

ESTUDO DA ASSIMETRIA DA INFORMAÇÃO E SEUS IMPACTOS, A PARTIR DA DIVULGAÇÃO DOS MODELOS DE NEGÓCIOS DAS EMPRESAS NO BRASIL

STUDY OF THE ASYMMETRY OF INFORMATION AND ITS IMPACTS, FROM THE DISSEMINATION OF THE BUSINESS MODELS OF COMPANIES IN BRAZIL

Mestre Paulo César Barbosa Alves

Doutorando em Contabilidade

UNISINOS – Universidade Vale do Rio dos Sinos – RS

E-mail: pcba33@hotmail.com

Doutor Roberto Frota Decourt

Professor no Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis

UNISINOS – Universidade Vale do Rio dos Sinos - RS

E-mail: roberto@decourt.com.br

Mestre Júlio César Ferreira

Doutorando em Contabilidade

UNISINOS – Universidade Vale do Rio dos Sinos - RS

E-mail: juliocesar300@hotmail.com

Recebido em 25 de junho de 2021

Aprovado em 10 de agosto de 2021

RESUMO

Em face ao crescente interesse da temática de Modelo de Negócios (MN) na literatura contábil, em resposta aos textos emitidos pelos organismos internacionais de normatização como IASB - International Accounting Standards Board, FRC - Financial Reporting Council e o EFRAG - European Financial Reporting Advisory Group, que consideram os conceitos de MN, este estudo tem por objetivo investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a presença de assimetria de informação na divulgação das informações sobre MN de empresas listadas no Índice Brasil Amplo (IBrA) da B3; identificando quais os canais de divulgação utilizados para apresentar os conceitos de MN, medindo como estes são divulgados pelas empresas, usando uma definição e um padrão teórico específico, e analisando o comportamento das variáveis através de regressões lineares múltiplas. O estudo mostra que, das 15.896 unidades de registro referentes ao MN, a grande maioria (41,4%) diz respeito à componente “Equação Econômica”. A análise das regressões mostrou que nas empresas da amostra o aumento do nível de independência do conselho fiscal interfere negativamente na divulgação de MN, e que a dualidade entre o presidente do conselho de administração e CEO variável GOV reduz a divulgação de MN, indicando evidências da presença de assimetria da informação nesses achados. Os resultados corroboram as hipóteses desse estudo, contribuindo com a determinação dos componentes e parâmetros sobre MN utilizados nos trabalhos acadêmicos, e para a verificação da existência de assimetria da informação nas divulgações sobre MN.

Palavras-chave: Modelo de Negócios; Assimetria da Informação; Teoria da Sinalização.

ABSTRACT

In view of the growing interest in the Business Model (MN) theme in accounting literature, in response to texts issued by international standardization bodies such as IASB: International Accounting Standards Board, FRC: Financial Reporting Council and EFRAG: European Financial Reporting Advisory Group, which consider the concepts of MN, this study aims to investigate, from the perspective of Signaling Theory, the presence of information asymmetry in the disclosure of information about MN from companies listed in the Broad Brazil Index (IBrA) of B3; identifying which dissemination channels are used to present MN concepts, measuring how these are disseminated by companies, using a definition and a specific theoretical standard, and analyzing the behavior of variables through multiple linear regressions. The study shows that, of the 15,896 registration units referring to MN, the vast majority (41.4%) concerns the “Economic Equation” component. The analysis of the regressions showed that in the companies in the sample, the increase in the level of independence of the fiscal council negatively interferes with the disclosure of MN, and that the duality between the chairman of the board of directors and the variable CEO GOV reduces the disclosure of MN, indicating evidence of presence of information asymmetry in these findings. The results corroborate the hypotheses of this study, contributing to the determination of components and parameters about MN used in academic works, and to verifying the existence of information asymmetry in the disclosures about MN.

Keywords: Business Model; Information asymmetry; Signaling Theory.

1 Introdução

Este estudo busca investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a presença de assimetria de informação nas informações divulgadas sobre os Modelos Negócios (MN) das empresas listadas no Índice Brasil Amplo (IBrA) da BM&FBOVESPA.

As relações contratuais de mercado refletem decisões econômicas que, quando abordadas racionalmente, são baseadas em atributos da informação. Para reduzir a assimetria de informação e evitar mecanismos de seleção adversa é reduzir a mesma, emitindo sinalizações relevantes para os participantes do mercado. A informação financeira, sobre o modelo de negócio de uma empresa, configura-se como relevante pelos analistas financeiros (BERTRAND *et al.*, 2016).

Diante do interesse nos conceitos e da falta de restrições de publicação reais até o momento, é importante informar sobre o estado das práticas de divulgação voluntária das empresas brasileiras, suas dimensões, e compreender os determinantes desta divulgação (ALVES *et al.*, 2017).

Com base nas premissas da Teoria da Sinalização, formula-se a seguinte hipótese da pesquisa: existem evidências de assimetria de informação nas informações sinalizadas pelo Modelo de Negócios das empresas analisadas.

A hipótese apresentada foi motivada pelas evidências encontradas na literatura internacional, mais especificamente nas pesquisas de Chiang e Chia (2005), Bhat *et al.* (2006) e Byard *et al.* (2006), e pressupõem que os analistas de investimento do mercado brasileiro

assimilam o sinal emitido pelas empresas de forma positiva, levando a uma previsão de lucros mais acurada.

Dado o contexto de eficácia da divulgação das informações, este pode ser considerado como sinal e instrumento útil para seus usuários, e, assim, seu efeito sinalizador ser investigado sob a perspectiva da teoria da sinalização. De acordo com Spence (1973), os sinais funcionam como mecanismos de discriminação, num contexto de informação assimétrica, capazes de alterar as crenças e transmitir informações a outros indivíduos. Sob essa perspectiva, buscou-se responder à seguinte questão de pesquisa: A Sinalização dos Modelos de Negócios (MN) possui evidências de assimetria de informação?

Na sequência, apresenta-se a revisão da literatura e a formulação das hipóteses da pesquisa. Posteriormente, expõe-se a metodologia utilizada, explicitando-se as variáveis, as técnicas de análise, as fontes de dados utilizadas, bem como a descrição da amostra. A seguir, enunciam-se os resultados da pesquisa. Finaliza-se o estudo com as principais conclusões.

2 Revisão Literatura

A revisão está baseada na literatura sobre o conceito de modelo de negócios e sua aplicação na comunicação financeira, na assimetria da informação e na teoria da sinalização, tendo em vista uma melhor compreensão da fundamentação científica para o trabalho.

2.1 Conceito de Modelo de Negócios e Formalização do Modelo de Análise

Nos últimos quinze anos, vem se desenvolvendo a importância do conceito de “Modelo de negócios” na literatura acadêmica. Apareceu, pela primeira vez, na literatura para descrever o funcionamento de organizações da economia de Internet, antes de ser aplicado a outros setores a partir do final da década de 1990 (BERTRAND *et al.*, 2012). O modelo de negócios é geralmente definido como uma combinação dinâmica de componentes financeiros, estratégicos e organizacionais interligados (OSTERWALDER *et al.*, 2005; JOHNSON *et al.*, 2008; DEMIL; LECOQ, 2010).

O MN descreve o modo de apropriação de uma parte do valor criado através de uma aproximação da estrutura das receitas geradas pela proposição de valor, dos custos incorridos para o implemento, permitindo compreender a origem e a formação dos fluxos financeiros na relação com os componentes não monetários.

Demil e Lecoq (2010) colocam que uma representação de conceito modelo de negócios pode ser estruturada em torno de quatro componentes. Os três primeiros, em constante interação, determinam o caminho cuja organização cria valor: Proposta de valor, Arquitetura de valor e Recursos e competências. O componente “Proposição de Valor” identifica as especiais características de fornecimento, os segmentos de mercados, metas e interface com o cliente. O componente “Arquitetura de valor” reflete todas as escolhas feitas sobre a cadeia de valor e da rede de parceiros (fornecedores, distribuidores, subcontratados).

Os componentes “recursos e competências” analisam a combinação destes componentes valorizados pela organização através de sua oferta. O último componente, a “equação econômica”, determina como a organização se apropria de parte do valor criado (BERTRAND *et al.*, 2012), por meio de uma aproximação da estrutura das receitas geradas pela proposição de valor, dos custos incorridos para o implemento, permitindo compreender a origem e a formação dos fluxos financeiros na relação com os componentes não monetários, contribuindo para uma boa política de distribuição de dividendos.

Em síntese dos modelos de Osterwalder *et al.* (2005), Johnson *et al.* (2008) e Demil e Lecoq (2010), foi utilizado o modelo estendido para os quatro componentes: proposta de valor, arquitetura de valor, os recursos e as competências, equação econômica, os quais podem ser divididos em parâmetros (Quadro 1).

Quadro 1 – Componentes e parâmetros do modelo de negócio

Componentes	Parâmetros	Descrição
Proposta de Valor	Descrição da oferta	Características ou atributos do produto ou serviço
	Clientes-alvo	Segmentos de mercado-alvo
	Acesso à oferta	Modo de distribuição Gestão de relacionamento com o cliente
Arquitetura de valor	Organização Interna – cadeia de valor	Atividades e processos-chave
	Organização Externa – rede de valor	Parceiros e parcerias fundamentais
As habilidades e recursos	Recursos	Ativos tangíveis e intangíveis à disposição da organização
	Competências organizacionais	Modalidades de articulação e implementação de recursos e conhecimento individual e coletivo.
Equação Econômica	Estrutura de receitas	Formação e componentes do rendimento
	Dinâmica de Receitas	Fluxo de recebimento de caixa
	Estrutura de custos	Formação e composição de custos
	Dinâmica dos custos	Fluxo de desembolsos

Fonte: Disle *et al.* (2016)

De acordo com a teoria de agência e a teoria dos custos de transação, a comunicação de informação financeira reduz os custos de agência, sendo mais importante quando o capital é difuso. Se o capital da empresa está concentrado com os principais acionistas, há menos incentivo da empresa para fornecer mais informações, porque estão mais propensos a conhecer o MN da empresa. Por outro lado, se o capital é difuso, a empresa deve comunicar mais aos pequenos acionistas, que, muitas vezes, não têm nenhuma outra informação sobre o MN da empresa. Além disso, a presença de investidores institucionais, ou a concentração do capital nas mãos da mesma família, influencia a comunicação financeira das empresas (PROTIN *et al.*, 2016).

Para Kini *et al.* (2017) o impacto da condição financeira das empresas, intervêm na produção de produtos mais seguros que resultam em menos *recalls*. A divulgação dos custos de transação das empresas atrai mais investidores e uma rentabilidade financeira maior para as empresas, o que traz consequências benéficas à cadeia produtiva.

Os resultados do estudo de Elberry (2018) revelam que a eficiência do investimento afeta positivamente a divulgação voluntária (primeira medição), o que indica que as empresas que investem eficientemente ficariam felizes em compartilhar essas conquistas com seus *stakeholders*. vice-versa, se houver ineficiência dos investimentos. Quando se trata de tom de revelação (segunda medição da divulgação voluntária), a eficiência do investimento afeta negativamente, na qual os gerentes ficam desencorajados a divulgar boas notícias quando suas empresas estão investindo eficientemente para proteger sua vantagem competitiva.

Para Sukhari e Villiers (2019) o uso de um sistema de informações de gestão para o modelo de negócios e divulgações estratégicas garantirá que todas as metas estratégicas sejam consideradas para inclusão na elaboração da divulgação do MN, especialmente em operações complexas. Um elemento importante que as empresas não divulgam atualmente é a capacidade do modelo de negócios de se adaptar às mudanças.

Em suas diretrizes sobre relatórios não financeiros, a Comissão da UE 2017, em relação à comunicação de modelo de negócios em relatórios corporativos, convida as empresas a considerar um conjunto de elementos que devem caracterizar a descrição de seu MN como o seu ambiente de negócios, sua organização e estrutura, os mercados em que opera, seus objetivos e estratégias, e as principais tendências e fatores que podem afetar seu desenvolvimento futuro (TULLIO et al., 2019).

Este estudo parte, portanto, do pressuposto que o mercado é caracterizado pela presença da assimetria informacional. Ou seja, existem diferentes níveis de informação sobre a realidade um contrato na relação entre agentes, relação entre gestor e investidor, organização e fornecedor, entre outras que configuram a rede de contratos constituintes da organização.

2.2 Assimetria da Informação

Os estudos que abordaram a Assimetria de Informação tiveram sua origem na teoria econômica, mais precisamente no âmbito da Economia da Informação. A informação assimétrica, enquanto conceito, refere-se a uma situação na qual uma das partes participantes num determinado contrato possui mais informações do que a outra, referentes a um aspecto relevante do mesmo (AKERLOF, 1970). A informação assimétrica pode ser a mais importante fonte irradiadora de ineficiência em economias de mercado mais desenvolvidas.

Conforme estudos como: Akerlof (1970), Spence (1973) e Stiglitz (2000), numa relação contratual, o nível de informação de cada agente é diferente. Seu estudo seminal sobre assimetria da informação que foi premiado com o Nobel de Economia em 2001, dispõe que a assimetria da informação representa além da ausência de informação plena, a não igualitária distribuição de informações entre os agentes envolvidos em determinada transação (AKERLOF, 1970). É expressado por Akerlof (1970) que, quando existe assimetria informacional entre os agentes econômicos, pode haver o comprometimento do volume de negócios realizados no mercado, pois, nesse ambiente de incerteza, em que o comprador não pode diferenciar os produtos bons dos ruins, provavelmente, não haverá negociação.

Arrow (1973) identificou que a informação assimétrica tem por característica o embate e

discussão que permeia duas problemáticas de comportamento, a saber: risco moral e seleção adversa. Quanto ao risco moral, este possui relação com o evento de ocultar ações (*ex post*), envolvendo situações nas quais a ações do agente não são de conhecimento do principal, ou podem apresentar alto custo de monitoramento, pelo fato do agente se encontrar em posição privilegiada ao principal.

A seleção adversa se relaciona com a possibilidade de ocultação de informações (*ex ante*), se desenvolve a partir de quanto os agentes possuem informações desconhecidas do principal. Assim, o agente faz observações que o principal não consegue realizar na tomada de decisão, tampouco avaliar se o agente usou sua informação de forma a atender seus interesses (ARROW, 1973).

Assimetrias de informações entre duas partes que transacionam ocorrem quando uma parte detém mais informações do que a outra, seja *ex ante* em relação às características do que está sendo comprado ou vendido, seja *ex post* em relação ao comportamento dos indivíduos depois de firmado o contrato. Os modelos de seleção adversa tratam de problemas de informações imperfeitas associadas ao primeiro caso, enquanto que os de risco moral abordam os problemas de informações relacionados ao segundo (STIGLITZ, 1985).

Os modelos de seleção adversa tratam de problemas de informações imperfeitas associadas ao primeiro caso, enquanto os de risco moral abordam os problemas de informações relacionados ao segundo (AKERLOF, 1970; VERRECCHIA, 1983, 1990; STIGLITZ, 1985; WAGENHOFER, 1990; STIGLITZ, 2000; DYE, 2001; ARROW, 2012).

O problema da assimetria de informação criaria, portanto, demanda para a evidenciação e promoveria um incentivo para as empresas evidenciarem, uma vez que o valor adicional gerado pela informação seria positivo. A evidenciação permite que o acionista eleve seu nível de conhecimento sobre a empresa e possa monitorar melhor o comportamento dos gestores (VERRECCHIA, 1983).

Nesse sentido, entende-se que o mecanismo de divulgação e sinalização é tratado como um processo interativo, uma vez que o compartilhamento de informações gera o diálogo contínuo entre empresa e usuários, auxiliando na compreensão das partes interessadas e nas práticas empresariais (MADSEN, 2009).

2.3 Teoria da Sinalização

A teoria da sinalização ganhou destaque recentemente em estudos de decisões de investimento e relações empresário-investidor. Nesse contexto, a teoria preocupa-se em reduzir a assimetria informacional entre empreendedores e investidores usando sinais de informação. A literatura de gestão tem se preocupado particularmente com a maneira como as assimetrias de informação relativas à qualidade latente e inobservável podem ser resolvidas (CONNELLY *et al.*, 2011)

Spence (1973) define os sinais de mercado como sendo atividades ou atributos dos indivíduos e/ou empresas, num mercado qualquer, no qual por estruturação ou por acidente, alteram as crenças e transmitem informações a outros indivíduos, nesse mercado. Dentre essas

características e atributos observáveis que podem determinar o investimento, Spence (1973) faz uma distinção entre sinais e índices.

Entretanto, segundo Spence (1973), a sinalização somente funciona se os custos de sinalização são suficientemente diferentes entre aqueles que enviam os sinais.

Daqueles atributos individuais e observáveis, que constituem a imagem apresentada pela empresa ao mercado, alguns são imutáveis, enquanto outros são modificáveis (SPENCE, 1973). O nível de assimetria informacional, entre investidores e empresas, propicia um ambiente em que as escolhas de investimentos ocorrem sob condições de incerteza. Assim, a emissão de sinais, pelas empresas, pode ser entendida, na concepção de Spence (1973), como um fator que permite a minimização dessa assimetria.

Os investidores exigem sinais confiáveis de qualidade de risco para reduzir a incerteza nas decisões de investimento. Contudo, a assimetria de informação não é um problema apenas para os investidores. Os empreendedores que não podem transferir informações viáveis aos investidores sobre seus empreendimentos para dissipar dúvidas relativas à sua própria legitimidade e aos potenciais ganhos dos investidores terão dificuldades em receber financiamento de investidores (ALSOS; LJUNGGREN, 2017).

Diante desta exposição, pode-se relatar a possibilidade de ocorrer redução da assimetria de informação mediante a evidenciação de informação, já que através dela se transmite o conhecimento às partes interessadas sobre a realidade da empresa. Dessa forma, essa discussão assume que a divulgação de práticas vinculadas à gestão das organizações está implícita no processo comunicacional existente entre empresas e usuários e que, quão mais agregada e transparente esteja, mais eficiente torna-se ao mercado.

Alguns estudos empíricos testaram a relação entre sinalização e informação assimétrica. O estudo de Dainelli *et al.* (2013) conclui que, a partir das estratégias de sinalização na comunicação do relatório anual, empresas com melhores resultados fornecem ao mercado informações de valor incremental maiores do que outras empresas.

Birjandi *et al.* (2015) atestaram que, segundo a teoria de sinalização, as empresas para obter recursos de capital limitados são mais competitivas, assim, se a empresa é reconhecida por evidenciação e divulga mais informações sobre suas atividades, será mais capaz de atrair investimentos, pois atrairá a confiança dos investidores.

Os achados de Birjandi *et al.* (2015) apontam que, quando a divulgação de informações corporativas é avaliada com base na teoria de sinalização, demonstram uma relação positiva e significativa da liquidez das empresas. Assim, quando a divulgação de informações corporativas é avaliada com base na teoria de sinalização, confirma-se com o aumento em liquidez, a divulgação voluntária aumentará.

Como pode-se verificar, os estudos teóricos e empíricos colocam a relevância da divulgação das informações, e sua importância na redução da assimetria de informações (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; LEUZ; VERRECCHIA, 2000; VERRECCHIA, 2001; DYE, 2001; ETTREDGE *et al.*, 2002; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2011;

GAJEWSKI; LI, 2015; ALVES; DECOURT; PROTIN, 2017; PROTIN *et al.*, 2016; DECOURT *et al.*, 2019; ZHANG; QIN; LIU, 2020), a evidenciação das informações seria constituída como uma das condições para redução da assimetria de informação (MACAGNAN, 2009).

Nesse com texto, a partir dos pressupostos teóricos sobre Modelo de Negócios, Teoria da Sinalização e Assimetria da informação, as seguintes hipóteses foram formuladas:

H1 – Existem evidências de Assimetria de Informação na Divulgação das Informações sobre Modelo de Negócios nas empresas Brasileiras;

H2 – Existem evidências de Mitigação de Assimetria de Informação na divulgação sobre MN nas empresas Brasileiras.

3 Metodologia

A metodologia de trabalho a seguir contempla a sequência dos passos adotados para alcançar os objetivos do estudo.

3.1. O modelo

Visando verificar se há evidências de assimetria de informação nas divulgações das informações sobre MN no Brasil, foi utilizado nesse estudo o total das frequências dos 11 parâmetros (Quadro 1) divulgados sobre o Modelo de Negócios pelas empresas da amostra, sendo esta variável dependente (y), verificando se as divulgações dessas variáveis refletem nos determinantes de divulgação, procurando identificar a presença de assimetria de informação entre essas informações. Para a análise selecionou-se os determinantes de divulgação constantes no Quadro 3 como variáveis “x”.

$$MODMN = \alpha + \beta_1 DIFF + \beta_2 INST_i + \beta_3 IND + \beta_4 GOV + \beta_5 ALAVANC + \beta_6 PERF + \beta_7 ROE + \beta_8 M-TO-B + \beta_9 ANA\mu \quad (1)$$

Para realizar a análise das variáveis, foram aplicados os seguintes testes: (i) Estatística descritiva das variáveis determinantes, (ii) Teste de correlação, onde foi verificado se as variáveis são altamente relacionadas, e (iii) Análise de regressões lineares múltiplas.

3.2. Amostra e coleta de dados

A amostra é composta por 109 empresas que compõem o índice IBrA da BMF & BOVESPA, a partir de 25 de janeiro de 2016.

O IBrA objetiva oferecer uma visão ampla acerca do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas listadas, selecionadas por sua liquidez e ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis para negociação. Para fazer parte do índice, a empresa deve atender aos critérios mínimos de liquidez, como a inclusão numa lista cujos índices de negociabilidade que somados representem 99% dos totais de negócios e de volume financeiro registrado, e participação em pregão igual ou superior a 95% no período de doze meses anterior ao cálculo do indicador.

Foram analisadas a divulgação de informações relacionadas ao MN no Formulário de Referência (FR), por ser considerada uma fonte relevante de informações sobre o desempenho das empresas para os investidores (LANG; LUNDHOLM, 1993), bem como as informações do Sítio Eletrônico (ST) das empresas, por serem as fontes de divulgação mais utilizadas pelas empresas.

Os dados foram coletados por meio de uma análise de conteúdo (ou análise temática) dos Formulários de Referência e dos Sites. Este método consiste em classificar as unidades de texto em categorias.

O procedimento de codificação está organizado em três fases (BOZZOLAN *et al.*, 2009). O primeiro diz respeito à definição das unidades de registro analisadas. Mesmo sendo considerados menos confiáveis do que as sentenças (HACKSON; MILNE, 1996), optou-se pelos parágrafos por permitirem a identificação das possíveis interações entre os diferentes componentes ou parâmetros do MN.

A segunda fase envolve a definição da estrutura analítica e do procedimento de codificação para identificar a divulgação da informação da MN. Utilizou-se um quadro de análise multidimensional para capturar as informações do MN. A estrutura analítica organiza as informações da MN em 11 categorias, representando os 11 parâmetros da MN, conforme definido no Quadro 1. A homogeneidade dos dados coletados é assegurada pela definição das regras de identificação e classificação para cada uma das dimensões.

Na terceira fase, cada parágrafo do documento ou informação foi codificado 0 (zero) se nenhuma informação relativa ao MN for identificada. Caso contrário, o parágrafo é codificado de acordo com seu nível de conteúdo (segundo um dos 11 parâmetros). Se o parágrafo refere-se a vários parâmetros, ele não é duplicado, mas todos os parâmetros relacionados a ele são codificados (até cinco parâmetros). Este procedimento permite, em particular, explicar as interações entre os componentes do MN e seus vários parâmetros.

Em resumo, cada parágrafo analisado dá origem à codificação de acordo com as cinco dimensões mencionadas acima e sintetizadas no Quadro 2.

Quadro 2: Dimensões de Codificação

Variável	Modalidades	Descrição
PAR_1	1 a 11	Referência a um parâmetro do modelo econômico
PAR_2	1 a 11	Referência a um parâmetro do modelo econômico
PAR_3	1 a 11	Referência a um parâmetro do modelo econômico
PAR_4	1 a 11	Referência a um parâmetro do modelo econômico
PAR_5	1 a 11	Referência a um parâmetro do modelo econômico

Fonte: Protin *et al.* (2016)

3.3 Análise dos Determinantes de Divulgação

De acordo com a teoria de agência e a teoria dos custos de transação, a comunicação de

informação financeira reduz os custos de agência, sendo mais importantes quando o capital é difuso. Se o capital da empresa está concentrado com os principais acionistas, há menos incentivo da empresa para fornecer mais informações, porque estão mais propensos a conhecer o MN da empresa. Por outro lado, se o capital é difuso, a empresa deve comunicar mais aos pequenos acionistas, que, muitas vezes, não têm nenhuma outra informação sobre o MN da empresa. Além disso, a presença de investidores institucionais, ou a concentração do capital nas mãos da mesma família, influencia a comunicação financeira das empresas (PROTIN *et al.*, 2016).

De fato, os investidores institucionais são mais exigentes em termos de informação e gostam de ter dados que lhes permitam acompanhar o desempenho das empresas em que investem. Por conseguinte, uma maior concentração de investidores institucionais é susceptível de encorajar as empresas a fornecer informações voluntárias adicionais a fim de manter a sua confiança (EL GAZZAR, 1998; BUSHEE; NOE, 2000). Por outro lado, a participação da família é susceptível de melhor compreender as operações da empresa e, portanto, tem menos necessidade de informação (BEN ALI; GETTLER-SUMMA, 2006; BARREDY; DARRAS, 2008; AMAL; FATEN, 2010).

As variáveis utilizadas para a estrutura de capital são o nível de distribuição de capital (DIFF%), medido pela parcela não detida pelo grande capital próprio, isto é, possuindo mais de 5% do capital (MICHAÏLESCO, 1999); a percentagem de capital detido por investidores institucionais (% INST).

Por delegação dos poderes dos acionistas aos gestores, existem custos de agência entre acionistas e gestores, que os mecanismos de governança corporativa podem controlar, pelo menos em parte. Estudos anteriores indicam que as práticas de gestão eficazes estão positivamente relacionadas com a qualidade da comunicação (KARAMANOU; VAFEAS, 2005; VERRIEST; GAEREMYNCK, 2009).

As variáveis são a percentagem de membros de aconselhamento independente do Conselho de Administração (%IND1) e do Conselho Fiscal (%IND2), e uma variável binária (GOV), tendo o valor 1 (um) se as funções de gestão e de controle são separadas e 0 (zero), caso o contrário.

Quando a empresa está à procura de financiamento da dívida, os credores, ansiosos para avaliar a sua capacidade de pagar suas dívidas, muitas vezes, solicitam informações adicionais, que reduzem conflitos de agência potenciais entre acionistas e credores e informações assimétricas. Quanto mais uma empresa está com dívidas, mais ela fornece informações voluntárias (FERGUSON *et al.*, 2002; MICHAÏLESCO, 1999; HOSSAIN *et al.*, 1995; MALONE *et al.*, 1993). Outros estudos mostram que o nível de dívida não influencia nas divulgações (DE BOURMONT, 2009; KATEB *et al.*, 2009; PERCY DE, 2000; MICHAÏLESCO 1999; RAFFOURNIER 1995; WALLACE *et al.*, 1994), ou influencia negativamente (OXIBAR 2003; MEEK *et al.*, 1995). Como as empresas mais endividadas são menos sujeitas as tentativas de aquisição (PALEPU, 1986), elas podem fornecer menos

informações.

Apesar destes resultados, os credores, empresas externas e partes interessadas têm interesse em ter informações adicionais sobre a MN da empresa. Da mesma forma, se a empresa utiliza financiamento externo, para atrair e informar aos seus credores. Especificamente, o fornecimento de informações sobre a MN permite que os detentores de obrigações ou acionistas melhor avaliem os seus investimentos e, assim, reduzam o custo de capital de negócios, devido à redução da assimetria de informação (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; ETTREDGE *et al*, 2002), embora outros estudos apresentem resultados conflitantes. A variável utilizada é a alavancagem financeira (ALAVANCA) medida pela relação entre a dívida financeira sobre o total do balanço (PROTIN *et al.*, 2016).

Na literatura, a influência do desempenho na qualidade dos relatórios financeiros permanece ambígua. Temendo um risco competitivo, uma empresa de sucesso é relutante em fornecer informações sobre o seu MN. Por outro lado, uma empresa com mau desempenho deseja preservar sua reputação (BERTRAND, 2012), e seus líderes protegerem-se contra o risco de exclusão (LABELLE; SCHATT, 2005).

Assim, existe uma relação negativa entre o nível de desempenho e qualidade de divulgação de informações. No entanto, outros estudos sugerem que, para distinguir-se, as empresas são encorajadas a divulgar mais sobre o seu bom desempenho e, especialmente, sobre o seu MN. Esta informação voluntária adicional permite às empresas atraírem e reter investidores, reduzir o custo de capital e informar às concorrentes ou não os resultados da empresa (AMIR; LEV, 1996).

As variáveis são o desempenho financeiro (ROE) medido pelo retorno financeiro para o ano (lucro líquido sobre o capital próprio) e o desempenho econômico (PERFECO) medido pela margem operacional (PROTIN *et al.*, 2016).

Conflitos de interesse entre acionistas e gestores são mais intensos em empresas maduras (LABELLE; SCHATT, 2005), a variável utilizada para medir perspectivas de crescimento da empresa (M-to-B) é a razão *Market-to-book* (valor da empresa no mercado em relação ao que é registrado contabilmente).

Brennan e Tamarowski (2000) propõem um diagrama causal entre a qualidade da comunicação financeira e a liquidez. Segundo os autores, uma melhor comunicação leva a uma maior cobertura da empresa por analistas financeiros, que tem o efeito de reduzir a assimetria de informações e reduzir o custo de capital. Em relação à monitorização da empresa, a variável (Analista) representa o número de analistas que acompanham o valor.

Os determinantes de divulgação das empresas foram coletados nos Formulários de Referência e na Económica.

Quadro 3 – Lista de variáveis e a direção prevista do relacionamento

Variável	Relação Esperada	Medir
DIFF%	+	Nível de distribuição de capital medido pela participação do capital não detido por grandes acionistas, ou seja, com mais de 5% do capital.
INST%	+	Proporção do capital detido por investidores institucionais.
IND%1 e 2	+	Por membros do conselho de administração e fiscal considerados independentes.
GOV	+	Variável binária igual a 1 (um) se o cargo de Presidente do Conselho e CEO são separados, 0 (zero) caso contrário.
ALAVANCA	+	Alavancagem representada pela relação entre a dívida total e os ativos.
PERFECO	+	Taxa de margem operacional, medida pela relação de lucro operacional para as vendas.
ROE	+	Desempenho financeiro medido pela relação lucro líquido e patrimônio líquido.
M-to-B	-	<i>Market-to-book</i> valor da empresa no mercado em relação ao registrado contabilmente
ANALISTA	+	Número de analistas financeiros que acompanham o valor.

Fonte: Protin *et al.* (2018), Alves *et al.* (2017).

4. Resultados

Nesta seção será apresentado as análises que foram realizadas no estudo divididas em Análise das Referências do Modelo de Negócio, Componentes de Frequência de Citação e Parâmetros do modelo e Variáveis Determinantes de Divulgação

4.1. Análise das Referências do Modelo de Negócios

O procedimento de codificação forneceu, para cada empresa da amostra, uma matriz de dados, incluindo o número de unidades de texto (parágrafos) que fazem referência às diferentes categorias e os atributos de divulgação (quantitativa). Conforme Beattie *et al.* (2013), isto permite estabelecer um perfil de divulgação para cada empresa da amostra.

No total, 15.896 referências implícitas aos parâmetros do MN são identificadas, ou seja, uma média de 144 referências por empresa, sendo que, no estudo realizado por Protin *et al.* (2016), do total, 2.230 referências foram identificadas, uma média de 61,9 referências por empresa.

De acordo com a metodologia utilizada, a análise das referências ao MN faz-se em três níveis: identificação das citações (os componentes e parâmetros do modelo), seleção dos determinantes de divulgação, e verificação da presença de assimetria de informação entre os parâmetros de divulgação de MN e os determinantes de divulgação utilizados.

4.1.1 Componentes de Frequência de Citação e Parâmetros do modelo

A Tabela 1 mostra a distribuição das referências entre os quatro componentes e onze

parâmetros do modelo de análise para todas as empresas da amostra. As duas primeiras colunas da tabela mostram a distribuição do número total de citações entre os diferentes componentes do modelo. Elas mostram que as 15.896 citações referentes ao MN estão distribuídas da seguinte forma:

No que diz respeito aos componentes, o mais citado (41,4%) foi a “Equação Econômica” composta pelos parâmetros “Dinâmica dos Custos” (19,9%), “Dinâmica das Receitas” (9,7%), “Estrutura de Custos” (7,6%) e “Estrutura de Receitas” (4,2%). O segundo componente mais citado, corresponde à “Proposta de Valor” (24,0%) composta pelos parâmetros “O acesso a Oferta” (8,5%), “Os Clientes-Alvo” (8,2%) e a “Descrição da Oferta” (7,3%).

Em seguida, vêm os componentes “Arquitetura de Valor” (22,7%), composta pelos parâmetros “Organização Interna Cadeia de Valor” (12,0%) e “Organização Externa Rede de Valor” (10,72%); as “Habilidades e Recursos” (11,9%), composta pelos parâmetros “Recursos” (8,5%) e as “Competências Organizacionais” (3,4%).

Na amostra do estudo, verificou-se que a base das informações divulgadas pelas empresas são monetárias, fornecendo menos informações dos demais componentes da cadeia de valor, e raramente foi encontrada na análise dos textos uma definição explícita do modelo de negócio, tendo as empresas que evoluírem nos demais parâmetros do MN, como “Habilidades e Recursos” e as “Competências Organizacionais”.

Tabela 1 – Distribuição das citações entre os componentes do MN.

Componentes	Nº total de citações	%	Média	Desvio Padrão	Min	Max
a) Descrição da Oferta	1163	7,3%	7,4%	2,9%	2,1%	17,2%
b) Os Clientes-alvo	1298	8,2%	7,9%	2,7%	0,0%	16,0%
c) Acesso à oferta	1350	8,5%	8,3%	2,4%	0,0%	15,6%
Proposta de valor	3811	24,0%	23,6%	3,0%	0,0%	17,2%
d) Organização Interna– Cadeia de Valor	1908	12,0%	11,7%	3,3%	3,9%	19,3%
e) Organização Externa– Rede de Valor	1696	10,7%	10,4%	4,1%	0,0%	16,2%
Arquitetura de Valor	3604	22,7%	22,1%	4,0%	0,0%	19,3%
f) Recursos	1359	8,5%	8,8%	2,5%	3,4%	16,0%
g) Competências Organizacionais	536	3,4%	3,6%	1,6%	0,0%	10,3%
Habilidades e Recursos	1895	11,9%	12,4%	3,0%	0,0%	16,0%
h) Estrutura de Receitas	668	4,2%	4,4%	2,3%	1,4%	13,8%
i) Dinâmica de Receitas	1547	9,7%	10,1%	3,4%	4,3%	21,0%
j) Estrutura de Custos	1209	7,6%	7,7%	2,8%	1,3%	14,0%
h) Dinâmica dos Custos	3162	19,9%	19,9%	5,2%	7,0%	40,7%
Equação econômica	6586	41,4%	42,1%	7,0%	1,3%	40,7%
Total	15896	100,0%	100,0%			

Fonte: Elaborado pelos autores

4.1.2 Estatísticas Descritivas das Variáveis Determinantes de Divulgação

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis quantitativas, onde verificou-se que, em média 3,17% e 2,89% das empresas, os conselheiros de administração e

fiscal são considerados independentes.

Em média, a participação de capital não detido por grandes acionistas (DIF%) foi de 40% no período, com um máximo de 86,88% para a empresa CETIP, 78,20% pela Valid e 77,9% para Kroton. Note-se, também, que a participação do capital dos investidores institucionais (INST%) foi de 60%, com máximo de 99,9% para a empresa Alupar, 99,35% para Arteris e 98,35% para a Gol, sendo as empresas com essas formações de capital as que mais investem na divulgação de seu modelo de Negócios, e em média, as empresas da amostra mostraram que possuem alta performance econômica, sendo também esses fatores determinantes na divulgação de MN.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas das variáveis determinantes

stats	Ind%1	Ind%2	DIFF%	INST%	ALAV	PERF	ROE	MtoB	ANAL
N	109	109	109	109	109	109	109	109	109
mean	.0317515	.028958	40.07459	59.92624	.0305107	.0149981	.0113631	.0022315	.0132752
p50	.01666	.03333	38.24	61.76	.0313529	.012435	.0091351	.0011597	.013
p10	0	0	21.9	33.56	0	-.0018795	-.0143758	.0002885	0
p25	0	0	29.63	51.1	.014808	.0042611	.0018763	.000525	.009
p75	.04444	.04	48.9	70.37	.0424572	.0258711	.0189376	.002213	.018
p90	.1	.1	66.44	78.1	.0582512	.0443106	.0264965	.0057928	.024
variance	.001352	.0009891	2.760.689	2.760.045	.0004151	.0009015	.0012141	.000012	.0000679
min	0	0	.01	13.12	0	-.1166814	-.1192034	-.0066486	0
max	.1	.1	86.88	99.99	.0897432	.1052505	.216697	.0231939	.036
sd	.0367699	.0314503	16.61532	16.61338	.0203745	.0300243	.0348434	.0034594	.0082405
skewness	.9496816	.9882789	.2812283	-.2807233	.2912501	-.4280539	2.504462	3.000742	.0853179
kurtosis	2.424854	3.136474	3.47891	3.478449	2.770252	8.006331	19.45487	16.20849	2.796344

Fonte: Elaborado pelos autores

Com relação às correlações entre as variáveis determinantes (Tabela 3), verificou-se que as variáveis não deram acima de 0,70, a exceção da correlação negativa e significativa no limiar de 1% entre a taxa de distribuição de capital (% DIFF) e a variável associada com a presença de investidores institucionais (%INST), o que diz respeito à predominância maior de capital nas empresas da amostra de (fundos de pensão, empresas seguradoras, fundações, bancos de investimentos, etc.) as quais tendem a divulgar mais informações sobre MN, ajudando a mitigar a assimetria da informação, hipótese 2 desse estudo.

Também, uma correlação positiva dessas duas variáveis em relação ao nível de independência do conselho de administração (%IND1) e conselho fiscal (%IND2), o que mostra a tendência dos grandes conglomerados como o CEO, não ocupar também o cargo de presidente do Conselho de Administração e o Conselho Fiscal possuir independência, o que colabora para divulgação de MN e, como citado anteriormente, vai ao encontro da teoria de agência, ajudando a mitigar a assimetria de informação, hipótese 2 desse estudo.

Há uma correlação negativa no limiar de 5% entre a alavancagem, relação entre a dívida total e os ativos (ALAV) e a variável do desempenho financeiro (ROE), o que se justifica, pois, quando a empresa possui mais dívidas (capital de terceiros), o desempenho financeiro

tende a ser menor naquele ano, ou vice-versa, divulgando a empresa mais informações sobre MN para melhorar seu desempenho.

Uma relação positiva entre a taxa de distribuição de capital (%DIFF) e o número de analistas financeiros (ANAL), o que indica que quanto mais a empresa tende a abrir seu capital, maior o número de analistas colocando informações sobre MN no mercado, o que ajuda a mitigar a assimetria da informação, hipótese 2 desse estudo.

Também, há uma correlação negativa no limiar de 10% entre o (%IND2) e a variável do desempenho financeiro (ROE), esse resultado surpreende porque mostra que o nível de independência do conselho fiscal não interfere no desempenho financeiro, embora as duas variáveis são fatores determinantes de divulgação de MN.

Tabela 3 – Correlações entre variáveis determinantes

	Ind%1	Ind%2	DIFF%	INST%	GOV	ALAV	PERF	ROE	MtoB	ANAL
Ind%1	1.0000									
Ind%2	0.4067***	1.0000								
DIFF%	0.4487***	0.2601	1.0000							
INST%	-0.4487	0.2600***	-1.000***	1.0000						
GOV	0.1154	0.0842	0.1251	-0.1251	1.0000					
ALAV	-0.0064	0.0046	-0.0850	0.0850	0.0373	1.0000				
PERF	-0.0106	0.3200***	0.0485	-0.0485	-0.0672	0.0203	1.0000			
ROE	-0.0864	-0.1708*	-0.1345	0.1345	-0.0124	-0.2159**	0.3460***	1.0000		
MtoB	-0.0576	-0.1196	-0.0222	0.0221	0.1543	-0.1504	0.1566*	0.6633***	1.0000	
ANAL	0.1645	0.1083	0.2241**	-0.2241**	0.0722	0.0475	0.2368**	0.0912	-0.0387	1.0000

Fonte: Elaborado pelos autores

Notas *, ** e *** indicam significância a 10%, 5% e 1% respectivamente

A análise das regressões lineares múltiplas (Tabela 4), mostrou que o aumento no IND%2 interfere negativamente para divulgação de MN a 0,002 a um nível de significância de 5%, ou seja, o aumento nível de independência do conselho fiscal interfere negativamente na divulgação de MN, o que pode indicar a presença de assimetria da informação, hipótese 1 desse estudo.

O fato de existir dualidade entre o presidente do conselho de administração e CEO variável GOV, reduz em 0,12% a divulgação de MN a um nível de significância de 5%; o que pode indicar a presença de assimetria de informação, hipótese 1 desse estudo. Nesse estudo a variável analista não foi significativa para divulgação das informações sobre os Modelos de Negócios.

Verificou-se também que o aumento DIFF% e INST% influencia positivamente a divulgação sobre MN a 0,25 a um nível de significância de 1%, ou seja, o aumento na participação do capital não detido por grandes acionistas e na proporção de investidores institucionais interfere positivamente na divulgação de MN, reduzindo a assimetria de informação, hipótese 2 desse estudo; e o aumento na variável Alavancagem a 1%, colabora

positivamente para divulgação de MN a um nível de significância de 5%, o que também colabora para a redução da assimetria da informação.

Tabela 4 – Análise de regressões lineares múltiplas

Ltotal	Robust					
	Coef.	Std. Err.	T	P> t	[95% Conf.	Interval]
IND1%	.0005603	.0008436	0.66	0.508	-.001114	.0022347
IND2%	-.0020331	.0009681	-2.10	0.038**	-.0039544	-.0001117
DIFF%	.2518807	.0706078	3.57	0.001***	.1117437	.3920177
INST	.2520658	.0706653	3.57	0.001***	.1118148	.3923169
FAM	-.1448359	.1176195	-1.23	0.221	-.3782781	.0886063
GOV	-.1245805	.0626445	-1.99	0.050**	-.2489124	-.0002485
ALAVANCA	.0037139	.0018231	2.04	0.044**	.0000956	.0073322
PERFECO	-.0011637	.0012459	-0.93	0.353	-.0036365	.0013091
ROE	.4506108	.840731	0.54	0.593	-1.218.007	2.119.229
MtoB	.0096721	.0087529	1.11	0.272	-.0077	.0270442
ANALISTA	.0023516	.0034687	0.68	0.499	-.0045328	.0092361
cons	-2.470.436	70.61236	-3.50	0.001	-387.1896	-106.8976

Fonte: Elaborado pelos autores

*, ** e *** indicam significância a 10%, 5% e 1% respectivamente

5 Conclusões e Considerações Finais

O presente trabalho visou verificar a presença de assimetria da informação na divulgação das informações sobre MN, tendo como base teórica a teoria da sinalização.

Trabalhou-se com um processo de coleta, identificação e codificação dos formulários de referência (FR) e das informações constantes do site internet (ST) das empresas, fornecendo uma medida da divulgação do banco de dados e uma análise de seus determinantes.

Constatou-se, na amostra das empresas, que, das 15.896 unidades de registro referentes ao MN, a grande maioria diz respeito ao componente “Equação Econômica” e, em elementos particulares, relativas à dinâmica dos custos e à dinâmica das receitas, apresentadas de uma forma quantitativa, incluindo uma dimensão prospectiva; o segundo componente mais citado foi a “Proposta de Valor” composta pelos parâmetros “O acesso à Oferta”, “Os Clientes-Alvo” e a “Descrição da Oferta”; seguidos dos componentes “Arquitetura de Valor”, composta pelos parâmetros “Organização Interna Cadeia de Valor” e “Organização Externa Rede de Valor”; e as “Habilidades e Recursos”, composta pelos parâmetros “Recursos” e as “Competências Organizacionais”. Constatou-se que, em termos práticos, a divulgação é realizada nos FR e ST, canais de divulgação identificados.

Verificaram-se as existências de correlações negativas, uma significativa entre a taxa de distribuição de capital e a variável associada com a presença de investidores institucionais

(fundos de pensão, empresas seguradoras, fundações, bancos de investimentos, etc.), o que diz respeito à preponderância maior de informações divulgadas de MN por essas empresas, ajudando a mitigar assimetria da informação.

Uma correlação positiva dessas duas variáveis em relação ao nível de independência do conselho de administração e conselho fiscal, o que mostra a tendência dos grandes conglomerados em CEO não ocupar também o cargo de presidente do Conselho de Administração e o Conselho Fiscal possuir independência, reduzindo o custo de agência e colaborando para a divulgação de MN, o que também ajuda a mitigar a assimetria da informação.

A análise das regressões lineares múltiplas, mostrou que o aumento no IND%2 interfere negativamente na divulgação, ou seja, o aumento nível de independência do conselho fiscal interfere negativamente na divulgação de MN, o que pode indicar a presença de assimetria de informação, hipótese 1 desse estudo; e que o fato de existir dualidade entre o presidente do conselho de administração e CEO variável GOV, reduz a divulgação de MN, também indicando evidências da presença de assimetria da informação.

Verificou-se também, que o aumento na proporção de investidores institucionais interfere positivamente na divulgação de MN, reduzindo a assimetria da informação, hipótese 2 desse estudo, e o aumento na variável Alavancagem, colabora positivamente para a divulgação de MN.

Verificou-se nesse estudo evidências da existência de assimetria de informação, como nos estudos de Diamond e Verrecchia (1991) e Alves *et al.* (2017), entre as variáveis IND%2, GOV, interferindo negativamente na divulgação de MN e redução da assimetria na variável INST, interferindo positivamente na divulgação de MN. Os achados corroboram as hipóteses desse estudo, o qual contribui com a determinação dos componentes e parâmetros utilizados nos trabalhos acadêmicos que definem os conceitos do modelo de negócios (ALVES *et al.*, 2017), e para verificação da existência de assimetria da informação entre a divulgação dos Modelos de Negócios das empresas do Brasil e dos determinantes de divulgação do MN.

Recomenda-se para as próximas pesquisas, aprofundar-se no tema com dados em painel, verificando se a mitigação assimetria de informação através da divulgação de MN, se reflete em outras dimensões como custo de capital e valor das empresas.

REFERÊNCIAS

AL-TUWAIJRI, S. A.; CHRISTENSEN, T. E.; HUGHES, K. E. I. The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach. **Accounting Organizations and Society**, v. 29, n. 5-6, p. 447-471, 2004.

AMIR, E.; LEV, B. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. **Journal of accounting and economics**, v.22, n.1-3, p. 3-30, 1996.

- AMAL, H., Faten, L. La transparence de l'entreprise et la structure de propriété : cas des entreprises françaises. **31ème conférence de l'Association Francophone de Comptabilité**, Nice, 2010.
- ALVES, P.C.B.; DECOURT, R.; PROTIN, P. The business model as the lever of financial communication of enterprises. In: Congresso Nacional de Administração e Contabilidade – ADCONT. **Anais...**, PUC-Rio, 2017.
- ARROW, K.J. Information and Economic Behavior. **Harvard University**, 1973. (September).
- ARROW, K.J. Economic theory and the financial crisis. **Inf Syst Front**, v.14, n.5, p. 967-970, 2012.
- ASB. A review of narrative reporting by uk listed companies in 2008/2009. **Lodon Accounting Standards Board**, 2009.
- BAGINSKI, S. P.; CLINTON, S. B.; MCGUIRE, S. T. Forward-looking voluntary disclosure in proxy contests. **Contemporary Accounting Research**, v. 31, n. 4, p. 1008-1046, 2014.
- BARREDY, C.; DARRAS, N. L'utilisation d'Internet dans la communication auprès des actionnaires minoritaires dans les entreprises familiales cotées. **Journal des entreprises familiales**, v.1, n.1, p. 41-68, 2008.
- BEATTIE, V.; MACINNES, W.; FEARNLEY, S. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profil and metrics for disclosure quality attributes. **Accounting Forum**, v. 28 , n. 3, p. 205-236, 2004, 2004.
- BEATTIE, V.; SMITH, S.J. Value Creation and Business Models: Refocusing the Intellectual Capital Debate. **The British Accounting Review**, v.45, n. 4, p. 243-254, 2013.
- BEN ALI, C.; GETTLER-SUMMA, M. La communication financière et la structure de propriété : le cas français. **27ème conférence de l'Association Francophone de Comptabilité, Hammamet**, Tunisie, 2006.
- BERETTA, S.; BOZZOLAN, S. Quality versus Quantity: The Case of Forward-Looking Disclosure. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 23, n.3, p. 333-375, 2008.
- BERTRAND, F. Transparence de l'information: Les stratégies de communication financière des grandessociétésfrançaisescotées. Doctoratès sciences de gestion, Aix-en-Provence: **Université'Aix-en-Provence**, 2000.
- BERTRAND, F.; DISLE, C.; GONTHIER-BESACIER, N.; PERIER, S.; PROTIN, P. Business model and financial information.**French accounting review**, v. 454, p. 35-39, 2012.
- _____. A measure of the voluntary disclosure information concerning the business model by large French companies listed, 2015.
- BIRJANDI, H.; HAKEMI, B.; SADEGHI, M. M. M. The study of the effect of agency theory and signaling theory on the level of voluntary disclosure of listed companies on the Tehran Stock Exchange. **Research Journal of Finance and Accounting**, v. 6, n.1, p. 174-183, 2015.
- BOZZOLAN, S.; TROMBETTA, M.; BERETTA, S. Forward-looking disclosures, financial verifiability and analysts'forecasts: A study of cross-listed european firms. **European**

Accounting Review, v.18, n.3, p. 435-473, 2009.

BRENNAN, M. J.; TAMAROWSKI, C. Inverstor relations, liquidity, and stock prices. **Journal of Applied Corporate Finance**, v.12, n.4, p. 26-37, 2000.

BUSHEE, B. J.; NOE, C. F. Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. **Journal of Accounting Research**, 38 (Supplément), p. 171-202, 2000.

DE BOURMONT, M. Les études portant sur les déterminants d'une publication volontaire d'informations au sein des rapports annuels : une approche analytique et méthodologique appliquée à la recherche et au développement. Doctorat ès sciences de gestion, Paris: **Ecole des Hautes Etudes Commerciales**, 2009.

DECOURT, R. F. *et al.* 'Information asymmetry index: the view of market analysts'. 28th annual meeting. **European Financial Management Association, Annual Meeting**, 2019.

DEMERS, E.; LEV, B. A rude awakening: Internet shakeout in 2000. **Review of Accounting Studies**, v.6, n.2, p. 331-359, 2001.

DEMIL, B.; LECOQ, X. Evolución de Modelos de Investigación y Simulación de negócio: Hacia una Visión", da estrategia no Lago Términos de coherenciadinámica. **Universia Business Review**, v.23, p. 86-107, 2009.

_____. Business model: Toward a dynamic consistency view of strategy. **Long Range Planning**, v.43, p. 272-246, 2010.

DEPOERS, F. A informação contida nas informações societais: Conceito e mensuração. **Comptabilité - Contrôle – Audit**, v.6, n.2, p. 115-131, 2000.

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **Journal of Finance**, v.46, n.4, p.1325-1359, 1991.

DISLE, C.; PERIER, S.; GONTHIER-BESACIER, N.; BERTRAND, F.; PROTIN, P. Business Model and financial reporting: how has the concept been integrated into the IFRS framework? **Revista Comptabilité, Contrôle**, v. 22, n. 1, p. 85-119, abril 2016.

DYE, R.A. An evaluation of & Essays on disclosure and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 2001, p. 181-235, 2001.

ELBERRY, N.S. Corporate Investment Efficiency, Disclosure Practices and Governance: A Systematic Literature Review and Empirical Evidence. **Faculty of Business and Law University of Portsmouth United Kingdom**, 2018.

EL GAZZAR, S. M. Predisclosure information and institutionnal ownership: a cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. **The Accounting Review**, v.73, n.1, p. 119-129, 1998.

EFRAG; ANC; ASCG; OIC; FRC. Getting a Better Framework – The role of the business model in financial reporting. Bulletin, **EFRAG**, 2013.

EFRAG; ANC; FRC. The role of the business model in financial statments: feedback statement on research paper. Bulletin, **EFRAG**, 2014.

EFRAG. Getting a better framework – profit or loss versus oci **European Financial**

Reporting Advisory Group, 2015.

ETTREDGE, M.; RICHARDSON, V. J.; SCHOLZ, S. Dissemination of information for investors at corporate Web sites. **Journal of Accounting and Public Policy**, v.21, n.4-5, p. 357-369, 2002.

FERGUSON, M. J.; LAM, K. C. K.; LEE, G. M. Voluntary Disclosure by State-owned Enterprises Listed on the Stock Exchange of Hong Kong. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v.13, n.2, p.125-152, 2002.

GAJEWSKI, J. F.; LI, L. Can internet-based disclosure reduce information asymmetry?. **Advances in Accounting, Elsevier**, v.31, n.1, p. 115-124, 2015.

HOSSAIN, M.; PERERA, M. H. B.; RAHMAN, A. R. Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies. **Journal of International Financial Management and Accounting**, v.6, n.1, p. 69-87, 1995.

HACKSON, D.; MILNE, M. J. Some determinants of social and environmental disclosures in new zealand companies. **Journal Accounting, Auditing & Accountability**, v.9, n.1, p. 77-108, 1996.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Information disclosure and corporate governance. **The journal of finance**, v.67, n.1, p. 195-233, 2012.

HUGHES, S. B.; ANDERSON, A.; GOLEN, S. Corporate environmental disclosures: Are they useful in determining environmental performance? **Journal of Accounting & Public Policy**, v.3, n.20, p. 217-240, 2001.

JOHNSON, M.W.; CHRISTENSEN, C.C.; KAGERMANN, H. Reinventing your business model. **Harvard Business Review**, v.86, n.12, p. 57-68, 2008.

KARAMANOU, I.; VAFEAS, N. The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis. **Journal of Accounting Research**, v.43, n.3, p. 453-486, 2005.

KATEB, I.; MATOUSSI, H.; BOUNFOUR, A. Les déterminants de l'offre volontaire d'informations sur le capital immatériel : une analyse de contenu des rapports annuels des grandes firmes françaises. **30ème conférence de l'Association Francophone de Comptabilité**, Strasbourg, 2009.

KINI, O.; SHENOY, J.; SUBRAMANIAM, V. Impact of Financial Leverage on the Incidence and Severity of Product Failures: Evidence from Product Recalls. **The Review of Financial Studies**, v.30, n.5, p. 1790-1829, 2017.

KOTHARI, S. P.; WYSOCKI, P. D.; SHU, S. Do managers withhold bad news? **Journal of Accounting Research**, v.47, n.1, p. 241-276, 2009.

LABELLE, R.; SCHATT, A. Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises. **Finance - Contrôle - Stratégie**, v.8, n.3, p.77-104, 2005.

LAMBERT, R. A.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. **Review of Finance**, v.16, p. 1-29, 2011.

LANG, M.; LUNDHOLM, R. Cross sectional determinants of analyst rating of corporate

- disclosures. **Journal of Accounting Research**, v.31, n.2, p. 246-271, 1993.
- LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, Supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm (2000), p. 91-124, 2000.
- MACAGNAN, C. B. Voluntary disclosure: factors explaining the extent of information on intangible resources. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, 2009.
- MALONE, D.; FRIES, C.; JONES, T. An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v.8, n.3, p. 249-273, 1993.
- MEEK, G.; SAUDAGARAN, S. A survey of research on financial reporting in a transnational context. **Journal of Accounting Literature**, v.9, n.145, p.145-182, 1990.
- MICHAÏLESCO, C. Une étude empirique des déterminants de la qualité de l'information diffusée par les entreprises françaises au cours de la période 1991-1995. **Comptabilité - Contrôle - Audit**, v.5, n.1, p. 83-108, 1999.
- ORENS, R.; AERTS, W.; CORMIER, D. Web-based non-financial disclosure and cost of finance. **Journal of Business Finance & Accounting**, v.37, n. 9-10, p.1057-1093, 2010.
- OSTERWALDER, A. The business model ontology – a proposition in a design science approach. **Lausanne: Université de Lausanne**, 2004.
- OSTERWALDER, A.; PIGNEUR, Y.; & TUCCI, C. L. Clarifying Business Models :origins , present, and future of the concept. **AIS Revistas**, v.6, n.1, p. 1–25, 2005.
- OXIBAR, B. La diffusion d'information sociétale dans les rapports annuels et les sites internet des entreprises françaises. **Doctorat ès sciences de gestion, Paris: Université Paris Dauphine**, 2003.
- PALEPU, K. G. Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis. **Journal of Accounting & Economics**, v.8, n.1, p. 3-35, 1986.
- PERCY, M. Financial reporting discretion and voluntary disclosure : corporate research and development expenditure in Australia. **Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics**, v.7, n.1, p. 1-31, 2000.
- PROTIN, P.; DISLE, C.; GONTHIER-BESACIER, N.; BERTRAND, F.; PERIER, S. (2016), Divulgarion volontaire sur le Business model: le cas des entreprises du CAC40, **Congrès de l'AFC**, Clermont-Ferrand, mai 2016.
- PROTIN, P.; DECOURT, R.; BARBOSA, A.P.C. Le Business Model Comme Levier de Communication FinanciereDesEntreprises. **Revue international d'intelligence économique**, v. 10, n. 1, pág. 61-84, 2018.
- RAFFOURNIER, B. The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies. **European Accounting Review**, v.4, n.2, p. 261-280, 1995.
- ROGERS, J. L.; BUSKIRK, A. V.; ZECHMAN, S. L. C. Disclosure tone and shareholder litigation. **Accounting Review**, v.86, n.6, p. 2155-2183, 2011.
- SUKHARI, A.; VILLIERS, C. The influence of integrated reporting on business model and

- strategy disclosures. **Australian Accounting Review**, v. 29, Issue 4, p. 708-725, 2019.
- STIGLITZ, J. E. Information and economic analysis: a perspective. **The Economic Journal**, v.95, p. 21-41, 1985.
- STIGLITZ, J. E. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. **The Quarterly Journal of Economics**, v.115, n.4, p. 1441-1478, 2000.
- TULLIO D., Patrizia et al. In search of legitimacy a semiotic analysis of business model disclosure practices. **Journal is available on Emerald Insight**. Disponível em: <www.emeraldinsight.com/2049-372X.htm>. Acesso em 10 nov. 2019.
- VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, p. 179-194, 1983.
- VERRECCHIA, R. E. Information quality and discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 12, n. 4, p. 365-380, 1990.
- VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.
- VERRIEST, A.; GAEREMYNCK, A. What Determines Goodwill Impairment? **Review of Business and Economics**, v.65, n.2, p. 106-128, 2009.
- WAGENHOFER, A. Voluntary disclosure with a strategic opponent. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 12, p. 341-363, 1990.
- WALLACE, R. S. O.; NASER, K.; MORA, A. The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain. **Accounting and Business Research**, v.25, n.97, p.41-53, 1994.
- WISEMAN, J. An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports. **Accounting Organizations and Society**, v.7, n.1, p. 53-64, 1982.
- ZHANG, F.; QIN, X.; LIU, L. The interaction effect between ESG and green innovation and its impact on firm value from the perspective of information disclosure. **Sustainability**, v. 12, n. 5, p.1866, 2020.