo vào dòng tiền tương lai cũng như khả năng duy trì mức sinh lời ổn định. Công bố lợi nhuận Non-GAAP có thể làm thay đổi kỳ vọng của nhà đầu tư về năng lực chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Theo Lý thuyết tín hiệu

¹ GAAP là tập hợp các chuẩn mực, nguyên tắc và thủ tục kế toán được sử dụng phổ biến để hướng dẫn cách lập và trình bày báo cáo tài chính, đảm bảo tính nhất quán, minh bạch và so sánh được giữa các doanh nghiệp lớn nhỏ ở Mỹ, giúp nhà đầu tư, ngân hàng, cơ quan thuế,... có thể so sánh và đánh giá doanh nghiệp dễ dàng.

(Signaling Theory) (Spence, 1973), cổ tức là một trong những tín hiệu tài chính mạnh để doanh nghiệp thể hiện chất lượng tài chính và triển vọng tăng trưởng. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp công bố các chỉ tiêu Non-GAAP với mức lợi nhuận điều chỉnh cao hơn so với GAAP, nhà đầu tư có thể kỳ vọng rằng doanh nghiệp có dòng tiền mạnh hơn và do đó sẽ chi trả cổ tức cao hơn hoặc ổn định hơn. Điều này tạo ra áp lực vô hình buộc doanh nghiệp phải điều chỉnh chính sách cổ tức để đáp ứng kỳ vọng mới của thị trường. Ngoài ra, trong những trường hợp công bố Non-GAAP mang tính chọn lọc hoặc mang động cơ quản trị thu nhập, tác động đến chính sách cổ tức có thể theo hướng tiêu cực. Nếu nhà đầu tư nhận ra rằng các chỉ tiêu Non-GAAP được sử dụng nhằm che giấu các vấn đề tiềm ẩn về dòng tiền hoặc khả năng sinh lời, niềm tin vào khả năng duy trì cổ tức sẽ suy giảm. Khi đó, doanh nghiệp có thể phải đối mặt với áp lực gia tăng cổ tức như một cách “trấn an” thị trường, điều này làm gia tăng rủi ro tài chính dài hạn.

Sử dụng bộ dữ liệu bao gồm các doanh nghiệp niêm yết tại Hoa Kỳ trong giai đoạn 2004-2021, nghiên cứu này cho thấy việc công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP có mối liên hệ ngược chiều đáng kể với quyết định thanh toán cổ tức. Cụ thể, các doanh nghiệp thực hiện công bố Non-GAAP thường có xu hướng giảm tỷ lệ chi trả cổ tức so với các doanh nghiệp không thực hiện hình thức công bố này. Mối quan hệ ngược chiều này vẫn duy trì sau khi kiểm soát các đặc điểm doanh nghiệp như quy mô, đòn bẩy tài chính, hiệu quả sinh lời,... Kết quả này cho thấy công bố lợi nhuận Non-GAAP không chỉ tái định hình môi trường thông tin, mà còn ảnh hưởng thực chất đến chiến lược phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp, phản ánh sự điều chỉnh trong kỳ vọng và hành vi tài chính dưới điều kiện thông tin phi chuẩn.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Trong điều kiện thông tin bất cân xứng, lý thuyết tín hiệu đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích hành vi ra quyết định của doanh nghiệp và sự phản ứng của nhà đầu tư. Spence (1973) nhận thấy khi một bên sở hữu nhiều thông tin hơn bên còn lại, các tín hiệu (signals) trở thành công cụ để bên nắm thông tin truyền tải giá trị thật sự của mình. Trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp, các hành động như chi trả cổ tức đã được lý thuyết tín hiệu giải thích như những cơ chế giúp doanh nghiệp phân biệt mình với các đối thủ kém chất lượng hơn. Đặc biệt, chính sách cổ tức từ lâu đã được coi là một trong những tín hiệu tài chính mạnh nhất, do việc duy trì hoặc gia tăng cổ tức thường đòi hỏi doanh nghiệp phải có dòng tiền bền vững và triển vọng lợi nhuận ổn định trong tương lai.

Trong bối cảnh thông tin tài chính ngày càng phong phú và phức tạp, doanh nghiệp chủ động sử dụng các chỉ số Non-GAAP để tái cấu trúc câu chuyện tài chính và định hình kỳ vọng thị trường. Về mặt lý thuyết, khi các chỉ số Non-GAAP được trình bày minh bạch, hợp lý và nhất quán, chúng có thể gia tăng giá trị tín hiệu tích cực, giúp nhà đầu tư đánh giá chính xác hơn dòng tiền tiềm năng và khả năng sinh lời dài hạn (Chen & cộng sự, 2021). Tuy nhiên, một điểm then chốt cần nhấn mạnh là: tín hiệu từ công bố Non-GAAP khác với tín hiệu cổ tức ở chỗ đây là tín hiệu chi phí thấp. Doanh nghiệp không cần thực sự chi ra dòng tiền hoặc thay đổi cơ cấu vốn mà chỉ cần thay đổi cách thức trình bày thông tin tài chính. Điều này tạo ra một rủi ro tiềm ẩn rằng tín hiệu Non-GAAP có thể bị lạm dụng để làm đẹp kết quả kinh doanh, đặc biệt khi động cơ quản trị thu nhập hiện diện. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy phản ứng của nhà đầu tư đối với thông tin Non-GAAP phụ thuộc lớn vào chất lượng và động cơ công bố: các công bố minh bạch, có căn cứ và phù hợp

với kỳ vọng được thị trường đón nhận tích cực, trong khi các công bố thiếu nhất quán hoặc thiên lệch sẽ bị thị trường phản ứng tiêu cực (Frankel và cộng sự, 2011). Hệ quả tất yếu là, công bố Non-GAAP có tiềm năng tái định hình kỳ vọng của nhà đầu tư đối với hiệu quả kinh doanh và chính sách phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp. Khi thông tin Non-GAAP giúp làm sáng tỏ các yếu tố cốt lõi của hoạt động kinh doanh, nhà đầu tư sẽ tin tưởng hơn vào khả năng sinh lời tương lai, từ đó có thể chấp nhận mức cổ tức thấp hơn để doanh nghiệp giữ lại nguồn vốn tái đầu tư. Ngược lại, nếu công bố Non-GAAP bị nghi ngờ là công cụ che giấu các vấn đề tài chính, nhà đầu tư sẽ yêu cầu mức cổ tức cao hơn để bù đắp cho rủi ro thông tin, gây áp lực lớn lên quyết định thanh toán cổ tức của doanh nghiệp.

Do đó, từ góc độ lý thuyết tín hiệu, công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP không chỉ là một hành vi công bố thông tin đơn thuần, mà còn là một công cụ chiến lược trong việc quản lý kỳ vọng thị trường. Tùy thuộc vào cách thức, động cơ và chất lượng công bố, công bố Non-GAAP có thể thay đổi cách thị trường nhận diện giá trị doanh nghiệp, ảnh hưởng trực tiếp đến kỳ vọng dòng tiền, khả năng tài trợ, và hành vi chi trả cổ tức. Chính vì vậy, trong môi trường thông tin phi chuẩn ngày càng phổ biến, phân tích vai trò tín hiệu của công bố Non-GAAP là chìa khóa để hiểu rõ sự thay đổi trong hành vi tài chính của doanh nghiệp, đặc biệt trong quyết định thanh toán cổ tức.

Dựa trên cơ sở lý thuyết tín hiệu, nghiên cứu này đề xuất rằng công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP tác động đến cách thức doanh nghiệp thiết kế chính sách phân phối lợi nhuận cho cổ đông. Khi công bố Non-GAAP được thị trường tiếp nhận như một tín hiệu về hiệu quả kinh doanh cốt lõi, doanh nghiệp có thể giảm bớt sự phụ thuộc vào cổ tức như một công cụ tín hiệu tài chính truyền

thống. Ngược lại, trong trường hợp công bố Non-GAAP làm gia tăng sự nghi ngờ về tính minh bạch, áp lực thị trường sẽ buộc doanh nghiệp duy trì hoặc gia tăng chi trả cổ tức để bù đắp cho rủi ro thông tin.

Theo lập luận này, nghiên cứu đề xuất hai giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H1: *Việc công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP có mối quan hệ ngược chiều với quyết định thanh toán cổ tức của doanh nghiệp.*

Giả thuyết H2: *Việc công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP có mối quan hệ cùng chiều với quyết định thanh toán cổ tức của doanh nghiệp.*

3. Thiết kế nghiên cứu

Nghiên cứu được triển khai dựa trên phương pháp phân tích định lượng với thiết kế dữ liệu bảng, sử dụng mẫu dữ liệu gồm các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ trong giai đoạn từ năm 2004 đến 2021, một khoảng thời gian đủ dài để bao quát nhiều biến động kinh tế lớn, đặc biệt là cải cách quản trị tài chính sau Đạo luật Sarbanes-Oxley năm 2002 nhằm nâng cao tính minh bạch, độ tin cậy và trách nhiệm giải trình của báo cáo tài chính doanh nghiệp.

Nguồn dữ liệu được tổng hợp từ nhiều cơ sở dữ liệu uy tín, đảm bảo tính khách quan và độ chính xác cao. Các chỉ tiêu tài chính và dữ liệu chi trả cổ tức được lấy từ cơ sở dữ liệu Compustat. Thông tin về việc công bố Non-GAAP được thu thập từ Audit Analytics và hệ thống Earnings Call Transcripts. Dữ liệu giá cổ phiếu và giá trị thị trường doanh nghiệp được trích xuất từ CRSP. Để đo lường hành vi chi trả cổ tức, bài nghiên cứu sử dụng bốn thước đo, nhằm đảm bảo tính toàn diện trong đánh giá: (i) tỷ lệ cổ tức trên lợi nhuận ròng (DIVEARN), (ii) tỷ lệ cổ tức trên doanh thu thuần (DIVSALE), (iii) cổ tức trên dòng tiền (DIVCASH), và (iv) biến giả cho biết

doanh nghiệp có thực hiện chi trả cổ tức hay không (DIVDUM). Các chỉ tiêu này lần lượt phản ánh mức độ phân phối lợi nhuận, cường độ chi trả cổ tức so với quy mô hoạt động, khả năng duy trì chính sách cổ tức và quyết định có thực hiện phân phối dòng tiền cho cổ đông hay không. Việc sử dụng nhiều thước đo khác nhau cho cùng một hành vi tài chính giúp nâng cao tính chắc chắn của kết quả phân tích và giảm thiểu rủi ro sai lệch do lựa chọn biến phụ thuộc.

Biến độc lập chính, công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP, được đo lường bằng biến giả (NONGAAP), nhận giá trị 1 nếu trong năm tài chính doanh nghiệp có công bố lợi nhuận Non-GAAP trong các báo cáo Earnings Call, và nhận giá trị bằng 0 nếu không công bố. Nghiên cứu cũng sử dụng một tập hợp các biến kiểm soát nhằm phản ánh chính xác hơn các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Cụ thể, các biến kiểm soát bao gồm: quy mô doanh nghiệp (SIZE, đo bằng logarit tổng tài sản), khả năng sinh lời (ROA, lợi nhuận ròng trên tổng tài sản), biến thiên lợi nhuận ròng (ROVOL, độ lệch chuẩn của ROA trong 12 tháng trước khi công bố), chi tiêu vốn (CAPEX, chi tiêu vốn trên tổng tài sản), tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV, tổng nợ trên tổng tài sản), tỷ lệ nắm giữ tiền mặt (CASH), giá trị thị trường/sổ sách (MB), lợi nhuận giữ lại/tổng tài sản (RETA), mức độ theo dõi của nhà phân tích (ANALYST), sở hữu của nhà đầu tư định chế (IO) và tuổi đời của doanh nghiệp kể từ ngày niêm yết (AGE). Các biến này đã được chứng minh là có ảnh hưởng đáng kể đến chính sách cổ tức trong nhiều nghiên cứu trước đây (DeAngelo và cộng sự, 2006) và việc kiểm soát chúng giúp cô lập tác động riêng của công bố Non-GAAP.

Phương pháp phân tích chính được sử dụng là hồi quy bảng với hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và năm. Mô hình hiệu ứng cố định giúp loại bỏ các đặc điểm không quan

sát được cố định theo thời gian trong từng doanh nghiệp, chẳng hạn như văn hóa doanh nghiệp, khả năng quản trị nội bộ hay chiến lược kinh doanh dài hạn, những nhân tố có thể đồng thời ảnh hưởng đến cả hành vi công bố thông tin và chính sách cổ tức. Ngoài ra, sai số chuẩn được hiệu chỉnh theo cụm ở cấp độ doanh nghiệp để kiểm soát khả năng tự tương quan theo chuỗi thời gian trong dữ liệu bảng. Mô hình nghiên cứu cơ bản có dạng:

$$DIV_{i,t} = \alpha + \beta_1 NONGAAP_{i,t} + \sum_c \beta_c Control_{c,i,t-1} + \sum_k \gamma_k Year_k + \sum_d \gamma_d Industry_d + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

trong đó: $DIV_{i,t}$ đại diện cho các biến đo chính sách cổ tức. $NONGAAP_{i,t}$ là biến công bố lợi nhuận điều chỉnh. $Control_{i,t}$ là tập hợp các biến kiểm soát trong mô hình.

Để tăng cường độ tin cậy cho kết quả, nghiên cứu thực hiện nhiều phân tích kiểm định, chẳng hạn xem xét ảnh hưởng của cú sốc quy định từ Đạo luật Sarbanes-Oxley (SOX) năm 2002, nhằm so sánh hành vi doanh nghiệp trước và sau khi môi trường công bố thông tin bị siết chặt.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến được sử dụng trong phân tích thực nghiệm, phản ánh đặc điểm tài chính và hành vi công bố thông tin của mẫu gồm 54.482 quan sát doanh nghiệp trong giai đoạn 2004 - 2021. Kết quả cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận ròng (DIVEARN) có giá trị trung bình 18,62%, nhưng giá trị trung vị bằng 0. Điều này cho thấy rằng có một tỷ lệ lớn các doanh nghiệp không thực hiện chi trả cổ tức trong một năm nhất định, trong khi một số doanh nghiệp chi trả với tỷ lệ rất cao, khiến phân phối lệch phải rõ rệt. Cùng xu hướng này, biến DIVDUM có trung bình chỉ 38,43%, cho thấy chỉ khoảng 2/5 số doanh nghiệp trong mẫu thực sự có chính sách phân phối lợi

nhuận bằng cổ tức. Các giá trị DIVSALE (cổ tức trên doanh thu) và DIVCASH (cổ tức trên dòng tiền) cũng cho thấy xu hướng tương tự, với giá trị trung bình rất thấp (0,96% và 6,89% tương ứng) và độ lệch chuẩn lớn, phản ánh mức độ khác biệt đáng kể về chiến lược phân phối lợi nhuận giữa các doanh nghiệp.

Bảng 1. Thống kê mô tả

Biến	Sample	Mean	Median	P25	P75	SD
<i>DIVEARN</i>	54.482	0,1862	0,0000	0,0000	0,2579	0,3162
<i>DIVDUM</i>	54.482	0,3843	0,0000	0,0000	1,0000	0,4864
<i>DIVSALE</i>	54.482	0,0096	0,0000	0,0000	0,0122	0,0171
<i>DIVCASH</i>	54.482	0,0689	0,0000	0,0000	0,1205	0,1091
<i>L1.DIVEARN</i>	53.040	0,1818	0,0000	0,0000	0,2476	0,3124
<i>L1.DIVDUM</i>	53.040	0,3814	0,0000	0,0000	1,0000	0,4857
<i>L1.DIVSALE</i>	53.040	0,0095	0,0000	0,0000	0,0117	0,0170
<i>L1.DIVCASH</i>	53.040	0,0680	0,0000	0,0000	0,1172	0,1086
<i>NONGAAP</i>	54.482	0,4053	0,0000	0,0000	1,0000	0,4387
<i>IO</i>	54.482	0,4990	0,5259	0,2313	0,7610	0,3036
<i>CAPEX</i>	54.482	0,0004	0,0001	0,0000	0,0003	0,0013
<i>LEV</i>	54.482	0,2629	0,2082	0,1000	0,3678	0,2119
<i>SIZE</i>	54.482	6,2329	6,1034	4,6610	7,6253	2,0379
<i>RETA</i>	54.482	-0,2615	0,1172	-0,1637	0,3334	1,3950
<i>ROA</i>	54.482	0,0036	0,0531	-0,0014	0,0895	0,1943
<i>ROVOL</i>	54.482	0,0748	0,0306	0,0133	0,0766	0,1300
<i>lnAGE</i>	54.482	2,8973	2,8910	2,3034	3,4972	0,7405
<i>MB</i>	54.482	1,8175	1,3775	1,0665	2,0188	1,3358
<i>ANALYST</i>	54.482	6,0796	3,7500	1,0000	9,0000	6,6663

Đáng chú ý, tỷ lệ doanh nghiệp thực hiện công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP (biến *NONGAAP*) đạt mức 40,53%. Điều này hàm ý rằng việc sử dụng công bố Non-GAAP đã trở thành một thực tiễn phổ biến trong môi trường tài chính Hoa Kỳ hiện đại, đóng vai trò như một kênh thông tin phi chuẩn để truyền tải giá trị thực tế của hoạt động kinh doanh cốt lõi tới thị trường. Với độ lệch chuẩn cao (43,87%), hành vi công bố Non-GAAP cũng thể hiện sự đa dạng đáng kể giữa các doanh nghiệp, gợi ý rằng mức độ phổ biến và động cơ công bố có thể thay đổi theo đặc điểm doanh nghiệp hoặc lĩnh vực kinh doanh.

Xét về đặc điểm tài chính, các doanh nghiệp trong mẫu có quy mô trung bình khá lớn với *SIZE* trung bình đạt 6,23 (theo log tải

sản). Tỷ lệ đòn bẩy (*LEV*) trung bình là 26,29%, phù hợp với cấu trúc vốn đặc trưng của doanh nghiệp Hoa Kỳ trong các ngành phi tài chính. Về khả năng sinh lời, chỉ tiêu *ROA* trung bình là 0,36%, song trung vị cao hơn nhiều ở mức 5,31%, cho thấy sự phân hóa lớn, với sự hiện diện của một số lượng đáng kể các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp hoặc âm. Độ lệch chuẩn *ROA* khá cao (19,43%) cũng cố nhận định về mức độ đa dạng trong kết quả kinh doanh. Ngoài ra, hệ số *MB* trung bình đạt 1,82, với trung vị 1,38, cho thấy đa số doanh nghiệp được thị trường định giá cao hơn giá trị sổ sách, một đặc điểm phổ biến tại thị trường vốn phát triển. Biến *CASH* (tỷ lệ nắm giữ tiền mặt) trung bình thấp, nhưng độ lệch chuẩn của *CAPEX* và các

khoản giữ lại (RETA) tương đối cao, cho thấy chiến lược phân phối dòng tiền nội bộ giữa các doanh nghiệp có sự khác biệt đáng kể. Sở hữu định chế (IO) trung bình khoảng 50%, và mỗi doanh nghiệp trung bình được theo dõi

bởi hơn 6 nhà phân tích tài chính (ANALYST), hàm ý rằng phần lớn các doanh nghiệp trong mẫu đều thuộc diện có mức độ giám sát từ thị trường khá cao.

4.2. Kết quả cơ sở

Bảng 2. Tác động của công bố lợi nhuận Non-GAAP đến thanh toán cổ tức

Variables	<i>DIVEARN</i> (1)	<i>DIVSALE</i> (2)	<i>DIVCASH</i> (3)	<i>DIVDUM</i> (4)
<i>NONGAAP</i>	-0,0261 (-2,71)***	-0,0362 (-2,86)***	-0,0278 (-3,09)***	-0,0099 (-3,70)***
<i>LI.DIVEARN</i>	0,6648 (121,07)***			
<i>LI.DIVSALE</i>		0,8658 (282,73)***		
<i>LI.DIVCASH</i>			0,8624 (201,61)***	
<i>LI.DIVDUM</i>				0,8049 (191,52)***
<i>IO</i>	-0,0299 (-7,12)***	-0,0139 (-3,66)***	-0,0013 (-8,50)***	-0,0086 (-7,75)***
<i>CAPEX</i>	-1,1469 (-2,20)**	-1,7473 (-3,40)***	-0,0514 (-2,11)**	-0,5385 (-3,58)***
<i>LEV</i>	-0,1211 (-26,67)***	-0,1371 (-27,15)***	-0,0027 (-14,74)***	-0,0258 (-19,75)***
<i>SIZE</i>	0,0187 (19,88)***	0,017 (19,11)***	0,0004 (11,61)***	0,0036 (13,76)***
<i>RETA</i>	-0,0031 (-4,46)***	-0,0018 (-2,44)**	-0,0001 (-1,35)	-0,0006 (-2,88)***
<i>ROA</i>	0,1000 (20,06)***	0,0751 (13,79)***	0,0019 (8,43)***	0,0131 (10,00)***
<i>ROVOL</i>	-0,0163 (-2,32)**	-0,0171 (-2,15)**	-0,0007 (-2,26)**	-0,0077 (-4,26)***
<i>lnAGE</i>	0,0204 (13,37)***	0,0115 (8,15)***	0,0005 (8,80)***	0,006 (14,25)***
<i>MB</i>	0,0009 (1,47)	0,003 (4,87)***	0,0003 (11,51)***	0,0015 (8,95)***
<i>ANALYST</i>	-0,0013 (-5,77)***	-0,001 (-5,23)***	-0,0012 (-1,74)*	-0,0049 (-0,77)
<i>Constant</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Year and Industry fixed effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adj R² / Pseudo R²</i>	0,5552	0,8540	0,822	0,3522
<i>Obs</i>	53.040	53.040	53.040	53.040

Ký hiệu: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5% và 1%.

Bảng 2 báo cáo kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa hành vi công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP và chính sách thanh toán cổ tức của doanh nghiệp. Bốn biến phụ thuộc khác nhau được sử dụng để đo lường chính sách cổ tức, bao gồm: tỷ lệ cổ tức trên lợi nhuận ròng (DIVEARN), xác suất chi trả cổ tức (DIVDUM), tỷ lệ cổ tức trên doanh thu (DIVSALE), và giá trị cổ tức tiền mặt (DIVCASH). Kết quả hồi quy cho thấy hệ số của biến NONGAAP trên tất cả bốn chỉ tiêu đo lường chính sách cổ tức đều mang giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở mức cao ($p < 0,01$). Chẳng hạn, trong mô hình với DIVEARN làm biến phụ thuộc, hệ số NONGAAP là -0,0261, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy rằng các doanh nghiệp công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP có xu hướng giảm tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận ròng khoảng 2,61% so với các doanh nghiệp không công bố Non-GAAP, sau khi đã kiểm soát các đặc điểm liên quan đến doanh nghiệp, ngành nghề và năm tài chính. Tương tự, trong mô hình với DIVSALE, hệ số NONGAAP cũng âm (-0,0362) và có ý nghĩa thống kê cao, cho thấy rằng các doanh nghiệp công bố Non-GAAP chi trả tỷ lệ cổ tức trên doanh thu thấp hơn đáng kể. Những kết quả này cung cấp bằng chứng thực nghiệm nhất quán ủng hộ giả thuyết H1 được phát triển trong nghiên cứu. Việc công bố Non-GAAP không chỉ tái định hình cách thức doanh nghiệp truyền tải thông tin về hiệu quả hoạt động tới thị trường, mà còn tác động đến hành vi phân phối lợi nhuận, với xu hướng giảm chi trả cổ tức. Kết quả này phù hợp với lập luận trong lý thuyết tín hiệu rằng, khi doanh nghiệp sử dụng các chỉ tiêu lợi nhuận điều

chỉnh nhằm cung cấp thêm thông tin về chất lượng thu nhập thực sự, nhu cầu phải sử dụng cổ tức như một công cụ tín hiệu truyền thống sẽ giảm đi (Black và cộng sự, 2018).

Bên cạnh hệ số của biến NONGAAP, các biến kiểm soát cũng có hệ số và ý nghĩa thống kê phù hợp với kỳ vọng lý thuyết và các nghiên cứu trước đây. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) có hệ số dương trong tất cả các mô hình, hàm ý rằng các doanh nghiệp lớn hơn có xu hướng chi trả cổ tức cao hơn, phù hợp với lý thuyết dòng tiền tự do. ROA cũng có tác động dương mạnh, xác nhận rằng các doanh nghiệp sinh lời tốt hơn có khả năng chi trả cổ tức cao hơn. Ngược lại, đòn bẩy tài chính (LEV) có hệ số âm, cho thấy các doanh nghiệp có mức nợ cao hơn có xu hướng hạn chế chi trả cổ tức, nhằm duy trì khả năng trả nợ và an toàn tài chính.

4.3. Kiểm định thực nghiệm

Bảng 3 báo cáo kết quả kiểm định mối quan hệ giữa công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP và chính sách thanh toán cổ tức, sử dụng Đạo luật Sarbanes-Oxley năm 2002 (SOX) như một cú sốc ngoại sinh đối với hành vi công bố thông tin của doanh nghiệp. Việc khai thác SOX làm biến cố tự nhiên dựa trên cơ sở rằng việc ban hành SOX đã làm tăng đáng kể chi phí và rủi ro pháp lý liên quan đến việc công bố thông tin không minh bạch, từ đó buộc các doanh nghiệp phải điều chỉnh hành vi công bố lợi nhuận, bao gồm cả việc sử dụng công bố Non-GAAP. Nếu công bố Non-GAAP có tác động thực chất đến quyết định chi trả cổ tức, thì sự thay đổi về hành vi công bố do SOX áp đặt sẽ dẫn đến sự thay đổi tương ứng trong chính sách cổ tức.

Bảng 3. Kiểm định kết quả sử dụng sự kiện ban hành Đạo luật SOX (2002)

Variables	<i>DIVEARN</i>			<i>DIVSALE</i>		
	Pre-SOX (2000- 2002)	Post-SOX (2004-2006)	Diff in coeff. and χ^2 Column (1) vs. (2)	Pre-SOX (2000- 2002)	Post-SOX (2004-2006)	Diff in coeff. and χ^2 Column (3) vs. (4)
	(1)	(2)		(3)	(4)	
<i>NONGAAP</i>	-0,0433 (-2,96)***	-0,0793 (-8,66)***	0,0360 [12,89]***	-0,0031 (-2,54)**	-0,0129 (-4,74)***	0,0098 [7,27]**
<i>Control variables</i>	Yes	Yes		Yes	Yes	
<i>Fixed effects</i>	Yes	Yes		Yes	Yes	
<i>Adj R²</i>	0,5616	0,5732		0,8339	0,8404	
<i>Obs</i>	7.995	9.000		7.995	9.000	
	<i>DIVCASH</i>			<i>DIVDUM</i>		
	Pre-SOX (2000- 2002)	Post-SOX (2004-2006)	Diff in coeff. and χ^2 Column (5) vs. (6)	Pre-SOX (2000- 2002)	Post-SOX (2004-2006)	Diff in coeff. and χ^2 Column (7) vs. (8)
	(5)	(6)		(7)	(8)	
<i>NONGAAP</i>	-0,0114 (-2,12)**	-0,0873 (-8,69)***	0,0759 [39,10]***	-0,0176 (-1,93)*	-0,0556 (-4,13)***	0,0380 [13,40]***
<i>Control variables</i>	Yes	Yes		Yes	Yes	
<i>Fixed effects</i>	Yes	Yes		Yes	Yes	
<i>Adj R² / Pseudo R²</i>	0,7645	0,7756		0,4457	0,4562	
<i>Obs</i>	7.995	9.000		7.995	9.000	

Ký hiệu: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5% và 1%.

Kết quả được trình bày trong Bảng 3 cho thấy rằng, giai đoạn sau sự kiện SOX (Post-SOX), tác động ngược chiều của việc công bố Non-GAAP đối với chính sách chi trả cổ tức trở nên mạnh hơn. Cụ thể, các hệ số hồi quy của biến *NONGAAP* trong Post-SOX đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê cao trong tất cả các mô hình sử dụng các chỉ tiêu cổ tức khác nhau (*DIVEARN*, *DIVSALE*, *DIVCASH* và *DIVDUM*). Chẳng hạn, hệ số trong mô hình *DIVEARN* là -0,0793 ($p < 0,01$), cho thấy rằng sau khi SOX được ban hành, các doanh nghiệp công bố Non-GAAP giảm tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận ròng nhiều hơn so với giai đoạn trước SOX. Kết quả trong các mô hình khác cũng nhất quán

với mô hình sử dụng biến *DIVEARN*. Những kết quả này củng cố bằng chứng rằng hành vi công bố Non-GAAP thực sự đóng vai trò chiến lược trong việc định hình chính sách tài chính doanh nghiệp. Bên cạnh đó, việc sử dụng SOX như một biến cố tự nhiên cũng có ý nghĩa quan trọng về mặt lý thuyết. SOX là một sự kiện pháp lý quy mô lớn, áp dụng đồng thời trên toàn bộ hệ thống doanh nghiệp niêm yết và không được thiết kế nhằm tới bất kỳ doanh nghiệp riêng lẻ nào. Điều này giúp đảm bảo tính ngoại sinh của biến cố đối với hành vi tài chính cụ thể như chính sách chi trả cổ tức, từ đó tăng cường độ tin cậy cho suy luận nhân quả.

Bảng 4. Kiểm định kết quả sử dụng các hành vi thay đổi cổ tức

Variables	$DIVINI_{i,t}$ (1)	$DIVINC_{i,t}$ (2)	$DIVDEC_{i,t}$ (3)
<i>NONGAAP</i>	-0,6392 (-6,56)***	-0,7290 (-10,48)***	0,0737 (3,42)***
<i>Control variables</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year and Industry fixed effects</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Pseudo R²</i>	0,3782	0,3894	0,3837
<i>Obs</i>	53.040	53.040	53.040

Ký hiệu: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5% và 1%.

Nghiên cứu tiếp tục mở rộng phân tích về tác động của việc công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP đến hành vi thay đổi chính sách cổ tức. Khác với các bảng hồi quy trước chỉ tập trung vào mức độ chi trả cổ tức, Bảng 4 sử dụng ba hành vi thay đổi cụ thể: (i) khởi đầu chi trả cổ tức (dividend initiation), (ii) gia tăng chi trả cổ tức (dividend increase), và (iii) giảm thiểu chi trả cổ tức (dividend decrease). Cụ thể, trong nghiên cứu này, ba mô hình được xây dựng để kiểm tra ảnh hưởng của công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP đến sự thay đổi trong chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Mô hình (1) sử dụng biến phụ thuộc là hành vi khởi đầu chi trả cổ tức ($DIVINI$), được đo bằng biến giả nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp chi trả cổ tức trong năm hiện tại mà không chi trả trong năm trước đó, và 0 trong các trường hợp khác. Mô hình (2) đo lường hành vi tăng cổ tức ($DIVINC$), với biến giả nhận giá trị 1 nếu mức cổ tức trung bình trong ba năm gần nhất ($t-2, t-1, t$) cao hơn mức cổ tức của năm $t-3$, và 0 nếu ngược lại. Mô hình (3) kiểm tra hành vi giảm cổ tức ($DIVDEC$), trong đó biến giả nhận giá trị 1 nếu mức cổ tức trung bình trong ba năm gần nhất thấp hơn mức cổ tức của năm $t-3$, và 0 trong trường hợp khác. Cách tiếp cận này cho phép đánh giá toàn diện tác động của công bố

Non-GAAP không chỉ đối với mức độ chi trả cổ tức hiện tại, mà còn đối với các quyết định thay đổi chính sách cổ tức theo hướng gia tăng hoặc cắt giảm phân phối lợi nhuận.

Kết quả hồi quy cho mô hình (1) cho thấy hệ số của biến $NONGAAP$ đối với khả năng khởi đầu chi trả cổ tức ($DIVINI$) mang giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở mức cao ($p < 0,01$). Điều này cho thấy rằng các doanh nghiệp công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP có xác suất thấp hơn trong việc bắt đầu chi trả cổ tức so với các doanh nghiệp không công bố. Phát hiện này phù hợp với lập luận rằng các doanh nghiệp sử dụng Non-GAAP như một công cụ tín hiệu thay thế, giảm nhu cầu phải phát tín hiệu tài chính truyền thống thông qua việc chi trả cổ tức. Trong mô hình (2), phân tích tác động đến xác suất gia tăng cổ tức ($DIVINC$), hệ số $NONGAAP$ tiếp tục mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ($p < 0,01$). Điều này hàm ý rằng các doanh nghiệp công bố Non-GAAP có xác suất tăng mức chi trả cổ tức thấp hơn so với các doanh nghiệp không thực hiện công bố Non-GAAP. Khi doanh nghiệp có thêm kênh tín hiệu thông tin thông qua lợi nhuận điều chỉnh, họ giảm bớt nhu cầu phải sử dụng mức chi trả cổ tức như một công cụ gia tăng niềm tin thị trường. Ngoài ra, việc duy trì mức chi trả hiện tại thay vì tăng cổ tức cũng giúp doanh nghiệp linh hoạt hơn trong việc sử dụng dòng tiền cho các mục tiêu tái đầu tư nội bộ. Đáng chú ý, trong mô hình (3), hệ số của biến $NONGAAP$ đối với xác suất giảm cổ tức ($DIVDEC$) mang giá trị dương và có ý nghĩa thống kê cao ($p < 0,01$). Điều này chỉ ra rằng các doanh nghiệp công bố lợi nhuận Non-GAAP có xác suất giảm chi trả cổ tức cao hơn so với các doanh nghiệp khác. Phát hiện này đặc biệt quan trọng, vì nó cho thấy rằng hành vi công bố Non-GAAP liên quan đến quyết định cắt giảm cổ tức hiện tại. Cắt giảm cổ tức, vốn thường được xem là một tín hiệu tiêu cực trong tài chính doanh nghiệp, có thể được “bù đắp”

bằng tín hiệu tích cực từ việc trình bày lợi nhuận điều chỉnh, giúp doanh nghiệp tái thiết lập kỳ vọng thị trường mà không cần duy trì mức phân phối dòng tiền cao.

5. Kết luận

Nghiên cứu này khám phá vai trò của công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP như một thành tố tái định hình môi trường thông tin doanh nghiệp và tác động của nó đến quyết định thanh toán cổ tức. Dựa trên nền tảng lý thuyết tín hiệu, nghiên cứu đã phát triển và kiểm định giả thuyết rằng việc công bố lợi nhuận điều chỉnh Non-GAAP có mối quan hệ ngược chiều với mức độ và xác suất chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Sử dụng dữ liệu bảng từ hơn 54.000 quan sát trên thị trường Hoa Kỳ giai đoạn 2004-2021, kết quả cho thấy rằng doanh nghiệp công bố Non-GAAP có xu hướng giảm tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận, doanh thu và dòng tiền, đồng thời giảm xác suất thực hiện chi trả cổ tức. Các kết quả này không chỉ có ý nghĩa thống kê cao mà còn phù hợp với kỳ vọng rằng công bố Non-GAAP cung cấp một kênh tín hiệu thay thế, làm giảm nhu cầu sử dụng cổ tức như một công cụ truyền tải thông tin tài chính. Bên

cạnh đó, khi xem xét biến cố SOX (2002) như một cú sốc ngoại sinh đối với hành vi công bố thông tin, kết quả tiếp tục xác nhận rằng sự gia tăng giám sát sau SOX làm sâu sắc thêm tác động tiêu cực của công bố Non-GAAP lên hành vi chi trả cổ tức. Ngoài ra, nghiên cứu nhận thấy rằng việc công bố lợi nhuận điều chỉnh không chỉ ảnh hưởng tức thời đến quyết định phân phối lợi nhuận, mà còn ảnh hưởng đến chiến lược phân phối dòng tiền dài hạn của doanh nghiệp. Điều này bổ sung thêm bằng chứng mới về cơ chế tín hiệu phi chuẩn và vai trò chiến lược của môi trường thông tin trong quản lý tài chính doanh nghiệp hiện đại.

Về mặt lý luận, nghiên cứu này mở rộng hiểu biết về tác động của môi trường thông tin phi chuẩn đối với hành vi tài chính doanh nghiệp, đặc biệt là trong quyết định chính sách cổ tức. Về thực tiễn, phát hiện của nghiên cứu nhấn mạnh rằng nhà đầu tư và nhà quản trị công ty cần thận trọng khi đánh giá các tín hiệu tài chính phi chuẩn như công bố lợi nhuận Non-GAAP vì chúng không chỉ ảnh hưởng đến việc truyền tải thông tin mà còn có khả năng tái cấu trúc chiến lược phân phối giá trị cổ đông.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Black, D. E., Christensen, T. E., Ciesielski, J. T., & Whipple, B. C. (2018). Non-GAAP reporting: Evidence from academia and current practice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(3-4), 259-294. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12298>
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-349. <http://www.jstor.org/stable/248475>
- Brosnan, M., Duncan, K., Hasso, T., & Hollindale, J. (2024). Happy 20-year anniversary non-GAAP earnings: a systematic review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 46(1), 82-104. <https://doi.org/10.1108/JAL-02-2023-0035>
- Brown, N. C., Huffman, A. A., & Cohen, S. (2023). Accounting reporting complexity and non-GAAP earnings disclosure. *The Accounting Review*, 98(6), 37-71. <https://doi.org/10.2308/TAR-2018-0760>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)

- Chen, H. C., Lee, Y. J., Lo, S. Y., & Yu, Y. (2021). Qualitative characteristics of non-GAAP disclosures and non-GAAP earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 72(1), 101402. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101402>.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Frankel, R., McVay, S., & Soliman, M. (2011). Non-GAAP earnings and board independence. *Review of Accounting Studies*, 16, 719-744. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9166-3>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)