

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
DOUTORADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

CASSIUS KLAY SILVA SANTOS

RELATO INTEGRADO E VALOR DE MERCADO DE COMPANHIAS
BRASILEIRAS

UBERLÂNDIA
2022

CASSIUS KLAY SILVA SANTOS

**RELATO INTEGRADO E VALOR DE MERCADO DE COMPANHIAS
BRASILEIRAS**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Controladoria

Orientador: Prof. Dr. Gilberto José Miranda

**UBERLÂNDIA
2022**



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Defesa de:	Tese de Doutorado Acadêmico Número 026 - PPGCC				
Data:	18 de agosto de 2022	Hora de início:	14:00 h	Hora de encerramento:	17:05 h
Matrícula do Discente:	11813CCT001				
Nome do Discente:	Cassius Klay Silva Santos				
Título do Trabalho:	RELATO INTEGRADO E VALOR DE MERCADO DE COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS				
Área de concentração:	Contabilidade e Controladoria				
Linha de pesquisa:	Controladoria				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	PPGCC02: Controladoria e Gestão de Custos				

Reuniu-se, por meio do sistema de web conferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, assim composta: Professores(as) Doutores(as): Denise Mendes da Silva - UFU, Rodrigo Fernandes Malaquias - UFU, Sônia Maria da Silva Gomes - UFBA, Simone Letícia Raimundini Sanches - UEM e Gilberto José Miranda - UFU, orientador do candidato.

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, Gilberto José Miranda, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o senhor presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos(às) examinadores(as), que passaram a arguir o candidato. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

APROVADO

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título descrito na tabela acima. O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Gilberto José Miranda, Professor(a) do Magistério Superior**, em 18/08/2022, às 17:11, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Denise Mendes da Silva, Professor(a) do Magistério Superior**, em 18/08/2022, às 17:18, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Rodrigo Fernandes Malaquias, Professor(a) do Magistério Superior**, em 19/08/2022, às 11:56, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Simone Leticia Raimundini Sanches, Usuário Externo**, em 19/08/2022, às 17:14, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Sonia Maria da Silva Gomes, Usuário Externo**, em 14/09/2022, às 09:07, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3711042** e o código CRC **4C29C27A**.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

S237r Santos, Cassius Klay Silva, 1987-
2022 Relato integrado e valor de mercado de companhias brasileiras
[recurso eletrônico] / Cassius Klay Silva Santos. - 2022.

Orientador: Gilberto José Miranda.
Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia, Programa
de Pós-Graduação em Ciências Contábeis.
Modo de acesso: Internet.
Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.te.2022.5351>
Inclui bibliografia.
Inclui ilustrações.

1. Contabilidade. I. Miranda, Gilberto José, 1974-, (Orient.). II.
Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis. III. Título.

CDU: 657

Rejâne Maria da Silva
Bibliotecária - CRB-6/1925

Às minhas avós Amélia (*in memoriam*) e Geralda (*in memoriam*), que mesmo sem saber ao certo o que significava fazer um doutorado sempre me incentivaram, parabenizaram e torceram por mim.

AGRADECIMENTOS

Agradeço àqueles que, por um momento que seja, contribuíram para minha formação.

Agradeço aos meus queridos pais Aparecida e Cleantes, por sempre me apoiarem nas decisões que tive em relação a tudo na vida, não somente aos estudos. Por acreditarem no meu potencial, serem sempre meus maiores incentivadores, e oferecem suporte, amor, carinho, atenção e tudo mais que fosse possível ao longo de toda minha vida.

Agradeço a minha irmã Marli que sempre ofereceu suporte e esteve presente em várias fases do desenvolvimento desta pesquisa e está sempre presente nas minhas conquistas e crescimento pessoal e profissional.

Agradeço a minha esposa e companheira de vida Mariana Ruiz Nascimento por estar ao meu lado por vários momentos de vida, sempre uma pessoa que acredita em mim e me faz crescer a cada dia. Por todo o amor e carinho concedido e por muitas vezes me auxiliar a alinhar os pensamentos e traçar os meus objetivos, não só em relação a pesquisa, mas em vários momentos e situações ser meu alicerce. Te amo!

Agradeço aos meus queridos amigos Higor Oliveira e Rafael Leal que são parte da minha família, estão sempre me acompanhando nessas jornadas e ouvindo minhas reclamações e desabafos sobre os problemas, e me oferecendo suporte. Também agradeço meus amigos de longa data e que sempre estiveram presentes, em especial a Lara Fabiana, Camilla Soueneta, Reiner Botinha, Vanessa Ramos, Alessandra Vieira, José Tarocco, João Paulo Barbosa, Fabiolla Gonçalves, Mônica Aparecida, Samuel Mamede, Gleison de Abreu, e Fláida Emine, por compreenderem minhas ausências e sempre torcerem pelo meu sucesso.

Agradeço aos meus colegas de curso que juntos compartilhamos vários momentos ao longo das aulas, trabalhos, e outras atividades, e por proporcionarem contribuições que me auxiliaram no desenvolvimento da pesquisa, em especial as minhas amigas Larissa Couto, Taís, Sabrina, e Tatiane. Muito obrigado. O apoio de vocês foi muito importante nesta jornada.

Agradeço ao meu estimado orientador Prof. Gilberto, por todo o tempo e conhecimento gentilmente oferecido, pela paciência durante nossas reuniões e discussões sobre qual “o melhor caminho na pesquisa”, uma pessoa e profissional íntegro. Também por sempre me manter confiante, mesmo nos dias que tudo parecia não estar dando certo. Sempre me ofereceu assistência para superar as dificuldades que surgem em um processo de pesquisa. Me orgulho de ter recebido suas orientações ao longo dessa etapa de formação, e carrego comigo todos os ensinamentos compartilhados. Muito obrigado!

Agradeço a todos os professores do PPGCC UFU que me permitiram participar de suas aulas e ampliar meu conhecimento. Eles sempre estiveram muito dispostos a contribuir e auxiliar no processo de pesquisa e minha qualificação profissional. Agradeço em especial ao Prof. Janser por todo o auxílio, tempo e atenção disponibilizados ao longo das análises estatísticas, que contribuíram significativamente para a qualidade deste trabalho.

Agradeço aos Professores Rodrigo Malaquias, Denise Mendes, e Lúcia Rodrigues, por aceitarem participar da minha banca de qualificação e contribuem com vários apontamentos e comentários que favoreceram a qualidade do trabalho. Também agradeço aos Professores Rodrigo Malaquias, Denise Mendes, Simone Leticia Raimundini Sanches, e Sônia Gomes por aceitarem o convite de participação na banca de defesa e dedicarem tempo para a leitura e apontamentos que certamente enriquecerá a pesquisa.

Agradeço a Professora Silvia Casa Nova por me permitir participar, como aluno visitante, na disciplina de análise qualitativa, o que contribuiu muito para que os procedimentos aplicados nessa pesquisa tivessem maior exatidão e qualidade.

Agradeço as contribuições oferecidas pelas Professoras Sirlei Lemes e Gilvânia Gomes, e os Professores César Silva e Roberto Klann pelas contribuições sugeridas no “Seminário de discussão de Pesquisas” e às contribuições do Prof. Valcemiro Nossa no “Consórcio Doutoral Anpcont”. Também agradeço a Profa. Lúcia Lima pelos apontamentos realizados no “Debate de propostas de pesquisas” do PPGCC/UFU. Todas essas etapas de discussões contribuíram para o desenvolvimento desta pesquisa.

Muito obrigado a todos vocês!

RESUMO

O modelo de divulgação denominado Relato Integrado (RI) surge com uma proposta de apresentação de informações financeiras e não financeiras em um único formato de relatório, com ênfase em seis tipos de capitais (Humano, Intelectual, Manufaturado, Social e de Relacionamento, Natural e Financeiro), conforme proposto pelo IIRC (2013). Diferentes estudos avaliaram que a divulgação de informações no modelo RI contribui para o conteúdo informacional divulgado pelas empresas e tem potencial em contribuir com o valor de mercado das empresas. Contudo, não foram identificadas pesquisas que avaliam o contexto da divulgação voluntária dessas informações, ou que verifica diretamente o tipo de conteúdo divulgado no RI. Diante disso, a presente pesquisa teve como objetivo principal identificar a relação entre as informações divulgadas no relato integrado elaborado com base nas diretrizes do IIRC e o valor de mercado das empresas brasileiras. Para atender ao objetivo foi necessário trabalhar em três estágios: 1. Desenvolver um instrumento de conformidade de divulgação das informações das empresas no modelo do RI, validado teoricamente; 2. Identificar quando o mercado acionário reage em relação à divulgação do RI; 3. Analisar como as informações associadas ao RI impactam na formação do Valor de Mercado das companhias listada na B3. A amostra de pesquisa foi composta por 54 empresas listadas na B3, com divulgação do RI ao longo dos anos de 2017, 2018, e 2019. O desenvolvimento desta pesquisa resultou na construção de um instrumento de conformidade ao RI, validado teoricamente com a aplicação da técnica Delphi. Também foi identificado que na primeira divulgação do RI, pelas empresas listadas na B3, houve um efeito abaixo do esperado no segundo dia pós-divulgação, avaliado pelo estudo de eventos. Por fim, mesmo tendo sido identificada correlação entre os tipos de capitais e o valor de mercado das companhias, não foi encontrada, para a amostra investigada, efeito de divulgação das informações dos seis tipos de capitais, que compõem o modelo do RI, no valor de mercado das companhias no processo de análise por regressão multinível. Esses achados sugerem que as informações no modelo RI afetam o preço da ação após a divulgação, podendo ser base de consulta para a tomada de decisão dos usuários. Os resultados também preconizam o potencial que as informações na estrutura do RI têm em relação à definição do valor de mercado das companhias, em um contexto de divulgação voluntária. No entanto, não foi observada contribuição estatisticamente positiva no conteúdo divulgado no modelo RI e o valor de mercado das companhias.

Palavras-chave: Relato Integrado. Valor de mercado. Divulgação Voluntária. Teoria da Divulgação. B3.

ABSTRACT

The disclosure model called Integrated Reporting (IR) comes up with a proposal to present financial and non-financial information in a single report format, with emphasis on six types of capital (Human, Intellectual, Manufactured, Social and Relationship, Natural and Financial), as proposed by the IIRC (2013). Different studies have evaluated that the disclosure of information in the IR model contributes to the information content disclosed by companies and has the potential to contribute to the market value of companies. However, no research was identified that assesses the context of voluntary disclosure of this information, or that directly verifies the type of content disclosed in RI. Therefore, the main objective of this research was to identify the relationship between the information disclosed in the integrated report prepared based on IIRC guidelines and the market value of Brazilian companies. To meet the objective, it was necessary to work in three stages: 1. Develop a compliance instrument for disclosing company information in the IR model, theoretically validated; 2. Identify when the stock market reacts in relation to the IR disclosure; 3. Analyze how the information associated with IR impacts on the formation of the Market Value of companies listed on B3. The research sample consisted of 54 companies listed on B3, with IR disclosure over the years 2017, 2018, and 2019. The development of this research resulted in the construction of an IR compliance instrument, theoretically validated with the application of the IR Delphi technique. It was also identified that in the first disclosure of the IR, by the companies listed on B3, there was a lower-than-expected effect on the second post-disclosure day, evaluated by the event study. Finally, even having identified a correlation between the types of capital and the market value of the companies, it was not found, for the investigated sample, an effect of disclosure of information on the six types of capital, which make up the IR model, in the value of companies in the multilevel regression analysis process. These findings suggest that the information in the IR model affects the share price after disclosure, and can be a reference base for users' decision making. The results also advocate the potential that the information in the IR structure has in relation to the definition of the market value of companies, in a context of voluntary disclosure. However, no statistically positive contribution was observed in the content disclosed in the RI model and the market value of the companies.

KEYWORDS: Integrated Reporting. Market value. Voluntary disclosure. Theory of disclosure. B3.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Procedimentos de aplicação da técnica Delphi.....	18
Figura 2 - Processo para definição dos elementos teóricos e palavras-chave: exemplo	28
Figura 3 - Etapas de identificação do conteúdo no Relato Integrado.....	29
Figura 4 – Relação entre o RI e o valor da firma	38
Figura 5 – Sequência de procedimentos para o estudo de eventos.....	42
Figura 6 - Processo de geração de valor na organização.....	57

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Tipos de relatórios corporativos.....	12
Quadro 2 - Conceitos e abrangência dos tipos de capitais	14
Quadro 3 - Formas de Eficiência.....	40
Quadro 4 - Definição da amostra de pesquisa	63
Quadro 5 - Descrição das variáveis referente a regressão linear.....	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Critérios para a classificação da dispersão dos dados por meio do Coeficiente de Variação.....	23
Tabela 2 - Instrumento de conformidade definido com a aplicação da técnica Delphi.....	26
Tabela 3 - Índice de conformidade ao Relato Integrado	30
Tabela 4 - Estatística descritiva dos retornos	47
Tabela 5 - Teste de diferença de médias para o retorno anormal	48
Tabela 6 - Estatística descritiva do índice de conformidade ao RI para os tipos de capitais ...	71
Tabela 7 - Estatística descritiva do índice de conformidade ao RI para os tipos de capitais em função do setor	74
Tabela 8 - Estatística descritiva do índice de conformidade ao RI em relação ao nível de governança corporativa.....	75
Tabela 9 - Correlação de <i>Spearman</i> entre o valor de mercado e os tipos de capitais.....	76
Tabela 10 - Resultado obtido pela regressão ajustada do modelo multinível	77

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AIC	<i>Critério de Informação de Akaike</i>
ANEEL	<i>Agência Nacional de Energia Elétrica</i>
ANEFAC	<i>Associação Nacional de Executivos</i>
AUD	<i>Empresa de Auditoria</i>
B3	<i>Brasil, Bolsa e Balcão</i>
BIC	<i>Critério de Informação Bayesiano</i>
CBARI	<i>Comissão Brasileira de Acompanhamento ao RI</i>
CF	<i>Capital Financeiro</i>
CFC	<i>Conselho Federal de Contabilidade</i>
CH	<i>Capital Humano</i>
CI	<i>Capital Intelectual</i>
CM	<i>Capital Manufaturado</i>
CN	<i>Capital Natural</i>
CS	<i>Capital Social e de Relacionamento</i>
CV	<i>Coefficiente de Variação</i>
CVM	<i>Comissão de Valores Mobiliários</i>
ET	<i>Elemento Teórico</i>
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
HEM	<i>Hipótese da Eficiência de Mercado</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
ICC	<i>Coefficiente de Correlação Interclasse</i>
ICF	<i>Índice de conformidade ao RI do Capital Financeiro</i>
ICG	<i>Índice de conformidade ao RI Geral</i>
ICH	<i>Índice de conformidade ao RI do Capital Humano</i>
ICI	<i>Índice de conformidade ao RI do Capital Intelectual</i>
ICM	<i>Índice de conformidade ao RI do Capital Manufaturado</i>
ICN	<i>Índice de conformidade ao RI do Capital Natural</i>
ICRI	<i>Índice de Conformidade ao Relato Integrado</i>
ICS	<i>Índice de conformidade ao RI do Capital Social e de Relacionamento</i>
IDSA	<i>Institute of Directors in South American</i>

IFRS	<i>International Financial Reporting Standard</i>
IIRC	<i>International Integrated Reporting Council</i>
Ke	<i>Custo do Capital Próprio</i>
LG	<i>Liquidez Geral</i>
N1	<i>Nível 1</i>
N2	<i>Nível 2</i>
NG	<i>Nível de Governança Corporativa</i>
NM	<i>Novo Mercado</i>
PwC	<i>PricewaterhouseCoopers</i>
RI	<i>Relato Integrado</i>
ROA	<i>Retorno sobre o Ativo</i>
SASB	<i>Sustainability Accounting Standards Board</i>
Selic	<i>Taxa Selic</i>
TAM	<i>Tamanho da empresa</i>
TEM	<i>Tempo de divulgação do RI</i>
TRV	<i>Teste de Razão de Verossimilhança</i>
VIF	<i>Fator de Inflação da Variância</i>
VM	<i>Valor de Mercado</i>
WICI	<i>World Intellectual Capital/Assets Initiative</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
1.1 Contextualização	1
1.2 Lacunas de pesquisa	4
1.3 Problema e objetivo de pesquisa.....	6
1.4 Tese proposta.....	6
1.5 Justificativa e contribuições	7
1.6 Estrutura da pesquisa.....	9
2 FRAMEWORK PARA AVALIAÇÃO DO CONTEÚDO INFORMACIONAL DO RELATO INTEGRADO: UMA PROPOSTA BASEADA NA TÉCNICA DELPHI	10
2.1 Introdução	10
2.2 Referencial teórico	11
2.2.1 Relato Integrado: conceitos, origem e evolução	11
2.3 Aspectos Metodológicos.....	15
2.3.1 Apresentação da técnica Delphi	15
2.3.2 Elaboração do instrumento de pesquisa	19
2.3.3 Técnica Delphi – Seleção de especialistas	20
2.3.4 Medida de consenso entre os especialistas.....	22
2.4 Resultados de aplicação da técnica <i>Delphi</i>	23
2.4.1 Primeira rodada – Técnica Delphi.....	23
2.4.2 Segunda rodada – Técnica Delphi.....	24
2.4.3 Terceira e última rodada – Técnica Delphi	25
2.4.4 Aplicação do instrumento de conformidade.....	28
2.5 Considerações finais	32
3 RELATO INTEGRADO E O RETORNO DAS AÇÕES.....	35
3.1 INTRODUÇÃO.....	35
3.2 REFERENCIAL TEÓRICO	36
3.2.1 Relato Integrado e Valor de Mercado	36
3.2.2 Hipótese de Mercado Eficiente	40
3.3 METODOLOGIA.....	41
3.3.1 Procedimentos para o Estudo de Eventos	41
3.3.2 Amostra da pesquisa e coleta de dados	43
3.3.3 Tratamento e análise dos dados.....	44
3.4 RESULTADOS	46

3.5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	49
4.	RELATO INTEGRADO: CONTEÚDO DOS CAPITAIS E VALOR DE MERCADO	52
4.1	Introdução	52
4.2	Referencial Teórico	53
4.2.1	Teoria da divulgação	53
4.2.2	Relato Integrado e a criação de valor	56
4.3	ASPECTOS METODOLÓGICOS	61
4.3.1	Instrumento de conformidade.....	61
4.3.2	Aplicação do instrumento de conformidade.....	62
4.3.3	Seleção da amostra e coleta de dados.....	62
4.3.4	Tratamento e análise dos dados.....	64
4.3.5	Modelos hierárquicos lineares.....	65
4.4	Resultados	70
4.4.1	Análise descritiva	70
4.4.2	Análise de correlação entre valor de mercado e tipos de capitais do RI.....	76
4.4.3	Análise do modelo de regressão multinível	77
4.5	Considerações Finais	80
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS GERAIS	84
	REFERÊNCIAS	89
	APÊNDICES	102
	Apêndice A – Instrumento preliminar de coleta com a composição dos tipos de capitais, elemento teórico e palavras-chave	102
	Apêndice B – Modelo do instrumento de conformidade apresentado aos especialistas na primeira rodada da técnica <i>Delphi</i>	104
	Apêndice C – Instrumento final para análise de conteúdo no RI	107
	Apêndice D – Composição da amostra – estudo de eventos: empresa, ano de referência, fonte da informação	110
	Apêndice E – Composição da amostra do teste de conformidade: empresa, nível de governança, setor, ano da primeira divulgação	111

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O Relato Integrado (RI) é proposto pelo *International Integrated Reporting Council* (IIRC) como um formato de divulgação capaz de apresentar informações mais completas a respeito das operações de uma empresa, e vincula informações financeiras e não financeiras elencadas em seis tipos de capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social e de relacionamento e natural) que são utilizadas em suas atividades. Por ser um formato de divulgação iniciado em 2010, o processo de entendimento dos efeitos de divulgação ainda está em construção.

O IIRC (2013) formaliza a proposta RI com o objetivo de melhoria no processo informacional, com o intuito de contribuir para que os conteúdos apresentados pelas empresas consigam promover maior relevância para os usuários dessas informações. Buscas por melhorias no processo de divulgação e informação de empresas é um processo constante, em que o objetivo é prover mais conteúdo que subsidie os interessados no processo de tomada de decisão (SLEWINSKI; CAMACHO; SANCHES, 2015). Cohen *et al.* (2012) e Wagner (2020) argumentam que no processo informacional se faz necessário maior volume de informações não financeiras, sendo esta uma demanda do próprio mercado para acompanhar as atividades das empresas. Percebe-se que, neste contexto, o RI abrange características que são esperadas em propostas de divulgação que atendam as partes interessadas sobre o processo de operação das empresas.

O modelo de divulgação em RI é definido como “um documento conciso sobre como a estratégia, a governança, o desempenho e as perspectivas de uma organização, no contexto de seu ambiente externo, levam à geração de valor em curto, médio e longo prazo” (IIRC, 2013, p. 07). Sendo assim, é observada uma busca por reunir diferentes tipos de informações que proporcionem maior conhecimento sobre as operações da empresa e suas atividades de forma mais completa. Um fato a ser destacado é que as diretrizes estabelecidas para o RI dão autonomia para que as empresas publiquem informações relacionadas aos capitais que julgarem relevantes para a geração de valor à empresa (IIRC, 2013).

A divulgação de informações por meio do RI ocorre de forma voluntária na maior parte dos países que incentivam as companhias a adotar tal formato de divulgação, com exceção da África do Sul. As empresas que são listadas na bolsa de valores de Johannesburgo (JSE) são obrigadas a realizar a divulgação do RI desde 2010, conforme estabelecido em pronunciamento

do setor de regulamentação do próprio país (*Institute of Directors in South American* [IDSA], 2009). A condição de não obrigatoriedade em outros países não desestimula a publicação, uma vez que informações adicionais divulgadas em caráter voluntário têm capacidade de enriquecer o conteúdo publicado de forma obrigatória (PWC, 2013). Segundo informações divulgadas pela IIRC (2018), no ano de 2017, mais de 500 empresas em todo o mundo estavam oficialmente divulgando o RI para o mercado.

O processo de estímulo à divulgação e discussões de melhorias no formato do RI segue de forma constante com o apoio de diferentes órgãos regulamentadores, normatizadores e instituições em geral. As discussões para proposta inicial do modelo se iniciaram em 2010 com o IIRC. Em 2013 foi divulgado o *Framework Integrated Reporting* com as diretrizes e características para a orientação de divulgação de um RI com informações financeiras e não financeiras como um parâmetro de aplicação mundial. Apesar de não terem sido feitas modificações significativas, quando comparado à primeira versão do *framework*, as diretrizes passaram por algumas modificações quanto a clareza e objetividade, após uma consulta à diferentes públicos com interesse nesse modelo de divulgação, sendo publicada uma nova versão em 2021 (IIRC, 2021).

O IIRC, desde o início da proposta, evidencia que o RI não tem como função substituir outros tipos de relatórios utilizados atualmente pelas empresas, mas de complementar e contribuir com um melhor processo de divulgação. Dessa forma, houve participação de diferentes grupos, como o *Global Reporting Initiative* (GRI), o *International Financial Reporting Standards* (IFRS), e o *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) para a evolução e incentivo ao uso do RI ao longo do tempo. Nos anos de 2020 e 2021 também foi realizada uma consulta pública, promovida pelo IIRC, para avaliar a possibilidade de o RI ser incorporado ao *IFRS Foundation*. Tendo sido aprovado, o processo de incorporação foi iniciado em julho de 2022 e se espera que seja concluído em dois anos (IFRS, 2022).

Além das mudanças globais, como a estrutura e o formato do relatório, que evoluíram ao longo do tempo, em uma perspectiva nacional o RI também se mostra um modelo de divulgação com potencial de adoção pelas companhias listadas no país. O processo de teste piloto realizado em 2010 pelo IIRC teve 100 empresas de diferentes nacionalidades para as publicações e propostas de melhoria inicial, e seis empresas presentes no Brasil participaram deste grupo piloto. Desde então é possível observar um crescimento contínuo de empresas que estão listadas na B3 e fazem divulgação no modelo de RI. Parte desse crescimento pode ser atribuído ao fato da B3, que incentiva a divulgação de informações adicionais ao mercado. Dentre as opções de conteúdos não obrigatórios, a B3 incentiva as companhias listadas no

mercado acionário a fazer divulgação do RI, ou do GRI. As empresas listadas na B3, por sua vez, devem preencher um relatório informando qual modelo foi divulgado, ou então justificar o motivo de não os divulgar.

No Brasil também há uma comissão de discussão e debate sobre regras, formas de aplicação e percepções, denominada Comissão Brasileira de Acompanhamento do Relato Integrado (CBARI), que contribui diretamente para as adaptações, revisões e melhorias aplicadas pelo IIRC às diretrizes do modelo e sua utilização. O RI também chamou a atenção de órgãos reguladores: o Comitê de Pronunciamentos Contábeis apresentou uma orientação técnica, “OCPC 9 – Relato Integrado”, que passou a ter vigência em 2021, sendo mais um parâmetro de elaboração para as companhias que optem por publicar informações neste modelo. Em 2020 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu a Resolução CVM nº 14/2020, tornado obrigatório o processo de auditoria independente sobre os relatórios referentes ao exercício social de 2021 e elaborados no modelo RI. Todos estes fatos indicam um posicionamento mais criterioso para as empresas listadas B3, e uma preocupação por parte dos órgãos normatizadores e reguladores sobre as informações neste modelo, apontando a relevância que elas possam exercer para os usuários em geral.

Diferentes pesquisas (KUSSABA, 2015; HIGUCHI *et al.*, 2015; DANTAS; RIOS, 2016 ALVES; KASSAI; LUCAS, 2017; MELLONI; CAGLIO; PEREGO, 2017; MANTOVANI *et al.*, 2017) investigaram se as informações divulgadas pelas empresas seguiam as diretrizes recomendadas pelo IIRC (2013). Alguns destes estudos identificaram que as empresas divulgam o RI e não atendem as características indicadas pelo IIRC (2013) (ALVES; KASSAI; LUCAS, 2017; MELLONI; CAGLIO; PEREGO, 2017; MANTOVANI *et al.*, 2017). Por outro lado, houve estudos que verificaram, entre as companhias avaliadas, melhorias informacionais quando é compreendido mais de um período de divulgação, ou então companhias que participaram do projeto piloto de aplicação do RI (KUSSABA, 2015; HIGUCHI *et al.*, 2015; DANTAS; RIOS, 2016).

Outros estudos também avaliaram o efeito da publicação do RI para as empresas, observando elementos de conformidade por meio de modelos próprios de avaliação, como Lee e Yeo (2015) e Zhou, Smnett e Green (2017). Lee e Yeo (2015) identificaram que é perceptível uma associação positiva entre a apresentação do RI com o valor de mercado das empresas, principalmente em empresas com maior grau de complexidade (alto valor de ativos intangíveis, e atuação em diferentes segmentos simultaneamente). Zhou, Smnett e Green (2017) identificaram que quanto maior o alinhamento entre a publicação e as diretrizes do RI, menor

o erro nas previsões dos analistas de mercado e o custo de capital das companhias listadas na bolsa de valores na África do Sul.

Baboukardos e Rimmel (2016) observaram que, após a divulgação do RI, as companhias listadas na bolsa de valores na África do Sul apresentaram crescimento no valor de mercado. Na percepção dos autores, esse é um fato que pode representar melhoria da informação aos investidores. Barth *et al.* (2017), utilizando também uma amostra de companhias sul-africanas, observaram que houve uma associação positiva entre a qualidade do RI e o valor de mercado das empresas. Para realizar a avaliação, foi utilizada como *proxy* para a qualidade dos relatórios o *ranking* apresentado na revista ‘Relatórios de Excelência’, divulgado pela Ernest Young, anualmente com a amostra das 100 maiores empresas listadas na bolsa de valores de Johannesburg.

Por fim, constata-se que as divulgações que ocorrem no modelo do RI, mesmo recentes, são observadas pelos grupos de usuários para tomadas de decisão, ocasionando efeito sobre os mercados de capitais. Esse efeito pode contribuir para que mais empresas tenham interesse em divulgar suas informações não financeiras e financeiras, no modelo do RI, ao longo do tempo. Os esforços de diferentes órgãos (IIRC, SASB, IFRS, etc.) para o desenvolvimento das diretrizes e a ampliação das discussões sobre os efeitos de divulgação do RI destacam a contribuição que esse modelo tem de complementar o conteúdo informacional apresentado pelas empresas.

1.2 Lacunas de pesquisa

O processo de investigação sobre a elaboração e os efeitos de divulgação do RI são temas de diferentes pesquisas. No entanto, alguns fatos devem ser considerados no desenvolvimento dos estudos até então. Um ponto identificado ao longo das avaliações sobre RI refere-se à falta de um instrumento de conformidade do que está sendo divulgado pelas empresas e as diretrizes indicadas para a composição do RI. Algumas pesquisas realizaram observações nesse sentido (KUSSABA, 2015; LEE; YEO, 2015; HIGUCHI *et al.*, 2015; DANTAS; RIOS, 2016; ALVES; KASSAI; LUCAS, 2017; MELLONI; CAGLIO; PEREGO, 2017; MANTOVANI *et al.*, 2017; ZHOU; SMNETT; GREEN, 2017), incluindo o desenvolvimento de instrumentos próprios de avaliação, mas sem validade teórica, constituídos apenas pela percepção dos próprios autores. Essa mesma ponderação é feita por Villers, Venter e Hsião (2016), os quais indicam a falta de medidas, teoricamente válidas, que sejam capazes de observar o nível de atendimento às normas do RI.

Outro fato a se considerar é que os estudos observados identificaram uma associação entre o relato e o valor de mercado. Porém, é preciso ressaltar que tais pesquisas foram aplicadas utilizando amostras somente de empresas listadas na África do Sul. Além da forma de divulgação, outros aspectos devem ser considerados em função do objetivo do RI, por exemplo: a alteração de resultados em função de características de mercado de capitais em que as empresas são comercializadas; a estrutura de capital das empresas; o sistema legal do país de origem; a consistência da informação do relato com a estrutura sugerida pelo IIRC ao passar do tempo; a obrigatoriedade ou não de adoção das normas estabelecidas pelo IIRC; as classificações de capitais da estrutura conceitual que tem maior grau de explicação sobre o valor de mercado; dentre outros aspectos.

Nesse sentido, o ambiente em que as empresas se encontram pode fazer com que os resultados observados em um contexto não necessariamente sejam identificados em outro. Pavlopoulos, Magnis e Iatridis (2019) ressaltam que as características institucionais e os níveis de conformidade com as diretrizes estabelecidas para a divulgação do RI podem variar entre os países. Dragu e Tudor (2013) também sinalizam que os tipos de informações divulgadas e a própria divulgação do RI (quando voluntária) estão associados a aspectos políticos, culturais e econômicos do país. Sendo assim, observa-se que tais elementos podem ter impacto sobre a associação entre o RI e o impacto gerado por ele sobre as condições econômicas da empresa, dependendo do cenário observado. O mercado de capitais do Brasil pode representar condições diferentes do ambiente observado na maior parte das pesquisas até o momento.

Sobre o contexto brasileiro, pode-se levar em consideração algumas características, como o fato de ser um tipo de divulgação voluntária, mas que passa por um processo de forte incentivo do mercado acionário representado pela B3. Além do mais, órgãos reguladores e normatizadores (CVM, CPC) emitem normativas e instrumentos de orientação sobre a divulgação de informações no modelo RI. O fato de se ter empresas que estiveram no projeto piloto do IIRC para desenvolvimento do RI e continuam a divulgar informações neste modelo contribui para uma observação em relação ao tempo de divulgação e se há alterações no formato de elaboração do RI. Estes elementos contribuem para que os resultados obtidos possam ser divergentes dos demais estudos, pois as companhias não são obrigadas a divulgar o relatório integrado nem informações que tenham como base o pensamento integrado – diferente do que é observado na África do Sul, ambiente mais explorado pelas pesquisas anteriores.

Ainda observando o contexto brasileiro, as condições do mercado de capitais em desenvolvimento contêm características que podem influenciar a forma como as companhias divulgam seus resultados e as necessidades informacionais dos *stakeholders* e *shareholders*.

Ao observar a proposta do RI em função de melhorias na forma de *disclosure*, avaliar o cenário brasileiro se faz necessário para melhor conhecimento de como esses aspectos podem estar associados a forma de divulgação e o valor de mercado das companhias em um ambiente de divulgação voluntária.

1.3 Problema e objetivo de pesquisa

Tendo como embasamento as recentes discussões a respeito do relato integrado, que propõem a realização de um modelo de relatório que consolida informações financeiras e não financeiras sobre como as companhias agregam valor a suas atividades; bem como os efeitos que podem surgir do ambiente e contexto em que as empresas estão inseridas, tem-se a seguinte questão de pesquisa: **como as informações divulgadas no RI podem evidenciar o efeito conjunto das informações financeiras e não financeiras no valor de mercado das companhias abertas no Brasil?**

O objetivo geral da presente pesquisa foi identificar a relação entre as informações divulgadas no RI, fundamentadas nas diretrizes do IIRC, e o valor de mercado das empresas brasileiras.

O objetivo proposto foi investigado à luz da teoria da divulgação, também conhecida como teoria do *disclosure*. Salotti e Yamamoto (2005, p. 55) apontam que com base na teoria da divulgação seria possível “explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras, a partir de diversas perspectivas, como por exemplo, [...] explicar quais as razões econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente, etc.”, o que é observado no cenário das empresas brasileiras que divulgam de forma voluntária informações relacionadas ao pensamento integrado. Além disso, foi testada a condição de *value relevance* da divulgação do RI em relação ao valor de mercado das empresas brasileiras, visto que a informação contábil será refletida no preço das ações, quando o valor repercutir informações relevantes para os investidores ao avaliarem a empresa (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

1.4 Tese proposta

Observado o contexto e as condições de que o ambiente em que a empresa se encontra inserida podem promover mudanças sobre o conhecimento de um fato; o possível efeito da divulgação voluntária de informações, tendo como base o RI no valor das empresas; e o fato de ser um tema recente que necessita de maiores investigações sobre os seus efeitos empíricos

(ROMOLINI; FISSI; GORI, 2017; ZHOU, SMNETT, GREEN, 2017) por ser uma área do conhecimento que se encontra no patamar de consolidação tanto na forma acadêmica quanto prática (SLEWINSKI; CAMACHO; SANCHES, 2015); apresenta-se como tese neste estudo: **informações divulgadas no RI, com base nas diretrizes apresentadas pelo IIRC, repercutem o efeito da divulgação conjunta (informações financeiras e não financeiras) no valor de mercado das empresas listadas na B3.**

1.5 Justificativa e contribuições

As informações contábeis podem ser consideradas, se não o principal, um dos principais meios de evidenciação sobre a condição econômica e financeira das empresas. Entretanto, entende-se que qualquer modelo de relatório informacional apresenta limitações, tanto pela sua forma de elaboração, quanto pelo entendimento do conteúdo que é representado. Nesse sentido, alternativas para complementar os demonstrativos contábeis ou ao menos suavizar o impacto das limitações são observadas, e todo o processo de conteúdo informacional ao usuário final, provavelmente, pode impactar a sua tomada de decisão. Nesse contexto, observa-se o RI sugerido pelo IIRC como uma alternativa de melhorar o conhecimento dos usuários a respeito das condições de atuação das companhias além das informações financeiras divulgadas de forma recorrente.

Esse formato pode ser considerado relativamente recente, visto que sua discussão foi iniciada no ano de 2010 com a formação de um conselho e, após algumas publicações prévias e aplicações em companhias voluntárias, formou-se a estrutura básica (*framework*) divulgada em 2013 (DELOITTE, 2017). Apesar de ter sido observada uma investigação ainda inicial a respeito do impacto que pode ser proporcionado pelo RI, conforme constatado por Slewinski, Camacho e Sanches (2015) e Romolini, Fissi e Gori (2017), identificam-se algumas avaliações adversas sobre sua aplicação e contestações de alguns autores de forma mais crítica (FLOWER, 2015; HOMERO JUNIOR, 2019; THOMSON, 2015) sobre a efetiva utilização e eficiência desse novo recurso por parte dos usuários.

A divulgação da proposta do RI, de forma voluntária, para a maior parte dos países e com informações que são observadas pela ótica das empresas, gera algumas críticas mais enfáticas, como a discussão apresentada por Flower (2015) e Thomson (2015) de que pode não ocorrer um benefício real na divulgação do RI. Eles evidenciam algumas condições que devem ser observadas quanto a eficiência do RI, mais especificamente a capacidade de efetivamente proporcionar uma melhor tomada de decisão para os usuários.

Contudo, o que se observa é que o assunto relativo ao RI ainda é recente e pouco explorado, como foi identificado por estudos desenvolvidos por Slewinski, Camacho e Sanches (2015), Barth *et al.* (2017) e Romolini, Fissi e Gori (2017), além de identificar possibilidades de novas pesquisas para aprofundar o tema. Cortesi e Vena (2019) também ressaltam que as evidências encontradas sobre o RI são, em sua maior parte, restritas a observação de contextos nos quais a evidenciação é obrigatória.

No cenário nacional, as discussões sobre o RI estão em crescimento, talvez motivados sobretudo pela participação de empresas nacionais desde a realização do plano piloto promovido pelo IIRC. Vasconcelos, Sabes e Robles Júnior (2015) observaram que houve um crescimento de empresas brasileiras que divulgavam informações com base nas diretrizes do RI. Em condição de avaliação crítica, surgem os levantamentos realizados por Homero Júnior (2019) a respeito de uma contribuição real ou não das informações divulgadas pelas companhias brasileiras com base nas diretrizes gerais do IIRC.

Ao realizar a presente tese, contribui-se com os órgãos reguladores dos mercados acionários de diferentes localidades quanto aos efeitos possíveis no valor de mercado das companhias; e com os usuários da informação ao incentivar ou obrigar as companhias a divulgarem o RI, visto que o IIRC busca relações com órgãos normatizadores (FASB, IASB, GRI) para parcerias nas revisões da estrutura conceitual e em modelos para divulgação (Barth *et al.*, 2017). A presente pesquisa amplia o conhecimento sobre a condição de divulgação para as empresas com potencial interesse em divulgar informações com base no pensamento integrado. Também há a expectativa de apresentar possíveis explicações sobre como as características das empresas e do mercado de capitais em que estão inseridas podem influenciar ou não no conteúdo informacional das divulgações de informações financeiras e não financeiras sobre a geração de valor.

Como contribuição teórica, testou-se a teoria da divulgação sobre a perspectiva de divulgação do RI, ampliando discussões sobre a associação da divulgação voluntária com o valor de mercado das empresas. A realização de uma pesquisa empírica pode contribuir com a discussão sobre o tema no ambiente acadêmico, notadamente no Brasil, pois nesse momento as discussões sobre o RI estão ganhando espaço. Além disso, é possível contribuir com os debates atuais sobre como as informações no modelo RI referentes à criação de valor pelas empresas podem (ou não) contribuir com a tomada de decisão do público-alvo (*stakeholders* e *shareholders*).

1.6 Estrutura da pesquisa

A presente pesquisa foi segmentada em três artigos que se convergem para atender ao objetivo principal descrito. Esses artigos, assim como suas motivações, procedimentos de desenvolvimento, resultados e discussões são apresentados em capítulos ao longo da tese, após esta introdução geral. São eles: 2. **Framework para avaliação do conteúdo informacional do Relato Integrado: uma proposta baseada na técnica Delphi**; 3. **Relato Integrado e retorno das ações**; 4. **Relato Integrado: conteúdo dos capitais e valor de mercado**. Posteriormente é apresentado um capítulo com as considerações finais, evidenciando os principais resultados obtidos e suas implicações, bem como as contribuições proporcionadas pela investigação realizada, limitações observadas no estudo e possibilidades para pesquisas futuras associadas a área de conhecimento investigada. Assim, completa-se um total de cinco seções.

2 FRAMEWORK PARA AVALIAÇÃO DO CONTEÚDO INFORMACIONAL DO RELATO INTEGRADO: UMA PROPOSTA BASEADA NA TÉCNICA DELPHI

2.1 Introdução

Os relatórios contábeis podem ser tratados como a principal fonte de consulta para os usuários de informações externos às empresas. Entretanto, é plausível que, como relatório informacional, possa haver limitações, tanto pela sua forma de elaboração, quanto pelo entendimento das informações no formato em que são apresentadas. Nesse sentido, o Relato Integrado (RI) é proposto pelo *International Integrated Reporting Council* (IIRC) como um modelo de evidenciação que apresenta informações mais completas a respeito das operações da empresa ao vincular informações financeiras e não financeiras à geração de valor pela companhia (IIRC, 2013). É importante destacar que o foco principal do IIRC não é substituir os modelos atuais de apresentação dos relatórios contábeis pelas empresas, como por exemplo, o modelo definido pela *International Financial Reporting Standard* (IFRS), mas apresentar um formato que possa complementar o conteúdo que é divulgado de forma recorrente pelas companhias.

Os estudos sobre essa temática, até o presente momento, concentraram, em sua maioria, a análise de companhias da África do Sul (CORTESI; VENA, 2019) – atualmente o único país que obriga as empresas a divulgarem informações no formato do RI ou justificarem a não divulgação. Porém, mesmo não sendo obrigatória a apresentação do RI em outros países, é notável a quantidade de empresas que optam por apresentar tal modelo de informação de forma voluntária. Em 2017, o IIRC contabilizou mais de 1.700 empresas em todo o mundo que faziam a divulgação do RI.

O formato do RI é relativamente novo, uma vez que suas discussões se iniciaram em 2010, e uma proposta de diretrizes foi apresentada em 2013 como parâmetro para uma aplicação mundial (DELOITTE, 2017; KASSAI; CARVALHO, 2013). A estrutura de elaboração sugerida pelo IIRC destaca a divulgação de seis tipos de capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, e de relacionamento e natural) e suas interdependências no processo operacional das empresas. Tal estrutura deveria ser utilizada para evidenciar informações financeiras e não financeiras, e apresentar o processo de criação de valor. Entretanto, Villiers, Venter e Hsião (2016) apontam que não se têm medidas consensuais para aferir o nível de conformidade dos relatos integrados que são divulgados pelas empresas e o que é solicitado pelas diretrizes apresentadas pelo IIRC (2013).

A ausência de medidas com capacidade de mensurar a conformidade entre as informações que são publicadas pelas companhias, no modelo de RI e nas diretrizes definidas pelo IIRC, principalmente em relação aos tipos de capitais, trata-se de uma lacuna ainda não preenchida pela literatura. Nesse sentido, a presente pesquisa tem como objetivo desenvolver um *framework*, validado teoricamente, que seja capaz de avaliar a conformidade da divulgação das informações sobre os capitais no RI das empresas com os parâmetros que são definidos pelo IIRC. Para atingir este objetivo, foi elaborado, com base na literatura sobre o tema, um instrumento que estrutura os elementos teóricos que seriam correspondentes a cada tipo de capital orientado pelo IIRC para compor o modelo de divulgação do RI. Posteriormente, o referido instrumento foi submetido a um painel de especialistas para a validação teórica, mediante os pressupostos da técnica Delphi.

Considera-se que o desenvolvimento de um instrumento, validado teoricamente, capaz de avaliar o nível de conformidade entre as informações divulgadas pelas companhias, no modelo de divulgação do RI e no que é proposto pelo IIRC, possa contribuir na compreensão do tipo de informação publicada pelas empresas neste modelo. O instrumento também tem potencial para ser utilizado por pesquisadores em novos estudos para avaliar os efeitos da divulgação de informações no modelo proposto pelo IIRC na tomada de decisão dos usuários. Além da conformidade, o instrumento pode ser utilizado para observar o grau de evolução ao atendimento ao IIRC (2013) dos RI divulgados pelas empresas.

2.2 Referencial teórico

2.2.1 Relato Integrado: conceitos, origem e evolução

O Relato Integrado proposto pelo IIRC (2013) tem, entre seus objetivos, desenvolver uma estrutura que possa ser aplicada de forma global. Considerado isso, o processo de desenvolvimento de uma estrutura básica foi formulado por uma “coalização global de reguladores, investidores, empresas, definidores de padrões, profissionais do setor contábil e ONGs” (IIRC, 2013, p.1). Essa conjuntura de aplicação global também é observada na apresentação das diretrizes, que são indicadas como princípios gerais e não como normas imutáveis, pois se entende que caso fossem “enrijecidas”, a aplicação estaria limitada a determinadas condições, o que poderia inviabilizar a sua utilização por mais empresas.

A aplicação de uma estrutura que pode ser adaptada potencializa sua utilização em diferentes localidades, uma vez que as características do ambiente podem influenciar a forma

com que as diretrizes do RI são aplicadas. Jensen e Berg (2012) indicam que as características dos países podem ser determinantes na forma como os Relatos Integrados são elaborados e divulgados. Eccles e Spiesshofer (2015) corroboram tal indicação ao argumentarem que cada país poderá seguir seu próprio formato de divulgação do RI, considerando, por exemplo, suas características e regras sobre o mercado de capitais, desenvolvimento econômico e socioambiental, e formato legal. A mesma possibilidade de adaptação é apontada por Pavlopoulos, Magnis e Iatridis (2019) ao mencionarem que os níveis de conformidade com o que é proposto pelo IIRC podem variar entre os países, dependendo de atributos presentes, como fatores institucionais estabelecidos nas empresas e no próprio país a respeito de como ocorre a divulgação.

Dessa forma, o RI surge como uma proposta de melhorar a qualidade informacional das empresas sobre suas operações e geração de valor e, conseqüentemente, contribui para que informações relevantes sejam publicadas de forma mais completa para as partes interessadas (IIRC, 2013). Nesse sentido, foram iniciadas as primeiras discussões sobre como as informações das empresas poderiam demonstrar de forma efetiva a criação de valor ao longo do tempo. O IIRC (2013) preconiza que a comunicação sobre a geração de valor nas empresas é uma etapa evolutiva nos relatórios corporativos.

É com o propósito de informar sobre a geração de valor de uma organização que o IIRC (2013) relaciona o RI como uma forma de evolução dos relatórios corporativos. Eccles e Spiesshofer (2015) argumentam ser possível identificar três tipos básicos de relatórios corporativos, sendo eles: o relatório financeiro, o relatório de sustentabilidade, e o RI. Cada modelo tem suas próprias características, como indicado no Quadro 1.

Quadro 1 - Tipos de relatórios corporativos

Tipo de relatório	Conteúdo	Público	Aplicação
Relatório Financeiro	Informações financeiras	Investidores	Obrigatório
Relatório de Sustentabilidade	Informações não financeiras	<i>Stakeholders</i>	Voluntário
Relato Integrado	Informações financeiras e não financeiras	Investidores e <i>stakeholders</i>	Voluntário

Fonte: Eccles e Spiesshofer (2015, p. 3).

Conforme exposto na Quadro 1, é possível avaliar que os tipos de relatórios estão associados a uma categoria de informações específicas que buscam atender a grupos de interesses variados. No caso do RI, é observada uma junção entre os tipos de informação, tanto as que são financeiras como as não financeiras. Entretanto, destaca-se que a unificação de informações desses dois tipos não é simplesmente uma junção sem propósitos, pois as diretrizes

do IIRC (2013) apontam que essas informações devem ser apresentadas em conjunto com a expectativa de tornar o conteúdo mais relevante às partes interessadas. Dessa forma, seria necessário divulgar as informações-chave que podem afetar de forma significativa o processo de geração de valor na organização.

O processo para implementar o RI passou por diversas fases e ainda se encontra em desenvolvimento. Ele foi iniciado em 2010 com a criação do comitê internacional de discussão do RI. As discussões se formaram em torno da necessidade de atender as novas demandas informacionais sobre ações e decisões tomadas pelas empresas no curso de suas atividades. Eccles e Krzus (2010) avaliam que um relatório único que consolidasse informações de demonstrativos financeiros (como Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultados, e Demonstração dos Fluxos de Caixa) e não financeiros (como Relatórios de Sustentabilidade, e Balanço Social) de forma ordenada poderia suprir essa demanda por novas formas de informação.

Em 2011, foram realizadas as primeiras discussões sobre a estrutura conceitual para o RI. Nesse mesmo momento foi realizada a aplicação prática das diretrizes em 100 companhias de diferentes países que foram voluntárias para o programa piloto. A aplicação nas empresas voluntárias possibilitou modificações nos princípios para que, posteriormente, em 2012, fosse implementada uma estrutura preliminar, observando a experiência com as empresas do programa piloto. No ano de 2013 houve a fase de consulta pública sobre a proposta de estrutura para o RI, com uma versão de aplicação global (Estrutura Internacional para Relato Integrado), com sua implementação a partir de 2014. É esta versão que está sendo utilizada até o momento.

O IIRC (2019) destaca que, no período entre 2014 e 2018, o processo de implementação encontrava-se em uma fase dinâmica, com o propósito de alcançar o objetivo de se tornar um modelo de divulgação global. Ao longo do ano de 2020 foram realizadas discussões para revisar as diretrizes para elaboração do RI publicado em 2013, e elas aconteceram de forma pública, com a participação de grupos de incentivo e acompanhamento ao RI de diferentes países, com consulta ao mercado, e outros interessados de forma geral (IIRC, 2021). A estrutura revisada foi apresentada no início de 2021, e é indicado que as revisões que foram realizadas não sejam materiais quando comparadas com a versão publicada anteriormente, entretanto, espera-se melhorias em termos de clareza, qualidade e simplicidade (IIRC, 2021).

Um ponto a ser ressaltado é que a proposta do RI não se propõe a substituir modelos de demonstrativos que são atualmente utilizados, mas de complementar as informações que são divulgadas por outros relatórios. Há um entendimento de que uma nova forma de apresentar as informações gerenciais e não financeiras é necessária para melhorar o conhecimento sobre a

capacidade de geração de valor da empresa, sobre como isso ocorre e se mantém ao longo do tempo (IIRC, 2019). Esse processo de complementação pode ser observado pela discussão realizada em 2020 pela *IFRS Foundation*, responsável pela emissão de normas contábeis para padrões internacionais. Foi feita uma consulta pública mundial a fim de avaliar se a *IFRS Foundation* deveria gerar as normas globais para Relatórios de Sustentabilidade, mas os resultados ainda não estão disponíveis (IIRC, 2021). Na concepção de Eccles e Spiesshofer (2015), novas gerações de investidores estão apresentando maior interesse em informações não financeiras que vão além das que são apresentadas em relatórios de sustentabilidade. Eles querem saber, por exemplo, sobre a forma com que as empresas geram valor e mantêm seus desempenhos.

A proposta de divulgação de um RI tem, entre seus princípios básicos, o foco estratégico da organização e orientação para o futuro, evidenciando como a forma estratégica se relaciona com a geração de valor ao longo do tempo (IIRC, 2013). Nesse sentido, são elencados os capitais apontados como sustentação teórica para identificar a geração de valor: Capital Financeiro, Capital Manufaturado, Capital Intelectual, Capital Humano, Capital Social e de Relacionamento, e Capital Natural. No Quadro 2 são conceituados cada um dos capitais indicados pela IIRC.

Quadro 2 - Conceitos e abrangência dos tipos de capitais

Tipo de capital	Conceito	Abrangência
Financeiro	Conjunto de recursos à disposição da empresa para utilização na geração de bens ou serviços.	Podem ser obtidos por fontes de recursos próprias ou de terceiros.
Manufaturado	Objetos físicos manufaturados (diferentes de objetos físicos naturais) disponíveis a uma organização para uso na produção de bens ou na prestação de serviços.	Incluem itens como prédios, equipamentos, infraestrutura, dentre outros que possam ter sido produzidos por terceiros, mas estão sob uso da organização.
Intelectual	Elementos intangíveis organizacionais baseados em conhecimento, também denominados como ‘capital organizacional’.	São representados por propriedade intelectual (como patentes, <i>softwares</i> , direitos autorais), sistemas procedimentos e protocolos.
Humano	Caracterizado pelas competências, habilidades e experiências das pessoas e suas motivações para inovar.	É considerado a capacidade de entender, desenvolver e implementar estratégias. Alinhamento a aspectos de governança, gerenciamento de riscos e comportamento ético.
Social e de relacionamento	As instituições e os relacionamentos dentro e entre comunidades, grupos de partes interessadas e outras redes, e a capacidade de compartilhar informações para melhorar o bem-estar individual e coletivo.	Incorporam padrões, valores e comportamentos comuns; compromisso e confiança com o desenvolvimento das atividades e proteção com as partes interessadas, licença social para operação.
Natural	Todos os recursos ambientais renováveis e não renováveis e processos ambientais que fornecem bens ou serviços que apoiam a	Composto por elementos naturais: água, terra, minerais, biodiversidade, qualidade do ecossistema.

	prosperidade passada, presente e futura de uma organização.	
--	---	--

Fonte: Elaborado com base no IIRC (2013).

Nem todos os capitais descritos serão aplicáveis a todas as companhias da mesma forma, por isso a estrutura apresentada para o RI é flexível quanto ao volume de informações alocadas em cada um deles, ou seja, as empresas não são obrigadas a apresentar todos os capitais. Isso é ressaltado no IIRC (2013) ao avaliar que, embora se tenha uma expectativa de interação entre os seis tipos de capitais, na maior parte das empresas pode haver graus de significância diferentes de interação, notadamente entre diferentes setores. Nesse sentido, por exemplo, o estudo desenvolvido por Hirschey, Richardson e Scholz (2001) identificou que informações sobre capital humano têm maior impacto para companhias do setor tecnológico. Enquanto Yang (2008) avalia como mais benéfico para companhias de biotecnologia divulgar informações sobre patentes (capital intelectual), Farneti *et al.* (2019) apontam que informações sobre capital social e de relacionamento têm impacto em companhias do setor público.

Rodrigues, Morais e Cunha (2016) ainda alertam que existem desafios para a aplicação de um novo conceito informacional, sendo necessário observar as características da própria organização e manter o propósito da comunicação da contabilidade por meio do RI. Dessa maneira, entende-se que o processo do tipo de informação divulgada pode variar entre as empresas, considerando suas características, setor, ambiente de atuação e outros elementos, fazendo com o que o RI contribua na evidenciação do que está associado à geração de valor nas companhias.

2.3 Aspectos Metodológicos

2.3.1 Apresentação da técnica Delphi

A técnica Delphi é definida por Linstone e Turoff (2002, p.3) como “um método estruturado para o processo de comunicação em grupo, de modo que o processo é efetivo ao permitir que um grupo de indivíduos, como um todo, lide com um problema complexo”. O processo de comunicação estruturada em grupo é entendido como a possibilidade de os participantes emitirem suas opiniões sobre determinado fato, com capacidade de reavaliarem suas opiniões individuais em função de uma avaliação do grupo (LINSTONE; TUROFF, 2002). Essa reavaliação é aplicada para obter um conjunto de opiniões que seja consenso entre todos os participantes. Como definido por Dalkey e Helmer (1963, p. 1), o objetivo principal de

aplicação da técnica *Delphi* “é obter o mais confiável consenso de opinião de um grupo de especialistas”.

A complexidade da aplicação da *Delphi* e que está presente nesta pesquisa é o fato de não ter sido identificada uma forma de medir a efetividade de atendimento aos preceitos dos relatos integrados de acordo com a proposta de estrutura definida pelo IIRC (2013). Diferentes pesquisas (LEE; YEO, 2015; BARTH *et al.*, 2017; CORTESI; VENA, 2019) utilizam algum tipo de instrumento para verificar a conformidade dos componentes dos relatos integrados com o que é especificado. Entretanto, em cada uma delas o instrumento é definido de uma maneira diferente. Dentre os pontos argumentados, tem-se o fato de o tema ser relativamente recente e não haver um consenso ou técnica estipulada para obter essa avaliação. Sendo assim, a aplicação da técnica *Delphi* tem potencial para aumentar a qualidade e confiabilidade do instrumento a ser utilizado nesta pesquisa.

Linstone e Turoff (2002) argumentam que a aplicação da técnica seria apropriada para diferentes situações, quando avaliados contextos em que, por exemplo, não se tenha um banco de dados historicamente conhecido ou efetivamente confiável. Ela também seria apropriada para desenvolver relações causais de fenômenos econômicos ou sociais. Nessa perspectiva, a técnica pode ser considerada válida para o estudo proposto, uma vez que o foco está em um tema que não apresenta uma base de dados históricos longa devido ao contexto atual de utilização do RI ser relativamente recente.

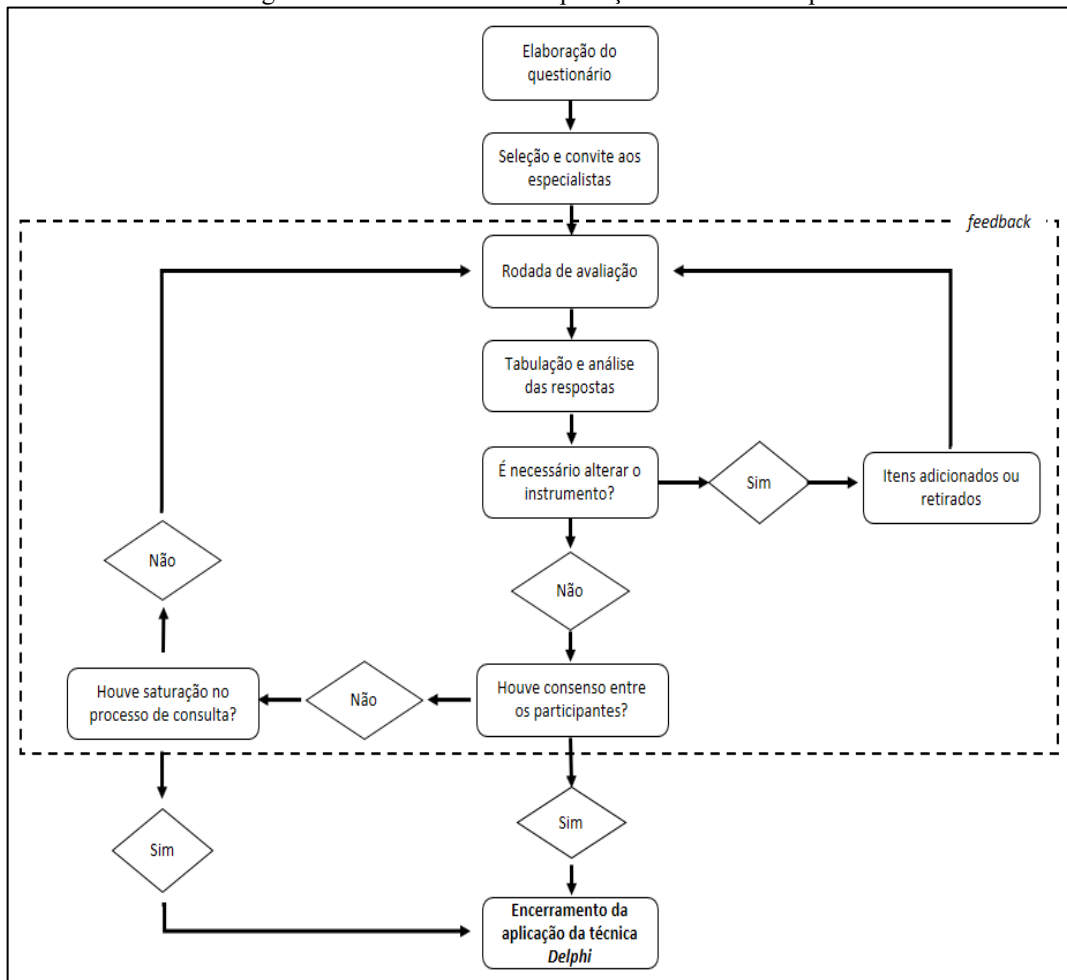
Dentre as características apresentadas para a efetividade de aplicação da técnica *Delphi*, deve-se considerar três pontos principais: i) o anonimato dos respondentes, ii) a representação estatística da distribuição dos resultados, iii) o *feedback* de respostas do grupo para reavaliação nas rodadas subsequentes (GIOVINAZZO, 2001; ROZADOS, 2015). Esses procedimentos têm como determinação manter as características e experiências individuais de cada participante do grupo de especialistas. Grisham (2009, p. 118) destaca que esses pontos principais devem ser seguidos para que as respostas estejam representadas “pelos opiniões, experiência e conhecimento de cada integrante, eliminando os preconceitos de interação interpessoal”.

A aplicação da técnica *Delphi* convencional, conforme indicado por Linstone e Turoff (2002), passa por quatro fases distintas. Os autores descrevem que cada fase é direcionada para uma finalidade específica, a saber: obter um parâmetro de avaliação que represente o entendimento conjunto dos especialistas. As fases definidas por Linstone e Turoff (2002) são: fase 1 - cada especialista contribui com informações adicionais que sejam condizentes ao assunto em discussão; fase 2 - é realizada a avaliação das informações e identificados os pontos de divergência e convergência entre todos os membros do grupo de discussão; fase 3 - os pontos

em que ocorreram divergências são discutidos e melhor explorados, observando-se as razões e argumentos apresentados; fase 4 - após os *feedbacks* são observadas novamente as informações e definido o objeto em discussão com base na anuência de todos os participantes na discussão. Grisham (2009) complementa que para a aplicação também é importante realizar a etapa de pré-teste do instrumento de consulta a ser aplicado aos especialistas (que foi feito neste trabalho), e que os processos de *feedback* devem ocorrer quantas vezes forem necessárias até identificar o maior nível de convergência de opinião dentre os participantes ou estabilidade nas respostas.

Rozados (2015) trata como uma vantagem utilizar meios tecnológicos para aplicar a técnica porque barreiras como custos, tempo e distância são superadas, o que não seria possível pela aplicação da técnica pessoalmente. Outra vantagem da utilização da técnica por intermédio da internet é garantir o anonimato entre os participantes, permitindo que eles compartilhem seus entendimentos de forma individualizada, o que poderia ser prejudicado em um encontro presencial em que há a possibilidade de predominância ou influência dos demais participantes (ROZADOS, 2015). Os procedimentos de aplicação da técnica na presente pesquisa seguem a sequência apresentada na Figura 1.

Figura 1 - Procedimentos de aplicação da técnica Delphi



Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme apresentado na Figura 1, é possível observar que a aplicação da técnica é feita por meio de um questionário (termo utilizado para consulta aos especialistas) que, no presente estudo, foi composto pelos itens relativos a cada capital indicado pelo IIRC para a construção do RI. Após a construção do instrumento e realizado o pré-teste, o instrumento é submetido aos especialistas para que estes emitam opiniões a respeito da proposta. As rodadas de discussão com os especialistas participantes são aplicáveis até o momento em que não existam mais diferenças significativas de percepção entre eles sobre o assunto tratado, ou se tenha estabilidade nas respostas. A esse respeito, Linstone e Turoff (2002) consideram que é possível obter alto grau de consenso entre os especialistas na primeira e na segunda rodada de discussão, mas a cada nova rodada o instrumento em avaliação estará mais bem construído, uma vez que em todas as rodadas de discussão é apresentado o *feedback* ao painel de especialistas para que eles argumentem e justifiquem suas escolhas frente aos argumentos apresentados.

2.3.2 Elaboração do instrumento de pesquisa

O instrumento foi elaborado com o propósito de observar o nível de conformidade entre as informações apresentadas nos relatos integrados divulgados pelas empresas e os tipos de capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, e de relacionamento e natural) indicados pelas diretrizes do IIRC. Assim, para sua elaboração, foi observado, como ponto de consulta principal, as diretrizes estabelecidas pelo IIRC (IIRC, 2013). Por meio deste documento foram observados os conceitos, definições e elementos teóricos apresentados para cada tipo de capital. Com o intuito de complementar o instrumento, foi verificado, em estudos anteriores, quais informações seriam esperadas para cada tipo de capital e, conseqüentemente, quais informações deveriam ser observadas com o uso do instrumento. Assim, foi realizada, inicialmente, uma busca em estudos anteriores sobre os tipos de capitais e suas definições (CHENG *et al.*, 2014; ZHOU, 2014; COULSON *et al.*, 2015; LEE; YEO, 2015, HALLER, 2016; CARDOSO; SILVA; SILVA, 2017; LIMA; SILVA, 2017; MANTOVANI *et al.*, 2017; CASONATO; FARNETI; DUMAY, 2019; SANTIS *et al.*, 2019).

Por meio da leitura destes estudos anteriores e das diretrizes do IIRC (IIRC, 2013) foram estabelecidos os elementos teóricos (conceitos) que caracterizam cada tipo de capital presente no RI. Na seqüência, para cada um dos elementos teóricos foram propostas as palavras-chave a serem validadas pela técnica Delphi. Dessa forma, foi elaborada uma primeira versão do instrumento (ver Apêndice A). Ela foi testada em uma análise documental das informações publicadas nos relatos integrados divulgados em 2018 por três companhias: Itaú Unibanco, Votorantim e Gerdau. Essas empresas foram escolhidas a partir do pressuposto de que seus relatórios são mais bem elaborados, considerando que duas delas (Itaú Unibanco e Votorantim) participaram do projeto piloto em 2011, e desde então mantiveram as publicações do RI anualmente. Já a Gerdau recebeu, em mais de uma ocasião, o troféu transparência do prêmio ANEFAC, o que indica que a empresa se preocupa em publicar informações com qualidade ao mercado.

Posteriormente, essa versão preliminar do instrumento foi enviada para um processo de pré-teste. Houve a participação de dois professores e dois alunos do curso de doutorado em Ciências Contábeis do programa a que se vinculam os autores. Foi solicitado que avaliassem o entendimento e a clareza das informações contidas no instrumento. O processo de pré-teste aconteceu durante o mês de março de 2020 e foi encaminhado por e-mail aos participantes. Os participantes sugeriram agrupar algumas palavras-chave semelhantes para facilitar o processo

de busca. Também foram feitas sugestões de inclusão de novas palavras-chave relacionadas às informações que se esperava identificar.

Para avaliar se as palavras-chave sugeridas eram adequadas ao propósito do estudo, foi verificado se elas estavam condizentes com o que é estabelecido pelo IIRC (2013) para a divulgação do RI. Além disso, elas foram aplicadas na análise dos relatos que foram consultados (Itaú Unibanco, Votorantim, e Gerdau). Após constatar a pertinência das sugestões, foram acrescentadas como palavras-chave: compreensão estratégica, desenvolvimento estratégico e implementação estratégica, referentes ao elemento teórico “capacidade de compreender, desenvolver e implementar a estratégia de uma organização”; correspondente ao capital humano. Também foram adicionadas as palavras-chave: comunicação e investidores; para identificação do elemento teórico sobre “esforços para construir e manter uma relação de confiança com as principais partes relacionadas” em capital social e de relacionamento; e ainda a palavra-chave: subvenção, ao elemento teórico “obtidos por meio de financiamentos, ou subvenções, ou gerados por meio de investimentos” em capital financeiro.

2.3.3 Técnica Delphi – Seleção de especialistas

Para aplicar a técnica Delphi, foi necessário selecionar e convidar os participantes, que foram denominados “especialistas”. São considerados especialistas aqueles indivíduos que têm conhecimento amplo, ou experiência sobre o fato em discussão (LINSTONE; TUROFF, 2002). Para o presente estudo foram convidados para compor o painel de especialistas profissionais que estavam envolvidos de alguma forma com o tema, ensino ou elaboração de elementos associados ao RI, tinham publicações relevantes sobre o tema ou participavam ativamente de eventos dedicados à discussão e divulgação do assunto. Os participantes foram convidados com o objetivo de manter um grupo diversificado de forma que o instrumento final fosse definido de forma mais imparcial possível. A composição do painel de forma diversificada teve o propósito de equilibrar os diferentes grupos de interesse no tema em discussão (CUNHA, 2007; GRISHAM, 2009; POWELL, 2003; MIRANDA, 2011).

O contato com os participantes do painel de especialistas ocorreu por e-mail, tanto para o convite de participação, quanto para a realização das rodadas de discussão indicadas na Figura 1. O e-mail também foi disponibilizado como uma alternativa de contato dos participantes com os pesquisadores, para que eles pudessem tirar dúvidas ou expressar opiniões sobre o instrumento e a técnica. Esse contato com os pesquisadores também poderia ser realizado por telefone, que foi disponibilizado aos participantes em todas as etapas.

Embora alguns autores (GIOVINAZZO, 2001; ROZADOS, 2015) indiquem que a abordagem e o contato realizados de forma *online* não prejudica a aplicação da técnica Delphi, foi possível observar algumas limitações, como as desistências ao longo das etapas de consulta. Em outros casos, não se obtiveram respostas quanto ao convite realizado, o que pode ter sido consequência do contato *online*, uma vez que não é possível garantir que o destinatário foi notificado ou recebeu a mensagem.

Em relação à quantidade de participantes no painel de especialistas, as pesquisas não apresentam consenso sobre qual seria a quantidade ideal e nem se, de fato, quanto maior a quantidade de participantes melhor o nível de confiabilidade dos resultados (POWELL, 2003). Dessa forma, a quantidade de participantes pode ser definida de acordo com o entendimento do pesquisador, dos participantes e em relação ao objeto principal da pesquisa (Powell, 2003; Yousuf, 2007). Mesmo que não se tenha uma quantidade ideal de membros, os pesquisadores que utilizaram a técnica Delphi apresentam variações entre 10 e 45 participantes no painel de especialistas, e consideram que os resultados podem não ser satisfatórios quando se tem menos do que 10 participantes (OSBORNE *et al.*, 2003; CUNHA, 2007; GRISHAM, 2009; MIRANDA; NOVA; CORNACHIONE JR., 2014).

Para o desenvolvimento desta pesquisa, ao todo foram convidados 52 participantes com perfis diversificados (professores, gestores, elaboradores, pareceristas, auditores, membros de conselhos reguladores). Os convites aos 52 participantes foram realizados de forma gradual, tendo com critério inicial conseguir maior diversificação entre os especialistas, e posteriormente obter uma quantidade satisfatória de especialistas para validar o instrumento.

Outra preocupação ao selecionar os especialistas foi em relação à nacionalidade, já que o propósito do RI é ser adotado de forma global pelas empresas. Dentre os convites realizados, 24 foram para participantes brasileiros, e 27 para participantes com atuação internacional (África do Sul, Alemanha, Austrália, Holanda, Portugal, Itália, Malásia, Estados Unidos, e Inglaterra).

Os primeiros convites foram enviados por e-mail em 03/04/2020. No dia 23/04/2020 foi enviado um novo convite aos participantes que não responderam a primeira mensagem. Uma última rodada de convites foi realizada em 08/05/2020. A maior parte dos participantes que indicaram não participar apresentaram como justificativa a ascensão da Covid 19, de natureza pandêmica e os processos de alteração no formato de trabalho durante esse período, inclusive indicando que tinham familiares que estavam em tratamento. Finalizado o processo de convite aos especialistas, 17 participantes indicaram concordância em participar da técnica Delphi, sendo 15 participantes do Brasil, 1 de Portugal e 1 da Austrália. Entretanto, 4 participantes

brasileiros não responderam à primeira roda da técnica Delphi, ficando um total de 13 especialistas para a aplicação da técnica.

Os especialistas que participaram da avaliação do instrumento se diversificam entre pesquisadores sobre o tema, profissionais com experiência de consultoria empresarial, membros de núcleos de pesquisa e discussão sobre o RI, participantes do grupo de discussão da regulamentação do RI no Brasil, membros do Conselho Consultivo do *Global Reporting Initiative* no Brasil (GRI), professores de cursos de graduação e pós-graduação relacionados à área de negócios e demonstrativos contábeis, membros da Comissão de Normalização Contabilística no exterior, e participantes da comissão brasileira de acompanhamento do RI.

2.3.4 Medida de consenso entre os especialistas

O processo de aplicação da técnica Delphi é caracterizado pelas rodadas de discussão do questionário por um painel de especialistas, sendo que o número de rodadas depende do estágio de consenso entre os membros do painel (DALKEY; HELMER, 1963; LINSTONE; TUROFF, 2002), ou seja, quando há baixa divergência sobre um determinado item ou elemento do questionário entre os participantes do painel de especialistas (YOUSUF, 2007). Marques e Freitas (2018) tratam o consenso entre especialistas como um processo de estabilidade de avaliação, o que indica que não haverá alterações significativas no instrumento em relação às respostas observadas.

É importante destacar que o estado de consenso a ser observado não se resume a definição de apenas uma resposta possível em relação aos itens apresentados. Na presente pesquisa, a técnica Delphi apresentada se assemelha ao modelo tratado como “Delphi Normativo”, o qual tem como objetivo construir um instrumento que seja composto por um conjunto de elementos que possam ser desejáveis sobre um fato, mas não necessariamente serão identificados (YOUSUF, 2007; MARQUES; FREITAS, 2018). Portanto, o resultado final não será apenas um item a ser identificado em cada capital elencado no RI, mas um conjunto de itens que se espera identificar a cada capital.

No desenvolvimento deste estudo foi solicitado que cada membro do painel de especialistas avaliasse os itens relativos aos capitais e indicasse o seu grau de concordância com a capacidade de o item proposto (palavra-chave) captar as informações divulgadas sobre os tipos de capitais do Relato Integrado (elementos teóricos). Para a avaliação, foi solicitado que os especialistas atribuíssem, a cada item, notas que variam entre 0 (discordo totalmente) e 10 (concordo totalmente) conforme sua concordância. Também foi incentivado que fossem feitos

comentários e sugestões de novas palavras-chave para que, posteriormente, elas fossem apresentadas e avaliadas pela comissão completa.

O critério a ser adotado para concluir a coleta compreendeu duas etapas: a) para ser aprovado cada item devia apresentar nota média superior a cinco pontos; b) uma vez aprovado, cada item foi avaliado o nível de dispersão das respostas apresentadas pelos especialistas. Para tanto, utilizou-se o coeficiente de variação (CV), calculado pela razão entre o desvio padrão e a média dos resultados obtidos, considerando que existe consenso quando há baixa dispersão nos resultados. No entanto, não há unanimidade nas medidas de consenso presentes na literatura, conforme demonstrado na Tabela 1.

Tabela 1 - Critérios para a classificação da dispersão dos dados por meio do Coeficiente de Variação

Autores	Martins e Donaire (2004)	Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009)	Belfiore (2015)	Martins e Theóphilo (2016)
Baixa dispersão	CV até 50%	CV até 30%	CV até 30%	CV até 15%
Média dispersão	-	-	-	CV entre 15% a 30%
Alta dispersão	CV acima de 50%	CV acima de 30%	CV acima de 30%	CV acima de 30%

Fonte: elaborada pelo autor.

Conforme observado na Tabela 1, há variação nos valores que os autores consideram para a classificação do nível de dispersão obtido no cálculo pelo CV, e na quantidade de níveis. Além disso, a maior parte dos estudos define as medidas apenas para baixa ou alta dispersão, sem uma medida intermediária (média dispersão). Para avaliar a dispersão, neste estudo foi considerada a medida proposta por Martins e Theóphilo (2016) nas rodadas iniciais e Martins e Donaire (2004) na rodada final.

2.4 Resultados de aplicação da técnica *Delphi*

2.4.1 Primeira rodada – Técnica Delphi

A primeira rodada de consulta aos especialistas foi realizada por meio de um questionário disponibilizado no *Google Forms*. As informações para acesso foram encaminhadas por e-mail para os 17 participantes que concordaram em participar da aplicação da técnica Delphi. Foi encaminhado aos especialistas um questionário composto por 67 palavras-chave distribuídas ao longo dos seis tipos de capitais indicados na estrutura básica do Relato Integrado (ver Apêndice B). O questionário apresentava a possibilidade de o participante indicar uma nota, entre 0 e 10 pontos, que evidenciasse o seu nível de concordância sobre a

capacidade daquela palavra-chave de obter a informação (elemento teórico) que representaria o capital ao qual foi associada.

Após a tabulação das respostas obtidas nos questionários, pode-se verificar que 20 palavras-chave foram aprovadas (notas médias superior a cinco pontos) e tiveram consenso, com quocientes de variação inferiores a 15%. As palavras-chave aprovadas nessa etapa, assim como as suas respectivas notas médias e coeficiente de variação, podem ser observados na Tabela 2, na seção 2.4.3. Nesta etapa também foi solicitado, de forma opcional, que os participantes indicassem novas palavras-chave para busca ou apresentassem comentários sobre aquelas que estavam sendo avaliadas. Alguns respondentes indicaram palavras-chave que poderiam ser incluídas para que se ampliasse o processo de seleção de informações específicas, e essas palavras-chave são apresentadas na próxima seção.

2.4.2 Segunda rodada – Técnica Delphi

A segunda rodada da técnica Delphi foi aplicada com as 47 palavras-chave remanescentes da primeira etapa, que tiveram médias acima de 5 pontos e quocientes de variação acima de 15%. Não foi necessário excluir nenhuma das palavras-chave, uma vez que todas apresentavam média acima de 5 pontos (na escala de zero a dez), o que representa aceitabilidade por parte da comissão – apesar de não ter tido consenso pelo grupo de especialistas.

Ao longo da primeira rodada, alguns especialistas indicaram novas palavras-chave a serem incluídas no processo de avaliação. Dessa forma, para a segunda rodada da técnica Delphi, duas palavras-chave foram incluídas: “cultura organizacional” na dimensão “Capital Intelectual”, para captar informações sobre conhecimento tácito, procedimentos e protocolos; e ‘ação social’ em “Capital Social e de Relacionamento”, para obter informações sobre “licença social para operações”. Como já existiam palavras-chave semelhantes, elas foram adicionadas como variação de outras palavras-chave, previamente apresentadas, como “projetos sociais” (ação social), e “rotinas organizacionais” (cultura organizacional).

A segunda rodada se iniciou com o envio do e-mail aos 13 participantes que responderam à primeira rodada, no dia 08/06/2020. Ao término da rodada foram recebidas respostas de 12 participantes, ou seja, um dos participantes da primeira rodada não retornou na segunda. Nessa rodada os participantes poderiam observar as condições gerais de respostas recebidas na primeira rodada (desvio padrão, média, coeficiente de variação) e tinham a oportunidade de modificar ou não as suas notas da primeira rodada. Com exceção de dois

respondentes, os especialistas modificaram ao menos 4 notas de palavras-chave em relação as notas apresentadas na primeira rodada.

Ao avaliar o nível de consenso entre os especialistas, foram identificadas 15 novas palavras-chave, com médias superiores a 5 pontos e coeficientes de variação baixos (menores que 15%). As palavras-chave aprovadas na segunda rodada, assim como a nota média e o coeficiente de variação, podem ser observados na Tabela 2, na seção 2.4.3. Todas as palavras-chave que não apresentaram consenso na segunda rodada (32 palavras-chave) foram mantidas para a aplicação na rodada seguinte.

2.4.3 Terceira e última rodada – Técnica Delphi

Após a segunda rodada de consulta aos especialistas, 32 palavras-chave, embora aprovadas, seguiam sem consenso. Foi então iniciada a terceira rodada Delphi. Foi encaminhada aos 12 participantes, novamente por e-mail, uma lista com as 32 palavras-chave que estavam sem consenso, os resultados gerais obtidos na segunda rodada (desvio padrão, média, coeficiente de variação) e a sua nota da rodada anterior.

No processo de tabulação dos itens da terceira rodada, foi constatado que nenhuma das palavras-chave obteve coeficiente de variação inferior a 15%, o que mostra que houve uma saturação das respostas. Logo, as opiniões, provavelmente, não seriam alteradas a ponto de convergirem de forma a apresentarem notas semelhantes sobre tais palavras-chave ao aplicar rodadas subsequentes.

Ao final das três rodadas, após a saturação das respostas, constatou-se que apenas a palavra-chave “religião (crenças)”, que refere-se ao Capital Humano, mais especificamente sobre o elemento teórico definido como “experiência média profissional, diferencial da força de trabalho, equidade entre funcionários (gênero, etnia, idade, religião)” não foi aprovada, pois para essa palavra-chave a nota média foi de 3,7 pontos, com um CV de 95,5%, e por isso não atendeu a nenhum dos dois critérios definidos para a validação. Nota-se, desse modo, que as 66 demais palavras-chave para identificação de informações relativas aos seis capitais que compõem o Relato Integrado, encontradas na literatura, foram consideradas aceitas pela comissão de especialistas, por meio da técnica Delphi, por atenderem ao primeiro critério e apresentarem uma média acima de 5 pontos.

Cabe destacar que em 26 palavras-chave houve aceitação, mas o coeficiente de dispersão estava entre 16% e 50%, o que indica que os membros da comissão apresentaram níveis de aceitação diferentes para estas palavras-chave – mas que ainda podem ser

consideradas aceitáveis nos critérios de Martins e Donaire (2004). Algumas destas palavras-chave chegaram a ter média acima de 8 pontos, como “plano de carreira”, associada ao Capital Humano. Sendo assim, elas foram mantidas no instrumento final.

Após a finalização da consulta aos especialistas, identificaram-se 4 palavras-chave que tiveram dispersão acima de 50%: “Riscos (Gerenciamento de riscos, Monitoramento de riscos, Gestão de risco)”; “Lealdade”; “Seguro saúde”; e “Equipamento de proteção individual (EPI)”. Isso pode revelar que os especialistas atribuíram notas mais heterogêneas para essas mesmas palavras-chave. Assim, mesmo apresentando as médias de notas acima de 5 pontos, a decisão foi de exclusão no instrumento final devido à baixa dispersão (conforme todos os autores citados na Tabela 1).

A Tabela 2 apresenta o instrumento completo com os itens aprovados mediante a utilização da técnica Delphi.

Tabela 2 - Instrumento de conformidade definido com a aplicação da técnica Delphi

Capital Humano	DP	M	CV
Sobre “alinhamento e apoio à estrutura de governança de uma organização e à abordagem de gerenciamento de risco, e valores éticos”			
Estrutura de Governança (Governança; Governança corporativa).	3,50	7,71	45,3% ^c
Valores éticos (Código de ética, Ética empresarial.)	3,55	7,71	46,0% ^c
Sobre a “capacidade de compreender, desenvolver e implementar a estratégia de uma organização”			
Compreender (Compreensão estratégica)	2,48	7,79	31,9% ^c
Desenvolver estratégia (Desenvolvimento estratégico)	3,23	6,50	49,7% ^c
Implementar estratégia (Implementação estratégica)	3,36	6,79	49,6% ^c
Sobre “lealdades e motivações para melhorar processos, bens e serviços, incluindo sua capacidade de liderar, gerenciar e colaborar”			
Ações para melhoria	3,29	6,79	48,5% ^c
Colaborar (Colaboração)	3,42	6,93	49,4% ^c
Liderar (Liderança, Capacidade de liderança)	1,18	8,69	13,6% ^a
Gerenciar (Capacidade de gerenciar)	0,95	8,92	10,7% ^a
Autonomia	1,26	7,50	16,8% ^c
Sobre “aspectos associados ao bem-estar do profissional”			
Remuneração	1,73	8,00	21,7% ^c
Participação nos resultados	3,40	7,36	46,2% ^c
Sobre “segurança das empresas (medidas aplicadas ou implementadas)”			
Segurança	3,60	7,21	50,0% ^c
Sobre “experiência média profissional, diferencial da força de trabalho, equidade entre funcionários (gênero, etnia, idade, religião)”			
Diversidade	3,50	7,71	45,3% ^c
Gênero (Igualdade de gênero, Equidade de gênero)	0,73	9,44	7,7% ^b
Etnia	3,36	6,79	49,6% ^c
Idade	1,60	7,36	21,7% ^c
Sobre “treinamento e desenvolvimento”			
Desenvolvimento profissional (Qualificação, Treinamento, Capacitação)	1,72	8,43	20,4% ^c
Plano de carreira (Carreira)	1,70	8,36	20,4% ^c
Modelos de trabalho	3,09	6,29	49,2% ^c
Capital Intelectual	DP	M	CV
Sobre “propriedade intelectual (patentes, direitos autorais, softwares, direitos e licenças)”			
Patente (Direitos autorais)	0,88	9,46	9,3% ^a
Digital (Software, Inteligência artificial)	1,20	9,00	13,3% ^b

Licença	1,20	9,00	13,3% ^b
Sobre “capital organizacional (conhecimento tácito, procedimentos e protocolos)”			
Rotinas Organizacionais (Processamentos, Protocolos, Resultados, Formas de operação, Cultura organizacional)	1,20	8,00	14,9% ^b
Inovações (Conhecimento construído, Criação de conhecimento)	3,34	6,79	49,2% ^c
Sobre “Intangível (associado a marca ou reputação desenvolvida pela própria organização)”			
Marca	1,70	8,29	20,6% ^c
Unidade de negócio	2,89	5,93	48,8% ^c
Reputação	1,70	8,29	20,6% ^c
Capital Manufaturado	DP	M	CV
Sobre “capital manufaturado que é utilizado na produção de bens ou prestação de serviços”			
Produção	0,93	9,00	10,3% ^b
Prestação de serviço	3,48	7,14	48,8% ^c
Sobre “edifícios, equipamentos e infraestrutura”			
Edifício (Escritórios, Imóvel, Agência)	0,93	9,23	10,0% ^a
Equipamentos (Maquinários)	1,01	9,23	11,0% ^a
Fábrica	0,99	9,13	10,9% ^b
Usinas	1,20	9,00	13,3% ^b
Estrada (Vias de rodagem, Rodovias, Ferrovias, Pontes)	1,16	8,75	13,3% ^b
Porto (Terminais portuários)	1,16	8,75	13,3% ^b
Estação de tratamento	1,16	8,75	13,3% ^b
Capital Social e de Relacionamento	DP	M	CV
Sobre “compartilhamento de normas, valores e comportamentos em comum”			
Redes de compartilhamento	1,16	8,75	13,3% ^b
Sobre “esforços para construir e manter uma relação de confiança com as principais partes relacionadas”			
Clientes	0,75	9,31	8,1% ^a
Fornecedores	0,75	9,31	8,1% ^a
Partes interessadas (Parceiros de negócio, Sócios, Acionistas, Investidores, Comunidade)	1,13	8,88	12,7% ^a
Redes Sociais (comunicação)	0,77	9,38	8,2% ^b
Sobre “licença social para operações”.			
Licença social	1,07	9,15	11,7% ^a
Impacto social (qualidade de vida, educação)	1,22	9,00	13,6% ^a
Projeto social (ações sociais)	0,89	9,25	9,6% ^b
Efeito social	1,21	8,85	13,7% ^a
Capital Natural	DP	M	CV
Sobre “os recursos ambientais renováveis e não renováveis”			
Recursos (Recursos renováveis; Fontes renováveis, Renovável; Recursos não renováveis; Fontes não renováveis, Não renováveis).	0,65	9,62	6,8% ^a
Sobre “elementos como ar, água, terra, minerais, florestais”			
Ar	0,76	9,50	8,0% ^b
Água	0,63	9,69	6,5% ^a
Terra (Solo)	0,87	9,62	9,0% ^a
Minerais (Minério)	0,63	9,69	6,5% ^a
Florestas (reservas)	0,44	9,77	4,5% ^a
Sobre “Biodiversidade e qualidade do ecossistema”			
Biodiversidade	0,44	9,77	4,5% ^a
Qualidade do ecossistema (Ecossistema)	0,44	9,77	4,5% ^a
Capital Financeiro	DP	M	CV
Sobre “os recursos disponíveis na organização para ser utilizado na produção de bens ou prestação de serviço”			
Capital de giro (Capital financeiro)	1,13	9,46	11,9% ^a
Crédito (Crédito obtido)	0,88	9,54	9,2% ^a
Sobre recursos “obtidos por meio de financiamentos, ou subvenções, ou gerados por meio de investimentos”			
Financiamento	3,64	7,29	49,9% ^c
Empréstimo	3,64	7,29	49,9% ^c
Doações	3,55	7,71	46,0% ^c
Receita	0,83	9,13	9,1% ^b
Subvenção	3,58	7,14	50,0% ^c

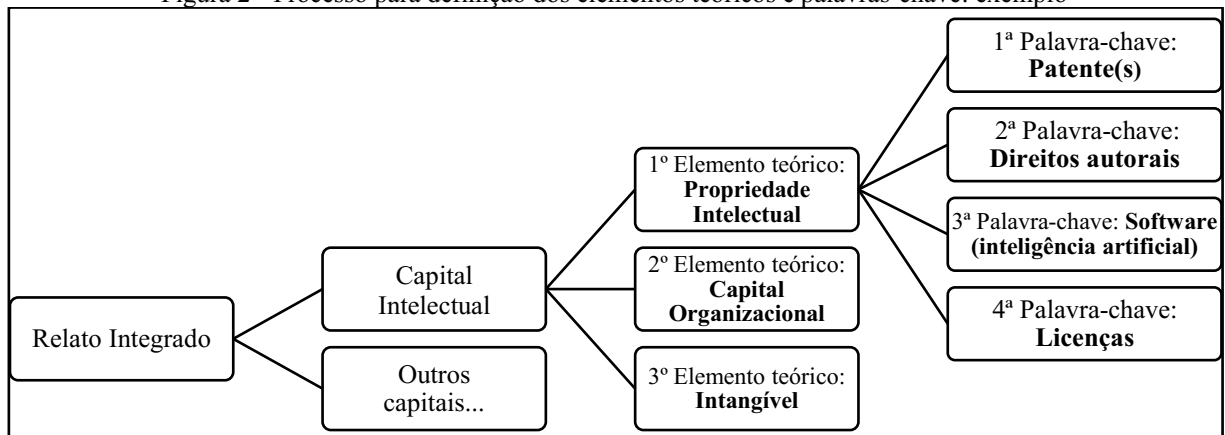
Investimento recebido	3,30	6,71	49,2% ^c
Legenda: DP: Desvio Padrão; M: Média; CV: Coeficiente de Variação			
a: itens aprovados na primeira rodada;			
b: itens aprovados na segunda rodada;			
c: itens aprovados na terceira rodada			
Fonte: elaborada pelo autor.			

Portanto, por meio das palavras-chave expostas na Tabela 2, esperava-se identificar informações-chave sobre os seis tipos de capitais nos relatos divulgados conforme IIRC (2013), o que foi verificado neste estudo ao analisar as demonstrações das empresas Itaú Unibanco, Votorantim e Gerdau (ver Tabela 3).

2.4.4 Aplicação do instrumento de conformidade

Para a aplicação do instrumento de pesquisa, foi preciso selecionar o conteúdo a ser analisado (RI), unidade de registro (conf. BARDIN, 2016), para identificar os elementos teóricos, por meio das palavras-chave, que foram validadas pela técnica Delphi. Na Figura 2 é ilustrado como ocorre o processo de identificação dos elementos teóricos relativos a cada tipo de capital, utilizando-se as palavras-chave.

Figura 2 - Processo para definição dos elementos teóricos e palavras-chave: exemplo

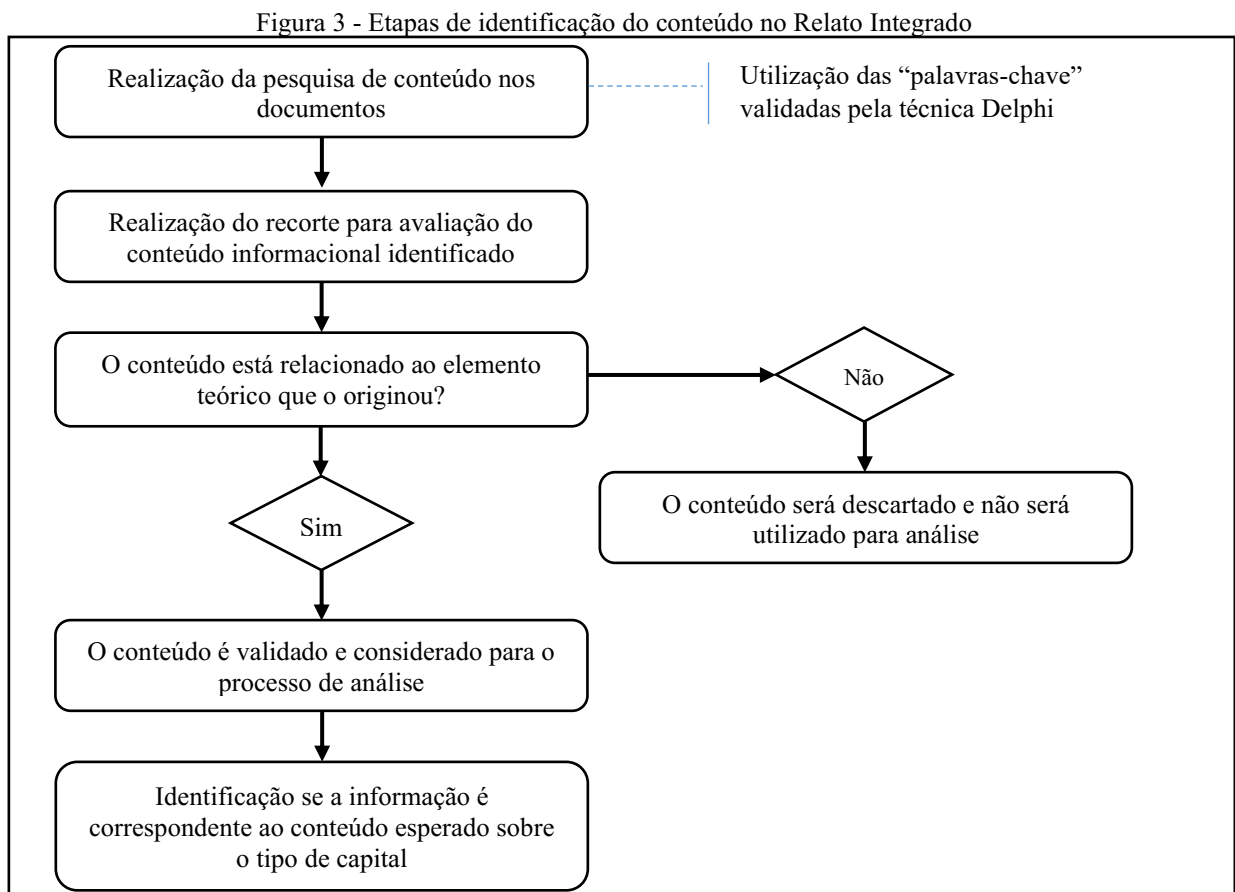


Fonte: elaborada pelo autor.

Ao observar a Figura 2 é possível conhecer o processo de seleção dos trechos no RI a partir das palavras-chave para identificação dos elementos teóricos e, conseqüentemente, a representação dos capitais definidos pelas diretrizes para o RI. Tendo como exemplo o “capital intelectual”, entende-se, com base na literatura e nas diretrizes do Relato Integrado (IIRC, 2013), que ele será composto pelos seguintes elementos teóricos: ‘propriedade intelectual’, ‘capital organizacional’, e ‘intangível’. Esses elementos, então, poderiam ser identificados, diretamente no conteúdo do Relato Integrado por informações textuais onde se identifique as

palavras-chave. Por exemplo, a ‘propriedade intelectual’ pode ser identificada em trechos que contenham as seguintes palavras-chave: ‘patentes’, ‘direitos autorais’, ‘software’ e ‘inteligência artificial’, e ‘licenças’. Todo esse processo de identificação de elementos teóricos com base nas palavras-chave do instrumento de conformidade foi realizado para os seis tipos de capitais.

Após a identificação das palavras-chave no texto do RI das companhias que compõem a amostra de pesquisa, foi realizada a seleção (coleta) dos trechos que foram utilizados na análise. Estes trechos são equivalentes às unidades de contexto estabelecidas por Bardin (2016). O material selecionado passa por uma leitura em que foi possível avaliar se o conteúdo apresentado pela empresa representa os elementos e o capital correspondente. A Figura 3 ilustra esta segunda etapa do processo de análise de conteúdo.



Fonte: elaborada pelo autor.

Os critérios definidos para esse procedimento têm como objetivo identificar o conteúdo informacional sobre os elementos teóricos relativos aos seis tipos de capitais. Para identificar o trecho (ou frase) correspondente ao elemento teórico definido, foi realizada a busca pelas palavras-chave, a partir do arquivo em formato PDF publicado pela empresa. Cada trecho dos relatórios identificado foi então avaliado, por meio da análise de conteúdo, na qual se realizou

uma leitura detalhada dos trechos, observando se o significado da informação de fato se refere aos elementos teóricos investigados. Para tanto, foi definido como critério a avaliação pelo método gramatical, realizando a interpretação textual nos sentidos semântico e sintático, de forma a verificar o significado e a mensagem transmitida pelo texto em análise (BARDIN, 2016; SALDAÑA, 2013).

Por fim, à presença de cada elemento teórico localizado é atribuída nota igual a um, e à sua ausência é atribuída nota zero. Por meio da média aritmética dos elementos teóricos, tem-se o índice de conformidade do respectivo capital. O índice é então calculado da seguinte forma:

$$I C R_{p t c} = \frac{\sum_i^n E T_{i p c}}{E T_{m c}}$$

ICRI_{ptc}: Índice de Conformidade ao Relato Integrado na empresa *p*, no ano *t*, referente ao tipo de capital *c*

ET_{ipc}: somatório da quantidade de elementos teóricos *i*, identificados na empresa *p*, referente ao tipo de capital *c*

ET_{mc}: número máximo de elementos teóricos possíveis no tipo de capital *c*

i: elemento teórico avaliado

Após a validação do instrumento pela técnica Delphi, ele foi aplicado para análise do RI das empresas Gerdau, Itaú Unibanco e Votorantim. Inicialmente, as palavras-chave foram utilizadas como elementos de busca para identificar as unidades de contexto. Posteriormente, foram feitas as interpretações textuais nos sentidos semântico e sintático para avaliar se os trechos selecionados se referiam, de fato, aos elementos teóricos investigados.

Os elementos teóricos que apareceram pelo menos uma vez no relatório receberam nota igual a um, enquanto as ausências dos elementos teóricos receberam nota zero. A média aritmética das notas dos elementos teóricos de cada tipo de capital compõe o índice de conformidade, conforme apresentado na Tabela 3.

Tabela 3 - Índice de conformidade ao Relato Integrado

Tipo de Capital	Elemento Teórico	Gerdau	Itaú Unibanco	Votorantim
CH	Sobre “alinhamento e apoio à estrutura de governança de uma organização e à abordagem de gerenciamento de risco, e valores éticos”	1	1	1
	Sobre a “capacidade de compreender, desenvolver e implementar a estratégia de uma organização”	1	1	1
	Sobre “lealdades e motivações para melhorar processos, bens e serviços, incluindo sua capacidade de liderar, gerenciar e colaborar”	1	1	1
	Sobre “aspectos associados ao bem-estar do profissional”	1	1	1

	Sobre “segurança das empresas (medidas aplicadas ou implementadas)”	1	0	1
	Sobre “experiência média profissional, diferencial da força de trabalho, equidade entre funcionários (gênero, etnia, idade, religião)”	1	1	1
	Sobre “treinamento e desenvolvimento”	1	1	1
	ICRI CH	1	0,86	1
CI	Sobre “propriedade intelectual (patentes, direitos autorais, softwares, direitos e licenças)”	1	1	1
	Sobre “capital organizacional (conhecimento tácito, procedimentos e protocolos)”	1	1	1
	Sobre “Intangível (associado a marca ou reputação desenvolvida pela própria organização)”	0	1	1
	ICRI CI	0,67	1	1
CM	Sobre “capital manufaturado que é utilizado na produção de bens ou prestação de serviços”	1	1	1
	Sobre “edifícios, equipamentos e infraestrutura”	1	1	1
	ICRI CM	1	1	1
CSR	Sobre “compartilhamento de normas, valores e comportamentos em comum”	0	0	0
	Sobre “esforços para construir e manter uma relação de confiança com as principais partes relacionadas”	1	1	1
	Sobre “licença social para operações”.	1	1	1
	ICRI CSR	0,67	0,67	0,67
CN	Sobre “os recursos ambientais renováveis e não renováveis”	1	1	1
	Sobre “elementos como ar, água, terra, minerais, florestais”	1	1	1
	Sobre “Biodiversidade e qualidade do ecossistema”	1	1	1
	ICRI CN	1	1	1
CF	Sobre “os recursos disponíveis na organização para ser utilizado na produção de bens ou prestação de serviço”	1	1	0
	Sobre recursos “obtidos por meio de financiamentos, ou subvenções, ou gerados por meio de investimentos”	1	1	1
	ICRI CF	1	1	0,5
Índice de Conformidade ao Relato Integrado (ICRI_Geral)		0,762	0,789	0,738

Fonte: elaborada pelo autor.

Por meio do instrumento foi possível constatar que todas as empresas apresentam o conteúdo esperado, no modelo do RI, referente ao Capital Manufaturado (CM) e Capital Natural (CN). Quanto ao Capital Social e de Relacionamento (CSR), apenas uma parte do conteúdo esperado foi publicado pelas companhias, não sendo identificado em nenhuma delas informações sobre “compartilhamento de normas, valores e comportamentos em comum”, atendendo então 67% do conteúdo esperado. Ainda em relação à Tabela 3, nos demais capitais – Capital Humano (CH), Capital Intelectual (CI) e Capital Financeiro (CF) – foram identificadas informações variadas entre as companhias, logo, todas as três empresas têm conformidade de no mínimo 67% em relação a tais conteúdos.

Ao avaliar o índice de conformidade geral (ICRI_Geral), foi possível identificar que todas tiveram um resultado alto e próximo entre si, com destaque do RI apresentado pelo “Itaú

Unibanco”, com melhor nível de conformidade (0,789). Dessa forma, foi possível identificar que os RI divulgados pelas empresas atendem, em um alto grau, as diretrizes estabelecidas pelo IIRC quanto as informações relacionadas aos tipos de capitais, e podem ser definidos com um bom nível de qualidade. De certa forma, os índices altos para estas companhias eram esperados, pois durante a verificação das informações, as três empresas foram definidas por serem reconhecidas pelo mercado em divulgar relatórios de qualidade e com alto nível de transparência.

Cabe destacar que a medida dicotômica aplicada a partir da análise de conteúdo para as informações divulgadas em cada tipo de capital é um exemplo de critério associado a utilização do *framework*, sendo possível que os pesquisadores adequem tais critérios de acordo com seu objetivo de pesquisa, por exemplo, atribuindo notas quanto a qualidade da informação por estar completa ou incompleta, ou ainda trabalhar com a frequência absoluta com que cada palavra-chave é identificada nos relatórios. Portanto, os critérios a serem aplicados para a utilização do *framework* para avaliar o grau de conformidade aos elementos definidos pelo IIRC (2013) podem ser adaptados de acordo com o tipo de pesquisa e preferência do pesquisador.

2.5 Considerações finais

A presente pesquisa teve como objetivo desenvolver um *framework*, validado teoricamente, que pudesse avaliar a conformidade da divulgação das informações sobre os capitais que compõem o RI das empresas, segundo os parâmetros que são divulgados pelo IIRC. Para atingir esse propósito, foi elaborado, a partir da literatura existente, e seguindo as recomendações apresentadas pelo IIRC (2013), um instrumento que passou por um processo de avaliação de especialistas, por meio da técnica Delphi.

A técnica Delphi foi realizada com a participação de especialistas com atuação nacional e internacional, que estão envolvidos com o RI. Ao todo, foram realizadas três rodadas, com o retorno de formulários de 13, 12 e 10 participantes, respectivamente, em cada uma das rodadas realizadas. Uma das dificuldades de aplicação da Delphi é conseguir manter todos os participantes ao longo das rodadas necessárias, visto que se trata de um processo contínuo de discussão e revisão da opinião dos participantes. Esse processo “repetitivo” de avaliação de suas opiniões traz a robustez necessária para a validação teórica de instrumentos complexos, como o proposto neste estudo.

Outro ponto de atenção corresponde à medida aplicada para verificar o consenso entre os especialistas, utilizando como base o nível de baixa dispersão, medido pelo coeficiente de

variação. Não foi observada, na literatura que discute tal medida, unanimidade entre os autores sobre os critérios para a classificação dos níveis de dispersão, variando entre 15% e 50% o limite para a medida ser considerada de baixa dispersão e, portanto, definida como um consenso entre os respondentes. Foi considerada uma nota média acima de 5 pontos para definir a validação das palavras-chave apresentadas no instrumento que representassem os elementos teóricos e, conseqüentemente, os tipos de capitais. Nos resultados da aplicação da técnica, dentre as 67 palavras-chave iniciais, 66 apresentaram média acima de 5 pontos, com 36 tendo nível de dispersão baixo (CV abaixo de 15%); outras 26 palavras-chave tiveram um CV entre 16% e 50%; e outras 4 palavras-chave apresentaram CV acima de 50%. Uma das palavras-chave (“religião”) apresentou média abaixo de 5 pontos e um CV muito alto (95,5%).

Frente aos resultados obtidos, as palavras-chave “Riscos (Gerenciamento de riscos, Monitoramento de riscos, Gestão de risco)”; “Lealdade”; “Equipamento de proteção individual (EPI); e “Seguro saúde” foram retiradas devido à alta dispersão. A palavra-chave “religião” foi excluída por não atender a nenhuma das duas medidas utilizadas (média acima de 5 pontos, e baixa dispersão), portanto foi considerado um elemento não aceito. Todos os itens excluídos referem-se ao capital humano. Considerando isso, o instrumento final é composto por 62 palavras-chave, distribuídas em 20 elementos teóricos, que correspondem a seis tipos de capitais.

Conclui-se que, por meio da aplicação do instrumento resultante, é possível medir o nível de conformidade entre o que é publicado pelas companhias como RI e o conteúdo informacional referente aos capitais utilizados pelas companhias, conforme as orientações do IIRC. O instrumento desenvolvido pode ser utilizado por outras pesquisas para medir a conformidade, cabendo ao pesquisador avaliar a melhor métrica para seu objetivo. Uma possível aplicação seria por meio da frequência com que as palavras-chave são identificadas em cada relatório avaliado, gerando, assim, um *score* correspondente a cada um dos capitais. Também poderia ser trabalhado um modelo de *checklist* para identificar quais elementos são encontrados nos relatórios das empresas (como foi feito para os casos Gerdau, Itaú Unibanco e Votorantim). Ao utilizar o instrumento, vale ressaltar que depois de identificar as palavras-chave no texto, é necessário realizar uma leitura completa do trecho para avaliar se, de fato, ele está relacionado ao elemento teórico e o capital correspondente.

É importante destacar algumas limitações ao utilizar o *framework*. Sua elaboração e atribuição está mais adequada à companhias com fins lucrativos, uma vez que os termos podem ser mais comuns para esse modelo de companhias do que instituições sem fins lucrativos ou cooperativas, por exemplo. Outra possível limitação se trata do setor de atuação das companhias

em análise, posto que para a elaboração foram observadas informações mais generalizadas, assim, palavras-chaves mais específicas para alguns tipos de atividades podem não ter sido incluídas no instrumento, e com isso a informação não foi identificada. No entanto, essas limitações não impedem sua aplicação e utilização em pesquisas com o propósito de verificar o nível de conformidade do conteúdo divulgado como RI pelas empresas e as diretrizes estabelecidas pelo IIRC (2013) quanto aos tipos de capital.

Para pesquisas futuras, sugere-se a aplicação do instrumento em companhias que façam a divulgação voluntária do RI para verificar se, de fato, evidenciam as informações dos capitais como recomendado pelo IIRC (2013). O instrumento também pode ser utilizado para verificar empresas que não fazem divulgação, e certificar se esses conteúdos já são apresentados em suas divulgações regulares de outros relatórios contábeis. Também é possível aplicar o instrumento para verificar o grau de evolução do atendimento ao IIRC (2013) dos RI divulgados pelas companhias brasileiras no decorrer dos anos. Outra possibilidade de pesquisa seria utilizar o instrumento para avaliar como o volume de informações sobre os tipos de capitais, divulgadas como RI, pode afetar o valor de mercado das empresas emissoras.

3 RELATO INTEGRADO E O RETORNO DAS AÇÕES

3.1 INTRODUÇÃO

O processo de divulgação de informações adicionais pelas empresas contribui com a tomada de decisão dos usuários e reduz o processo de assimetria informacional, mesmo que não sejam informações exclusivamente financeiras. A divulgação adicional ou complementar apresentada pelas companhias geralmente se concentra em conteúdo não financeiro, como o impacto das atividades sobre aspectos sociais, ambientais e de sustentabilidade, apresentando potencial para subsidiar a tomada de decisão dos usuários e favorecer a comparabilidade entre as companhias (COHEN, *et al.* 2012). Desse modo, as empresas podem ter interesse em divulgar maior volume de informações ao mercado, mesmo de forma voluntária, na pretensão de gerar maior credibilidade e confiabilidade sobre suas operações, o que seria capaz de proporcionar maior retorno econômico a elas e seus investidores (VERRECCHIA, 1983; DYE, 1986; HEALY; PALEPU, 2001).

Seguindo o propósito de promover um agrupamento de informações com o potencial de melhorar a percepção dos usuários da informação contábil sobre o conjunto de elementos relacionados à operação das empresas, emerge a proposta de divulgação baseada no Relato Integrado (RI). O RI é um formato sugerido pelo *International Integrated Reporting Council* (IIRC) para a publicação de informações financeiras e não financeiras elencadas em seis tipos de capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social e de relacionamento, e natural) de forma unificada e estruturada para evidenciar como os capitais utilizados pela empresa interagem entre si no processo de criação de valor (IIRC, 2013). A proposta é que esse modelo possa ser utilizado a nível mundial pelas empresas. Suas discussões foram iniciadas em 2010 com um *framework* de orientação disponibilizado em 2013 para as companhias interessadas em fazer a divulgação neste formato (IIRC, 2013), tendo passado por uma revisão no ano de 2020.

A divulgação do relato integrado, com exceção da África do Sul, ocorre de forma voluntária pelas companhias abertas listadas em mercado de valores. Embora tenha caráter voluntário, sua adoção vem se ampliando gradativamente ao redor do mundo. No Brasil, as primeiras divulgações foram realizadas em 2012 e o número de companhias listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) que realizam a divulgação do RI está aumentando com o passar do tempo. (VASCONCELOS; SABES; ROBLES JÚNIOR, 2015). Algumas pesquisas (LEE; YEO, 2015; SERAFEIM, 2015; BARTH *et al.*, 2017; EUGSTER; WAGNER, 2020) indicam que as

informações providas com a divulgação do RI podem auxiliar na previsibilidade dos resultados futuros das empresas, ampliar o acesso a informações consideradas úteis pelos acionistas, e conhecer melhor os planos de ação da empresa a curto e longo prazo. Portanto, a divulgação pode refletir no valor de mercado das companhias.

Com o intuito de disciplinar a divulgação do RI no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Resolução CVM nº14, de 09 de dezembro de 2020, estabeleceu que o RI “deverá ser objeto de asseguarção limitada por auditor independente registrado na CVM, em conformidade com as normas emitidas pelo Conselho Federal de Contabilidade”. Essa orientação técnica evidencia a relevância que o RI vem assumindo no contexto nacional e a importância de novas investigações sobre seus efeitos, uma vez que a literatura não evidencia consenso sobre os efeitos esperados com o seu uso (VILLIERS, RINALDI; UNERMAN, 2014; HOMERO JUNIOR, 2019; VELTRI; SILVESTRI, 2020).

Diante do exposto, a presente pesquisa pretende avaliar o efeito no retorno das ações das companhias listadas na B3 que divulgaram o RI. O objetivo geral da é identificar o impacto da primeira divulgação do RI no retorno das ações das companhias listadas na B3. Para atingir esse objetivo, foi aplicada a técnica de estudos de eventos, na qual pretende-se avaliar a existência de retornos anormais nas ações das companhias abertas quando fizeram a divulgação do RI.

Nesse sentido, espera-se que a presente pesquisa possa contribuir com as discussões sobre os efeitos da divulgação do RI no retorno das ações das empresas, bem como sobre a eficiência de mercado em relação às informações divulgadas no RI. Além disso, pretende-se colaborar com o debate sobre o tema ao ampliar a base de estudos que tratam diretamente sobre o processo de divulgação do RI pelas companhias abertas, por meio da utilização da metodologia de estudo de eventos – uma abordagem não identificada em estudos anteriores sobre o tema.

3.2 REFERENCIAL TEÓRICO

3.2.1 Relato Integrado e Valor de Mercado

As discussões sobre o modelo de divulgação do RI se iniciaram em 2010, e em 2013 foi divulgado o *framework* denominado ‘A estrutura internacional para Relato Integrado’ (*The International <IR> Framework*) com a função de apresentar as diretrizes a respeito do formato e conteúdo esperado no RI. O seu processo de elaboração e divulgação é uma proposta para uso

a nível global, assim, diferentes países participam de sua elaboração e incentivam as companhias a fazerem publicação neste formato. Diferentes organizações normativas e reguladoras contribuem com o desenvolvimento da estrutura do RI. O IIRC realiza parcerias e coopera com o *IFRS Foundation*, *Global Reporting Initiative* (GRI), *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), e *World Intellectual Capital/Assets Initiative* (WICI).

As orientações sobre o modelo de divulgação do RI e sua formulação passaram por uma adaptação em 2021, com a apresentação da segunda versão do *framework* aplicada a partir de 2022 (IIRC, 2021). As mudanças promovidas não são consideradas modificações materiais sobre o conteúdo e seu formato, são esclarecimentos de pontos que poderiam ser tidos como ambíguos no processo de elaboração anterior (CBARI, 2020). Atualmente o processo de normas e orientações para o RI passam a ser responsabilidade da *IFRS Foundation*, uma vez que iniciado o processo de incorporação da *Value Reporting Foundation* (VRF), atual responsável pela revisão e elaboração, no ano de 2022.

A configuração de divulgação de informações no modelo de RI é orientada para uma melhor apresentação de informações financeiras e não financeiras em conjunto para evidenciar como a empresa promove a geração de valor em suas atividades ao longo do tempo. Esse formato de divulgação pode ser identificado como útil para a tomada de decisão de usuários internos e externos (IIRC, 2013; ECCLES; SPIESSHOFER, 2015; CORTESI; VENA, 2019). Considerando a capacidade de fornecer informações relevantes sobre a empresa, Lai, Melloni e Stacchezzini (2018) constatam que os preparadores do RI priorizam uma linguagem que facilite a compreensão de diversos grupos de interesse.

Mesmo observando melhorias com o RI, Camilleri (2018), assim como Lai *et al.* (2018), considera que o foco continua sendo atender prioritariamente os investidores em detrimento dos demais grupos de interesse, o que, de certo modo, indica que ainda prevalece o objetivo de ampliar as informações apresentadas aos usuários interessados em conteúdo financeiro. Entretanto, é identificado que o RI pode incentivar as empresas a comunicarem aos grupos de interesse informações não financeiras para um panorama “verdadeiro e justo” das atividades empresariais.

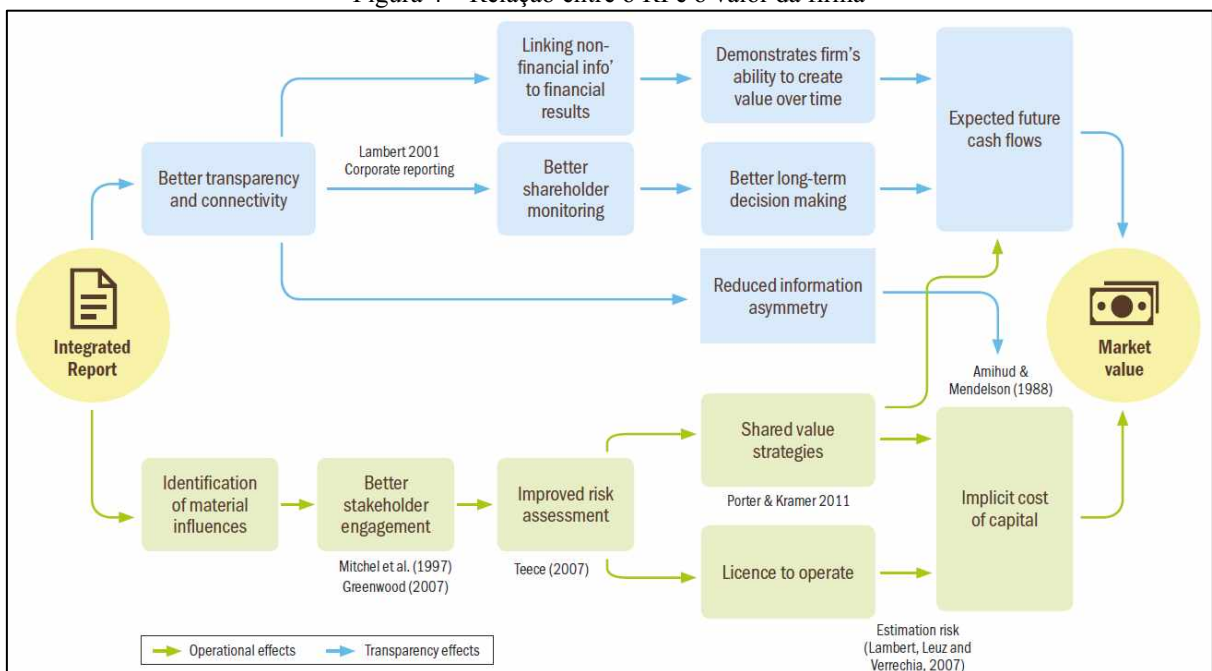
Camilleri (2018) também considera que, ao melhorar a divulgação de informações para usuários externos por meio do RI, os gestores precisam organizá-las para alcançar o “pensamento integrado”. Essa afirmação vai ao encontro do que é especificado pelo IIRC (2016_a) ao considerar que o pensamento integrado beneficia a própria empresa, pois seus objetivos e planejamentos ficam associados aos seus recursos de forma clara.

Lee e Yeo (2015) expõem que a elaboração anual do RI reduziu o custo de processamento de informações, em empresas listadas na bolsa de valores na África do Sul. O IIRC (2016_a) ainda considera que a divulgação do RI proporciona maior nível de confiabilidade sobre os atos da gestão das empresas ao informar sobre a estabilidade a longo prazo.

Nessa mesma linha de conteúdo informacional divulgado no RI, Eugster e Wagner (2020) argumentam que a apresentação sequencial dos relatórios favorece uma observação holística, o que proporciona uma melhor base de conhecimento tanto para os investidores de modo geral, quanto para seus gestores no que se refere ao controle interno e desenvolvimento da empresa. Nesse sentido, o RI também auxilia as atividades de gestão e organização na própria empresa e reforça sua legitimação junto à sociedade, com apresentação sobre o que envolve sua geração de valor na utilização dos recursos (capitais).

A possibilidade de acesso a informações relacionadas às atividades da empresa, e como ela interage seus tipos de capitais com o ambiente externo na criação de valor, faz com que os usuários observem esses fatos em suas tomadas de decisão. Em pesquisa realizada pelo IIRC (2016_b), constatou-se que as informações proporcionadas pelo RI permitem um alinhamento de expectativas das partes interessadas ao apresentar o plano estratégico da empresa ao longo do tempo, podendo melhorar seus resultados e rentabilidade. Assim, o efeito dessa comunicação tem potencial de afetar o valor das empresas, conforme exposto na Figura 4.

Figura 4 – Relação entre o RI e o valor da firma



Fonte: Martinez (2016) adaptado por IIRC (2017, p.17).

Ao observar a Figura 4, é possível identificar a relação teórica entre a publicação do RI e o efeito no valor de mercado das empresas, bem com seu detalhamento. Lee e Yeo (2015), ao verificarem efeitos positivos no valor de mercado das empresas listadas na África do Sul após a divulgação do RI, destacam que essa relação pode estar associada à capacidade informacional, tendo maior efeito em empresas que são consideradas complexas (ativos intangíveis elevados, companhias com múltiplos negócios, atuantes em diferentes segmentos). Na percepção dos autores, isso ocorre porque a divulgação fornece informações mais úteis para os usuários, o que os auxilia a conhecerem melhor as empresas para a tomada de decisão.

Ainda ao avaliar o efeito da disponibilidade de informações sobre o valor de mercado das empresas, Lambert, Leuz e Verrecchia (2007) argumentam que um maior volume informacional e com qualidade permite que os usuários destas informações estimem a projeção de fluxos de caixa futuro e propiciem uma redução no custo de capital, o que, conseqüentemente, reflete em seu valor de mercado. Na percepção de Martinez (2016), conforme exposto na Figura 1, o RI contribui para a perspectiva de fluxos de caixas futuros e, por conseguinte, reflete no valor de mercado da firma. Isso respalda a relação positiva entre o RI e a geração de fluxos de caixas futuros, identificada por Barth *et al.* (2017) quando observaram empresas listadas na bolsa da África do Sul.

A redução da assimetria informacional tem impactos sobre o valor de mercado das empresas, pois permite menor custo de capital, com exposição de informações mais relevantes ao mercado (MARTINEZ, 2016). O nível de informações a respeito de uma empresa que estão disponíveis ao mercado é uma medida observada por Fama (1970, 1991) em relação à eficiência de mercado. O autor considera que o volume e o tipo de informações divulgadas por ela são absorvidos pelo mercado e refletem diretamente sobre o valor da empresa.

Considerando os processos de avaliação de eficiência de mercado, é de se esperar que a divulgação do RI proporcione conteúdos relevantes, com qualidade, e um material que possa ser acessível aos participantes do mercado, reduzindo, assim, a assimetria informacional, e contribuindo na assertividade em projeções de resultados futuros. A esse respeito, o estudo de Needles Jr., *et al.* (2016) identificou que um grupo de empresas com alto desempenho econômico e que divulgavam informações com base no RI apresentava maior nível de detalhes sobre suas atividades e decisões que as demais. Os autores argumentam que essa prática tem como propósito ampliar os conceitos éticos das companhias e conseqüentemente melhorar seu desempenho econômico.

Considerando a indicação de autores (MARTINEZ, 2016; NEEDLES JR *et al.*, 2016; BARTH *et al.*, 2017) que observaram os efeitos e variações no valor de mercado das empresas

associadas à divulgação de informações no modelo do RI, as possíveis melhorias (previsibilidade de resultados futuros, detalhamento e qualidade informacional, redução de assimetria) proporcionadas por esse modelo de divulgação, e o reflexo na precificação dos ativos das empresas, a hipótese de pesquisa a ser testada é:

H₁: A divulgação de informações no modelo do RI por companhias abertas promove um efeito positivo no retorno das ações destas empresas em sua primeira divulgação.

3.2.2 Hipótese de Mercado Eficiente

A Teoria de Finanças possui como um dos seus vetores de conhecimento a Hipótese da Eficiência dos Mercados (HEM), pois ela parte da premissa do uso da racionalidade dos tomadores de decisão e da volatilidade do mercado (Sharpe, 1964; Markowitz, 1952). Um dos grandes precursores da Eficiência de Mercado foi o estudo realizado por Fama (1970). De acordo com o pesquisador, a classificação do mercado eficiente foi dividida em 3 níveis: dados passados (preços passados); informações publicamente disponíveis; e o conjunto de informações (informações passadas, públicas e privadas). O resumo das formas de Eficiência é apontado no Quadro 3:

Quadro 3 - Formas de Eficiência

Forma de eficiência	Informação relevante	Descrição
Fraca	Preços passados	Fama (1970) ratifica que a hipótese fundamental dessa forma de eficiência é que os retornos esperados em condições de equilíbrio são formados a partir do conjunto de informações disponíveis, que está completamente refletido nos preços. Isso retira a possibilidade de existirem estratégias de negociação focadas simplesmente em informações históricas que impliquem em ganhos anormais ou retornos que ultrapassem os de equilíbrio normal.
Semiforte	Informações públicas	A forma de eficiência semiforte considera como informações relevantes as informações públicas. De acordo com French e Roll (1986), as informações disponíveis ao público são aquelas que se tornam conhecidas em um mesmo instante de tempo e afetam os preços antes que algum investidor possa negociar com elas.
Forte	Informações privilegiadas	HME na sua estrutura forte sinaliza que os preços refletem todas as informações existentes no mercado (históricas, públicas e privadas). Sendo assim, um investidor, de posse de informações privilegiadas, não conseguiria obter retornos extraordinários, pois o ajuste dos preços no mercado é instantâneo (Bruni & Fama, 1998). Fama (1970) destaca que as pesquisas da forma forte são feitas com investidores que possuem acesso a informações particulares e seus testes exigem a avaliação do acesso desses investidores a informações específicas e mensuração de retornos de preços anormais em mais de um período de investimento.

Fonte: elaborado pelo autor.

Posteriormente, Fama (1991) alterou o termo da classificação do teste semiforte de eficiência do mercado, passando a denominá-lo como “teste de estudos de eventos”. Cabe

ressaltar que a alteração do termo de classificação não altera sua definição nem cobertura de análise. Segundo Fama (1991), a alteração sugere que essa classificação compreende uma avaliação mais direta sobre as evidências associadas a eficiência do mercado e as questões da precificação dos ativos.

Segundo MacKinlay (1997), a utilidade do estudo de evento vem do fato de que, dada a racionalidade do investidor, o efeito de um evento irá ser refletido imediatamente no preço das ações, ou seja, os preços se ajustam automaticamente a cada nova informação divulgada no mercado. Dentre as muitas aplicações dessa metodologia, destacam-se: anúncios de dividendos, fusões e aquisições, emissão de dívidas ou capital próprio, anúncio de lucros e anúncio de variáveis macroeconômicas. Conforme aponta Camargos e Barbosa (2003), o estudo de eventos é uma forma de identificar o retorno de ações considerado padrão, denominado retorno normal ou esperado, tido como retorno que o título teria caso o evento não ocorresse. Após esta etapa, calcula-se a diferença entre o retorno observado no período de análise para se identificar o possível comportamento anormal nos períodos próximos a um evento.

Os estudos de Brown e Warner (1980) constataram uma maior preocupação do estudo de evento em avaliar a extensão em que o desempenho dos preços dos títulos em dias próximos ao evento fosse anormal, ou seja, condição em que os retornos são diferentes daqueles considerados normais, conforme modelo de equilíbrio de determinação de retornos esperados. Portanto, trata-se de um instrumento para avaliar a eficiência de mercado, uma vez que a presença de retornos anormais, após um evento, é incoerente com a HEM de que os preços dos títulos refletirão, imediatamente, o conteúdo da nova informação (FAMA, 1991).

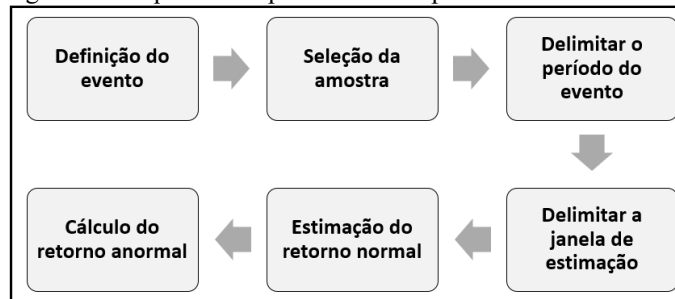
3.3 METODOLOGIA

3.3.1 Procedimentos para o Estudo de Eventos

Ao utilizar a metodologia do estudo de eventos, é possível identificar se houve um efeito no mercado em ocasião de um determinado evento por meio de um retorno anormal, observado no comportamento dos valores das ações ao longo de um período, antes e após o momento de ocorrência do evento examinado (BALL; BROWN, 1968; MACKINLAY, 1997). Dessa forma, o estudo de eventos pode ser considerado adequado ao desenvolvimento desta pesquisa, viabilizando, a partir de dados do mercado financeiro, a observação do efeito da divulgação do RI pelas companhias listadas na B3, no momento de sua primeira publicação. MacKinlay

(1997) estrutura alguns procedimentos que devem ser seguidos no estudo de eventos, conforme apresentado na Figura 5.

Figura 5 – Sequência de procedimentos para o estudo de eventos



Fonte: elaborada com base em MacKinlay (1997).

Com base na sequência apresentada na Figura 5, tem-se que a **definição do evento** remete ao que será observado no desenvolvimento desta pesquisa. O evento estudado é a primeira divulgação do RI realizada pelas companhias abertas listadas na B3. A **seleção da amostra** deve considerar critérios essenciais para que o estudo possa ser realizado. Assim, o critério principal neste estudo foi a seleção de companhias listadas na B3 que realizaram a divulgação do RI pela primeira vez entre os anos de 2010 e 2019.

O **período do evento** é a definição de um intervalo de tempo que seja relevante e permita verificar as alterações no mercado de capitais que possam ser associadas ao evento em análise, e para isso devem ser avaliadas alguns dias antes e após o evento (MACKINLAY, 1997). Mackinlay (1997) aponta que o estudo de eventos permite uma avaliação dos efeitos sobre o mercado, realizando uma observação relativamente curta no preço das ações da empresa. Com a janela de observação (período do evento), é possível identificar em quais dias houve um efeito no mercado de capitais, em decorrência do evento observado. Sendo assim, neste estudo, foi estabelecido um prazo de observação de 5 dias (2 dias antes, e 2 dias após o evento), incluindo a data específica de divulgação, para verificar o momento de reação do mercado de capitais à divulgação do RI pela empresa em estudo. O prazo de 5 dias foi definido para que se reduzisse possíveis efeitos gerados por outras demonstrações ou informações que eram apresentadas pelas empresas, uma vez que quanto maior for este intervalo, menor a probabilidade de se captar apenas os efeitos gerados pelo evento em estudo.

Na sequência, como representado na Figura 5, é estabelecida a **janela de estimação** com o propósito de definir um período para prever as variações que ocorrem no preço das ações da empresa, em condições normais, de forma que seja observado um comportamento no valor diário sem a influência do evento definido para estudo. MacKinlay (1997) indica que não é

viável incluir na janela de estimação o período do evento, pois isso poderia influenciar a informação obtida como parâmetro. Ainda que não se tenha uma data considerada correta para a delimitação deste prazo, geralmente ela varia entre 30 e 120 dias antes do período do evento. Este prazo deve ser definido de acordo com o que for considerado apropriado para a realização do estudo. Na presente pesquisa foi definida uma janela de 30 dias, com um intervalo de 30 dias para a data do evento, ou seja, a janela se inicia 60 pregões antes do evento e se encerra 30 pregões antes do evento (Princeton University, 2008). Dias e Malaquias (2021) salientam que definir uma janela de estimação com intervalo de 30 pregões para o evento permite a desvinculação do coeficiente de estimação de possíveis vieses do evento em análise.

Com a delimitação da janela de estimação, é possível identificar um padrão que representará o **retorno normal** (ou retorno esperado) diário das ações da empresa observada. Nesse processo, com base em um comportamento passado, é realizada uma previsão do que ocorreria no mercado de capitais sem o efeito do evento em estudo. Assim, é possível comparar as variações de retorno esperado (previstas) com o retorno real, definido com a observação das informações obtidas após a realização do evento. No momento de comparação entre o retorno esperado e o real, quando são identificadas diferenças significativas entre tais valores, é identificado o que pode ser classificado como **retorno anormal**, que representa um efeito no mercado de capitais em decorrência da realização do evento observado. O processo detalhado de como foi calculada e identificada a estimativa do retorno normal e a identificação do retorno anormal estão descritos na seção 3.3.3.

3.3.2 Amostra da pesquisa e coleta de dados

No processo de seleção da amostra utilizada neste estudo, foram identificadas companhias abertas listadas na B3, que apresentassem especificamente a divulgação do RI ou algum relatório em que fosse indicado o desenvolvimento com base nas diretrizes do IIRC, entre os anos de 2010 e 2019.

Com o processo de busca foi possível identificar um total de 82 empresas que atenderam a este critério de seleção. Entretanto, identificou-se que 23 destas companhias eram subsidiárias integrais de outras empresas e não apresentavam negociação diária na B3, portanto não havia registro do valor de suas ações – uma informação necessária para a realização do estudo de eventos. Além disso, outras 3 companhias não apresentavam negociação diária, logo, não era possível avaliar o preço diário de suas ações. Sendo assim, estas 26 companhias foram excluídas

da amostra de pesquisa, resultando em uma amostra final composta por 56 companhias listadas na B3 (ver Apêndice D).

A data de divulgação do RI pelas empresas foi identificada, em sua maioria, diretamente pelo site da companhia, ou na aba de informações relevantes da empresa no site da B3. Em alguns casos foi possível identificar a data em sites de notícias especializados no setor ou que estavam vinculados à própria empresa

Definidas as companhias, foi então realizada a coleta das informações necessárias para o estudo de eventos por meio da plataforma Economática®. Nesta mesma plataforma foram obtidos os valores de fechamento diário do mercado para as ações negociadas pelas companhias que compõem a amostra, além do valor referente à negociação do índice Bovespa, nas mesmas datas, para parâmetro de análise. A data referente aos valores coletados varia de acordo com a data de divulgação do primeiro relatório por cada empresa. Houve prioridade para a coleta de ações do tipo preferencial, pois conforme encontrado por Sarlo Neto *et al.* (2005), as ações preferenciais apresentam maior sensibilidade em relação à divulgação de informações ao mercado. Entretanto, nem todas as empresas disponibilizavam ações desta categoria para negociação, e nesses casos foram coletados os valores pertencentes a ações ordinárias.

3.3.3 Tratamento e análise dos dados

Para realizar o estudo de evento, após a coleta dos dados das empresas que compõem a amostra, foram aplicadas algumas técnicas de cálculo capazes de verificar a divulgação do RI e o comportamento acionário frente a esse fato. As práticas aplicadas no desenvolvimento desta pesquisa são as mais utilizadas em pesquisas relevantes sobre estudos de eventos (BALL; BROWN, 1968; MACKINLAY, 1997; SARLO NETO *et al.*, 2005). O retorno da ação foi calculado com base nos preços de fechamento diário dos ativos, utilizando a seguinte equação:

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t} \quad (1)$$

Onde:

$R_{i,t}$: retorno da ação da empresa i no período t ;

P_t : preço da ação no período t ;

P_{t-1} : preço da ação no período anterior $t-1$.

Com o retorno da ação ($R_{i,t}$) calculado é possível identificar o retorno de mercado ($r_{m,t}$), com base na Equação 2, que posteriormente será utilizado como parâmetro no cálculo do retorno esperado ($ER_{i,t}$) da ação da empresa, sem o efeito do evento em observação.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

Onde:

$R_{i,t}$: retorno da ação da empresa i no período t ;

α_i : intercepto da empresa i ;

β_i : coeficiente de variação da empresa i ;

$r_{m,t}$: retorno do mercado no período t ;

$e_{i,t}$: erro da empresa i no período t .

Cabe destacar que para o cálculo do retorno de mercado ($r_{m,t}$) foi utilizado o valor de fechamento diário do índice Bovespa, na mesma data aplicada a cada empresa de acordo com a data definida para o evento (primeira divulgação do RI). A etapa seguinte foi identificar o retorno esperado ($ER_{i,t}$) da empresa, utilizando a Equação 3:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} \quad (3)$$

Onde:

$ER_{i,t}$: retorno esperado da empresa i no período t ;

α_i : intercepto da empresa i ;

β_i : coeficiente de variação da empresa i ;

$r_{m,t}$: retorno do mercado no período t .

Com base nessas informações, foi possível calcular o retorno anormal ($AR_{i,t}$), pela diferença entre o retorno da empresa ($R_{i,t}$) e o retorno esperado ($ER_{i,t}$), conforme descrito na Equação 4:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t} \quad (4)$$

Onde:

$AR_{i,t}$: retorno anormal da empresa i no período t ;

$R_{i,t}$: retorno observado da ação da empresa i no período t ;

$ER_{i,t}$: retorno esperado da empresa i no período t .

O retorno anormal é identificado quando o evento em observação ocasiona um comportamento no mercado diferente daquele esperado. Calculados os retornos anormais para cada dia da janela de eventos, é possível identificar o retorno anormal acumulado, que corresponde ao somatório dos valores identificados pela Equação 4. O acúmulo dos retornos anormais pode favorecer a análise em conjunto, por empresa ou então por evento, identificando a média obtida por dia ou todo o intervalo da janela de evento, pois não há garantia de quando efetivamente o mercado recebeu as informações que são investigadas (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997; CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Após realizados os cálculos e identificados os retornos das ações das empresas associados a divulgação do RI, a fim de se avaliar se de fato houve impacto pela divulgação, foi realizada a comparação estatística entre o retorno anormal acumulado com “zero”, utilizando a técnica de diferença por médias. O estudo de eventos foi realizado por meio de um *software* estatístico e sua execução foi baseada no roteiro de procedimentos disponibilizado por *Princeton University* (2008). Realizados os cálculos das equações apresentadas, os resultados obtidos são discutidos na seção a seguir.

3.4 RESULTADOS

Para a obtenção e análise dos resultados foram utilizadas as informações referentes às 56 empresas que compõem a amostra final de pesquisa. Cabe destacar que o conjunto de empresas analisadas pertencem a diversos setores e segmentos da B3. Entretanto, a maior representatividade está relacionada ao subsetor de energia elétrica, que representa 23% das companhias da amostra. Uma justificativa possível para que empresas relacionadas a este setor façam divulgação no modelo do RI pode ser a regulamentação estabelecida pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) em 2015, tornando obrigatória a apresentação do ‘Relatório de Sustentabilidade Sócio Ambiental e Econômico-financeiro’. A ANEEL definiu um modelo próprio para que tais informações fossem divulgadas, entretanto, incentiva que as empresas adotem diretrizes mais abrangentes que o modelo definido pela ANEEL, sugerindo as diretrizes do *Global Reporting Initiative* (GRI) e/ou do RI.

Outros setores que apresentaram várias empresas com divulgação de relatórios no formato do RI foram instituições financeiras (bancos); comércio; e transporte, representando

13%, 9% e 7% da amostra, respectivamente. Os setores de alimentos; comércio e distribuição; madeira e papel; máquinas e equipamentos; medicamentos; petróleo, gás e biocombustíveis; e serviços médicos possuem duas empresas representando cada um, o que equivale a 4% da amostra. Ainda há setores com uma única empresa com divulgação do RI, sendo eles: agropecuária; água e saneamento; aluguel de carros; produtos de uso pessoal; programa e serviços; químicos; serviços; serviços educacionais; telecomunicações; vestuários e calçados.

Na Tabela 4 são apresentadas as estatísticas descritivas dos retornos obtidos, identificados nas empresas que compõem a amostra de pesquisa.

Tabela 4 - Estatística descritiva dos retornos

janela do evento	N	média	desvio padrão	mínimo	máximo	mediana
-2	56	-0,0012	0,0202	-0,0536	0,0387	-0,0009
-1	56	-0,0002	0,0250	-0,0778	0,0996	-0,0037
0	56	-0,0020	0,0272	-0,0657	0,0928	-0,0052
1	56	-0,0018	0,0174	-0,0475	0,0329	-0,0014
2	56	-0,0062	0,0234	-0,0741	0,0524	-0,0080
acumulado	56	-0,0113	0,0228	-0,0778	0,0996	-0,0028

Fonte: elaborada pelo autor.

Ao observar os valores apresentados na Tabela 4, resultantes dos testes realizados, é possível identificar que, em todos os dias da janela do evento, houve algum efeito no retorno das ações das empresas em relação à primeira divulgação do RI. Conforme destacado por Ball e Brown (1968), o comportamento do mercado pode alterar conforme novas informações são disponibilizadas ao mercado. Dessa forma, pode-se dizer que as informações divulgadas no RI destas companhias ofereceram maior volume informacional no processo de tomada de decisão. Após identificar os retornos das ações, foi realizado o teste de diferença de médias, com o objetivo de avaliar se o retorno anormal médio calculado das empresas, quando fizeram a primeira divulgação do RI, era estatisticamente diferente de zero. Essa avaliação de médias foi realizada tanto para cada dia que compõe a janela do evento, como para o retorno acumulado. Foi avaliada também a normalidade na distribuição dos dados, utilizando o teste de Kolmogorov-Smirnov, atestando distribuição normal dos dados, exceto para o segundo dia após o evento e no retorno acumulado. Considerando as características de distribuição dos dados, optou-se por aplicar também o teste não paramétrico de Wilcoxon – essa mesma medida foi tomada por Dias e Malaquias (2021) ao aplicarem a técnica do estudo de eventos. Os resultados do teste de médias são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Teste de diferença de médias para o retorno anormal

janela do evento	n	média	p-value (teste t)	mediana	p-value (Wilcoxon)
-2	56	-0,0012	0,6662	-0,0009	0,8448
-1	56	-0,0002	0,9457	-0,0037	0,4193
0	56	-0,0020	0,5861	-0,0052	0,3917
1	56	-0,0018	0,4502	-0,0014	0,5353
2	56	-0,0062	0,0536*	-0,0080	0,0339**
acumulado	56	-0,0113	0,0977*	-0,0028	0,0343**

*significativo a 10%; **significativo a 5%

Fonte: elaborada pelo autor.

Conforme representado na Tabela 5, é possível verificar que o retorno anormal se mostra estatisticamente diferente de zero no segundo dia após o evento (t_{+2}). O resultado foi identificado tanto ao realizar o teste t de diferença de médias, quanto para o teste de Wilcoxon, sendo significativa a 10% e 5% a cada teste, respectivamente. Portanto, este resultado indica que, quando a empresa realizou sua primeira divulgação do RI, houve um efeito negativo e significativo sobre o retorno das ações destas companhias, no segundo dia após a divulgação ocorrer. Ao avaliar o retorno anormal acumulado, é observado que para o saldo total apurado para a janela completa de evento (t_{-2} , t_{-1} , t_0 , t_1 e t_2) também houve efeito negativo e significativo para o retorno das ações, nos dois testes realizados, com comportamento semelhante atestado no segundo dia pós-divulgação.

Ao avaliar o sinal do retorno medido e significativo, exposto na Tabela 5, é possível perceber que eles apresentam saldo negativo, diferente do esperado pela divulgação do RI, com base nas diretrizes do IIRC (2013). Dessa maneira, entende-se que a divulgação do RI pelas companhias no mercado de capitais brasileiro não resultou em uma elevação, além do que era esperado, no retorno das ações destas empresas. Estes resultados divergem dos apontamentos e estimativas apresentados por outros estudos, como Martinez (2016), Needles Jr *et al.* (2016) e Barth *et al.* (2017), que identificaram um efeito positivo no valor de mercado das companhias no mercado de capitais da África do Sul, associando esse crescimento a divulgação do RI. No entanto, é necessário destacar que o retorno negativo não indica que houve redução no valor de mercado das companhias que fazem parte desta amostra de pesquisa, mas que o retorno das ações foi abaixo do esperado em comparação com outras empresas pertencentes ao mercado.

Os resultados obtidos também destacam outros pontos sobre o processo de informação ao mercado realizado pelas empresas listadas na B3, mais especificamente as companhias que compõem a amostra. Foi observado que o retorno anormal não ocorreu na data de divulgação do RI. Considerando tal comportamento, provavelmente nem todos os participantes tiveram acesso às informações no mesmo momento, evidenciando que o mercado de capitais brasileiro

não é eficiente em uma classificação forte, corroborando o exposto por Fama (1970, 1991), de que o mercado absorve as informações à medida em que são divulgadas e assim refletem no retorno e no valor de mercado das companhias.

Com o intuito de verificar se a janela de estimação estaria ou não influenciando os resultados identificados, foram realizados dois testes adicionais com as mesmas métricas e procedimentos, mas ampliando a janela de estimação para 60 e 90 pregões, essa medida adicional foi avaliada por outros estudos, como Dias e Malaquias (2021). Ao realizar o teste com a janela de estimação de 60 pregões (iniciando em 90 pregões e finalizando em 30 pregões antes do evento), o resultado se manteve negativo em todos os dias da janela de evento. Entretanto, foi significativo a 10% apenas para o segundo dia após (t_{+2}) a data de divulgação e para os demais dias, e o retorno anormal acumulado não houve significância. Na análise com uma janela de estimação de 90 pregões (iniciando em 120 pregões e finalizando em 30 pregões antes do evento), os resultados foram semelhantes, mantendo saldo negativo para a janela completa de evento, com significância de 10% para o segundo dia após a data do evento. Essa constatação reforça a indicação que o mercado reage de forma mais intensa à divulgação do RI no segundo dia (t_{+2}) pós-divulgação.

3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados do estudo evidenciaram um efeito negativo sobre o retorno das ações das empresas na primeira divulgação do RI. Isso indica uma ineficiência do mercado, pois nem todos os participantes conseguem ter acesso ao mesmo conteúdo informacional em um mesmo momento. Ao analisar o retorno anormal em uma avaliação estatística, observou-se que o efeito foi negativo e significativo no segundo dia após o evento, ou seja, no segundo após a divulgação do RI, o retorno das ações foi menor do que o esperado. A mesma relação significativa foi identificada para o retorno anormal acumulado. Isso fez com que a hipótese do estudo fosse rejeitada, pois houve o retorno anormal, mas com efeito negativo em relação à divulgação do RI.

O estudo traz contribuições relevantes ao indicar que a divulgação do RI pelas companhias listadas na B3 promove uma reação no mercado, uma vez que foi identificado que próximo a data de divulgação o retorno das ações destas empresas apresentava um comportamento diferente do esperado. O efeito promovido pela divulgação do RI corrobora estudos anteriores sobre a sua contribuição no processo de tomada de decisão, e, portanto, a sua importância para promover informações aos *stakeholders*. No entanto, ao avaliar o efeito em

função da primeira divulgação, os resultados são contrários ao que se esperava com base na literatura, pois se estimava que haveria um efeito positivo em relação ao retorno inicialmente esperado.

Destaca-se que o efeito contrário ao esperado possa estar associado a forma de apresentação inicial dos relatórios por parte das empresas, considerando ser a primeira, pode ainda não ter sido possível alcançar o “pensamento integrado” na configuração adotada. Lembrando que o IIRC (2016_a) aponta o pensamento integrado como um elemento essencial para a divulgação das informações da empresa serem apresentadas de forma clara e coerente aos usuários, associadas aos seus objetivos e planejamentos principais.

Os resultados alcançados neste estudo reforçam e contribuem para a discussão presente sobre os efeitos da divulgação do RI pelas companhias listadas em mercados de valores. Especificamente, eles apontam que a estrutura de mercado no Brasil, quanto aos conteúdos informacionais às partes interessadas, não se mostra em um formato forte de eficiência devido ao comportamento dos valores das ações frente a divulgação de novas informações. Pode-se deduzir, ainda, que particularidades do mercado de ações brasileiro, como fatores institucionais, podem ter contribuído para que o pensamento integrado mencionado por Camilleri (2018) não esteja suficientemente desenvolvido. Ou seja, os relatos analisados não são puramente o pensamento integrado, conforme propõe a teoria.

Cumpram ainda ressaltar que os resultados, para efeito de comparabilidade, devem ser feitos com as devidas proporções com os estudos anteriores. Considerando que as pesquisas anteriores sobre o tema foram feitas sob uma condição empírica de aplicação de OLS e dados em painel, este trabalho – também sobre o tema de RI – ofereceu uma análise metodológica de estudo de eventos. Em outras palavras, a comparação dos resultados com os estudos pretéritos e os resultados atuais são essenciais, ressaltando a devida moderação de que os objetos empíricos foram distintos, mas com o mesmo objetivo: novas interpretações por parte dos investidores sobre o impacto da divulgação do RI das empresas em relação ao mercado.

Algumas limitações devem ser destacadas quanto a esta pesquisa, dentre elas estão as datas de divulgação das informações contábeis obrigatórias pela empresa, próximo ou na mesma data de divulgação do RI, pois elas não permitem afirmar que o retorno anormal identificado se refere exclusivamente à divulgação do RI. Outra limitação inclui o fato de que no estudo de eventos não são medidos outros fatores, além do evento em estudo, que potencialmente possam afetar diretamente os retornos das empresas.

Os resultados encontrados abrem uma ampla agenda de pesquisas sobre o tema. Tem-se a possibilidade de analisar se haveria retornos anormais em publicações subsequentes a

primeira, observando que novas regulamentações vão surgindo e o mercado passa a conhecer melhor o modelo do RI. Além disso, observado que houve efeito na precificação dos ativos das companhias com a divulgação do RI, uma sugestão seria avaliar qual o tipo de informação tem maior efeito sobre o valor de mercado da companhia, uma vez que a estrutura proposta pelo IIRC sugere que as informações sejam alocadas em tipos de capitais.

Como pesquisas futuras ainda poderia ser estudado o efeito da exigibilidade da auditoria independente sobre o RI, proposto pela aplicação da resolução CVM (2020). Uma outra avaliação possível seria comparar o efeito da divulgação de empresas reguladas e não reguladas por alguma agência ou órgão regulador, considerando a representatividade das empresas de energia elétrica nesta pesquisa.

4. RELATO INTEGRADO: CONTEÚDO DOS CAPITAIS E VALOR DE MERCADO

4.1 Introdução

No decorrer do tempo, frente as mudança e adaptação do mercado de capitais, os participantes destes mercados se interessam em conhecer a conduta e a forma com que uma empresa desenvolve suas atividades. Além de conteúdos informacionais econômicos e financeiros, informações de teor não financeiro são mais requisitadas e auxiliam no processo de tomada de decisão de investidores e gestores das empresas (ECCLES; SPIESSHOFER, 2015; EY, 2015; EDELMAN, 2015; EUGSTER; WAGNER, 2020). Diante disso, surgem novas propostas sobre como as empresas podem suprir essas necessidades dos usuários ao expor suas informações. Dentre elas, o Relato Integrado (RI) emerge com uma proposta de auxiliar a divulgação de informações financeiras e não financeiras de uma empresa, de forma integrada e com o potencial de melhorar a compreensão dos usuários sobre como a empresa conduz suas atividades e cria valor a curto, médio e longo prazo (IIRC, 2013).

Os estudos conduzidos por Needles Jr *et al.* (2016) e Haji e Anifowose (2017) atestaram que companhias que divulgam informações com base nos direcionamentos do IIRC(2013) proporcionam mais detalhes sobre operações, forma de interação entres os tipos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social e de relacionamento, e natural) e decisões que ocorrem na empresa quando comparadas àquelas que não utilizam o mesmo modelo. Também foi identificado em estudos anteriores (SANTOS; MIRANDA; MAMEDE, 2021; EUGSTER; WAGNER, 2020; BARTH *et al.*, 2017; ANIFOWOSE; RASHID; ANNUAR, 2017; LEE; YEO, 2015) que a divulgação com base as diretrizes do RI, pode promover um efeito sobre o valor de mercado das companhias. Entretanto, não há avaliação específica sobre qual o tipo de informação que promove maior ou menor efeito sobre o valor de mercado, nem se tal divulgação irá afetar a precificação das ações da empresa efetivamente.

Desta forma, tem-se a seguinte questão de pesquisa a ser avaliada neste estudo: quais relações existentes entre os tipos de capitais que compõem o modelo de divulgação do RI das empresas e o seu valor de mercado? Por conseguinte, o objetivo da presente pesquisa foi identificar as relações entre as informações sobre os tipos de capitais divulgados por meio do RI e o valor de mercado de companhias abertas brasileiras.

Cabe destacar que o processo de divulgação de informações com base no que é proposto pelo RI, na maior parte dos países, ocorre de forma voluntária pelas companhias abertas. Contudo, observa-se um avanço em relação à regulamentação sobre como esses relatórios

deveriam ser elaborados para melhorar sua confiabilidade e comparabilidade. Um exemplo disso foi a normativa 14 de 09 de dezembro de 2020, publicada no Brasil pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que define a obrigatoriedade de que o relatório divulgado com base no RI seja objeto de auditoria independente, e que as companhias abertas que optem por publicar o RI observem as orientações técnicas do OCPC 09 – Relato Integrado.

Espera-se que a realização desta pesquisa empírica possa contribuir com a discussão sobre o tema no ambiente acadêmico, notadamente no Brasil, pois nesse momento as discussões sobre o RI estão ganhando espaço. Espera-se também que ela tenha potencial para fomentar a discussão sobre o tema na academia e nos órgãos reguladores e/ou normatizadores dos mercados acionários quanto aos possíveis efeitos de sua divulgação no valor de mercado das companhias, além de ser uma oportunidade para as empresas que se interessem em divulgar informações no formato de RI conheçam melhor os impactos desta divulgação.

4.2 Referencial Teórico

4.2.1 Teoria da divulgação

A divulgação de informações pelas empresas tem como principal foco a redução da assimetria informacional (VERRECCHIA, 2001). Healy e Palepu (2001) apontam que, de uma forma geral, há diferentes níveis de acesso e conhecimento sobre o conteúdo informacional das empresas já que os acessos são maiores entre os agentes internos quando comparados aos agentes externos. Dessa forma, o processo de regulamentação para divulgação de informações financeiras das empresas provém maior nível informacional aos usuários externos, principalmente em instituições pertencentes ao mercado de capitais (HEALY; PALEPY, 2001).

No entanto, alguns gestores podem optar ainda por apresentar conteúdos informacionais não obrigatórios, ou seja, uma divulgação voluntária, motivados pela expectativa de maior credibilidade e valorização do mercado (VERRECCHIA, 1983; DYE, 1986; HEALY; PALEPY, 2001). A relação da divulgação voluntária com as práticas contábeis, a motivação dos gestores em realizar a divulgação e os efeitos que ela acarreta foram objetos de estudos de Verrecchia (1983) e Dye (1986), pautadas na teoria da divulgação.

Verrecchia (1983) entende que há um desequilíbrio entre as informações disponíveis aos gestores e aos usuários externos, destacando que os usuários externos têm consciência da existência de maior conhecimento pelos gestores, devido a maior qualidade e volume de informações que podem acessar. Sua proposta, então, foi avaliar de forma empírica o que

motiva os gestores a divulgarem estas informações ao mercado. Para o autor, eles são capazes de definir e julgar quanto à quantidade e qual o conteúdo será divulgado, tratando-se de informações que não sejam obrigatórias de divulgação. Verrecchia (1983) define esse conjunto de escolhas como “divulgação discricionária”. Nessa vertente, pela teoria da divulgação, o gestor escolhe os tipos de informações que teria interesse em expor ao mercado, com base no que se espera do efeito dessas escolhas.

Ao conciliar a teoria econômica com os acontecimentos da prática contábil, um dos principais efeitos de motivação, para a divulgação de informações complementares ao mercado, é a precificação dos ativos pelo mercado (VERRECCHIA, 1983). Dye (1986) complementa que as informações adicionais divulgadas, como elementos de relatórios internos ou de gestão, podem validar informações regulamentadas e direcionadas aos usuários externos. As informações adicionais, divulgadas de forma voluntária, teriam caráter complementar àquelas que são regulamentadas e de divulgação obrigatória, aumentando a confiabilidade do mercado (DYE, 1986). Nesse sentido, o tipo de informação a ser divulgada poderá amenizar as preocupações dos participantes do mercado, como investidores, ao proporcionar melhores resultados.

Na percepção de Verrecchia (2001), outras avaliações sobre o processo de divulgação foram surgindo, o que fez com que a teoria da divulgação apresentasse abordagens diferentes e não fosse possível definir uma teoria da divulgação única, abrangente ou ampla o suficiente para consolidar uma explicação para o processo de divulgação. Salotti e Yamamoto (2005) concordam com a percepção de Verrecchia (2001) sobre as modificações em avaliação do processo de divulgação em pesquisas e alegam que pesquisas com modelos empíricos, na área contábil, estão aumentando. Eles complementam que o foco está em explicar o que motiva a escolha dos gestores no processo de divulgação de novas informações ao mercado. A variabilidade das pesquisas realizadas faz com que se tenha diferentes abordagens ao avaliar os aspectos de divulgação, o que justificaria a não existência de uma abordagem única na avaliação da teoria da divulgação (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

Com o intuito de organizar as diferentes abordagens que poderiam compor uma possível teoria, Verrecchia (2001) propõe uma taxonomia de três classificações sobre como as divulgações de informações nas empresas ocorrem com base em: associação, discricionariedade ou eficiência. Verrecchia (2001) aponta que a divulgação com base em associação é um processo exógeno a empresa, assim, nessa avaliação, os agentes também reagem a informações que são da empresa divulgadas por outras fontes informacionais.

A segunda categoria proposta por Verrecchia (2001) considera a divulgação baseada na discricionariedade, ou seja, com base em um julgamento. Nessa categoria, a informação é considerada um processo de divulgação endógeno, no qual os gestores avaliam e têm poder de definir quais informações seriam divulgadas de acordo com os benefícios esperados resultantes de tal divulgação. Dye (1986) entende que esse processo de escolha pelo gestor, sobre divulgar ou não uma informação adicional ao mercado, pode ser tratado como teoria da divulgação voluntária. Esse efeito pode ter como propósito a redução de assimetria informacional, e uma maximização da capitalização corrente, podendo ser verificada pelo volume de negociações e preço das ações (VERRECCHIA, 2001; DYE 1986, 2001).

Na terceira e última categoria definida por Verrecchia (2001), a divulgação ocorreria com base em eficiência, a fim de obter o melhor processo de arrecadação de capital do mercado para fazer caixa. Salotti e Yamamoto (2005) argumentam que esse processo de divulgação visa diminuir a assimetria informacional, no sentido de que a empresa, ao disponibilizar suas ações ao mercado, não seja penalizada por um custo de capital proveniente dessa assimetria, o que promoveria obtenção de capital por parte do empresário com uma previsão mais assertiva.

Dye (2001) considera as categorias propostas como válidas em estudos que investigam a relação entre a divulgação e seus efeitos, e contraria a afirmação de Verrecchia (2001) sobre a não existência de uma teoria da divulgação ampla e única. Para Dye (2001), uma teoria da divulgação única existe em um caráter de divulgação voluntária. Nesse sentido, o autor destaca que a teoria da divulgação voluntária estaria associada à possibilidade de os gestores divulgarem informações referentes à empresa que possam ser definidas como favoráveis, bem como omitir aquelas que seriam desfavoráveis. Dessa forma, a divulgação voluntária estaria associada à divulgação com base na discricionariedade dos gestores sobre o tipo de informação a ser divulgada.

O processo de divulgação voluntária muitas vezes é adotado com o propósito de melhorar o conhecimento das partes interessadas sobre a capacidade de a empresa gerar resultados futuros, e sobre suas atividades, de forma a refletir no valor de mercado das companhias, com maior liquidez das ações e menor custo de capital (FRANKEL, McNICHOLS; WILSON, 1995; LEUZ; VERRECCHIA, 2000). Além do mais, o fato de não divulgar informações adicionais e de forma voluntária pode induzir os investidores a uma percepção negativa sobre a empresa, o que refletiria de forma negativa no valor de mercado das companhias (DYE, 200; SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

Diferentes estudos (LIMA et al., 2012; SOUSA *et al.*, 2014; LOCATELLI; NOSSA; FERREIRA, 2020) atestam que há uma relação entre a divulgação voluntária de informações

pelas companhias com o valor de suas ações no mercado de capitais. Algumas das motivações para gestores optarem por disponibilizar maior nível de informações ao mercado pode ser associada a questões de rentabilidade, tamanho, endividamento, alavancagem financeira, setor de atuação (GUIDRI; PATTEN, 2012; MURCIA; SANTOS, 2012). Clarkson *et al.* (2013) destacam ainda que a divulgação voluntária de informações não financeiras pode ser considerada um instrumento que permite ampliar o conhecimento sobre as atividades reais da empresa que podem incrementar o seu valor de mercado.

Considerando as categorias propostas por Verrecchia (2001), entende-se que a presente pesquisa atende ao parâmetro de discussão sobre a teoria da divulgação baseada na discricionariedade voluntária, como complementado por Dye (2001). Assim, considera-se o efeito da divulgação de informações com base na discricionariedade dos gestores e seus reflexos no valor da empresa.

A não obrigatoriedade da divulgação do RI pelas companhias abertas, assim como a própria estrutura de divulgação do relato integrado (IIRC, 2013), permitem aos gestores escolherem quais informações devem divulgar, com o objetivo de evidenciar o processo de criação de valor da companhia. A divulgação do RI voluntariamente, com informações que possam ser úteis para que os investidores avaliem as perspectivas futuras da empresa, resulta em um efeito na maximização de capitalização, capaz de ser observada no valor de mercado das companhias, como propõe Verrecchia (2001).

4.2.2 Relato Integrado e a criação de valor

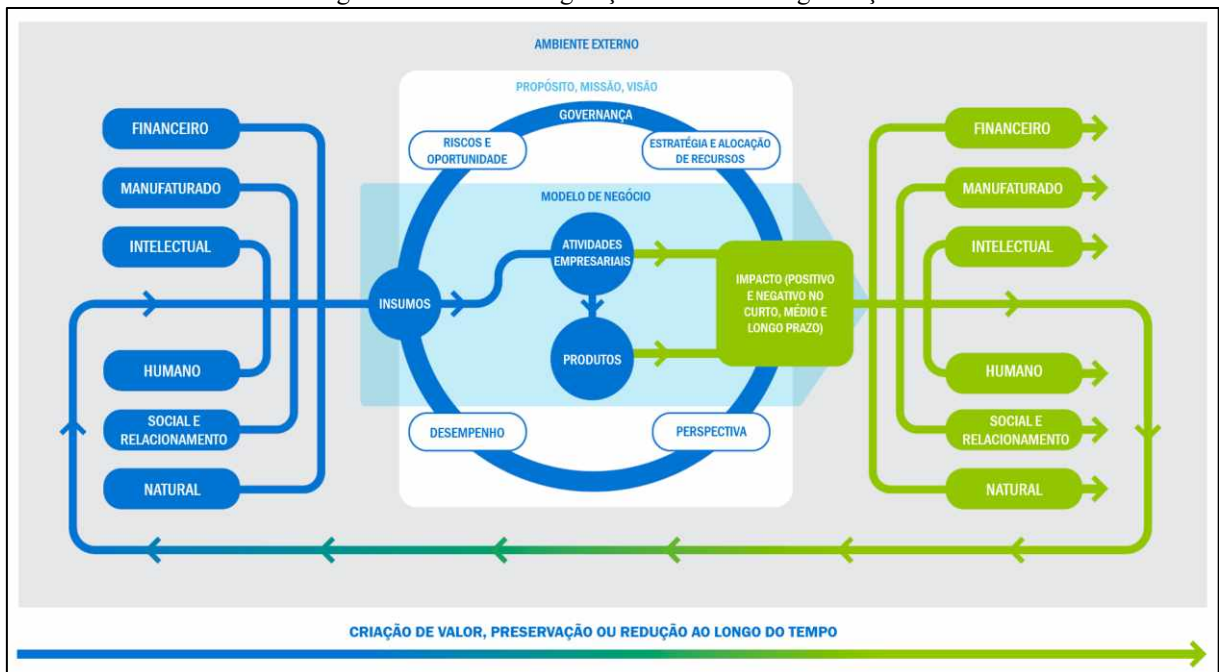
O RI promove um conceito de divulgação de informação pelas companhias a seus usuários, sobre os fatores que afetam a capacidade da organização em gerar valor ao longo do tempo (IIRC, 2015). Criado em 2010 pelo IIRC, o RI passou a ser adotado cada vez mais pelas companhias. Em levantamento realizado pelo IIRC foi verificado que, em 2019, mais de 1.700 empresas divulgavam informações utilizando as diretrizes do IIRC (2013). O que se percebe é que o modelo de divulgação proposto neste formato, evidenciando a interação entre informações financeiras e não financeiras, tem a capacidade de melhorar a percepção dos usuários sobre quais recursos são utilizados e transformados pela empresa utilizando uma linguagem objetiva (LAI; MELLONI; STACCHEZZINI, 2018).

Por ser um modelo de divulgação realizado anualmente, conforme as empresas fazem suas apresentações sequenciais, ele permite uma observação holística sobre o desenvolvimento da empresa tanto para investidores quanto para gestores. Com uma sequência de apresentação

do RI também é possível acompanhar o comportamento das companhias referente a responsabilidade na exploração de recursos e, conseqüentemente, melhorar seu desempenho econômico (NEEDLES JR *et al.*, 2016). Além disso, a elaboração e divulgação do RI permite maior nível de informações que podem ser identificadas como úteis pelos grupos de usuários, favorecendo a previsibilidade dos fluxos de caixas futuros por analistas, e redução do custo de capital (LEE; YEO, 2015; MARTINEZ, 2016; BARTH *et al.* 2017).

Assim sendo, o RI auxilia as atividades dos usuários internos, como o processo de gestão e organização na própria empresa; e usuários externos sobre as ações da companhia perante a sociedade, com apresentação sobre o que envolve sua geração de valor na utilização dos recursos (capitais). A possibilidade de acesso a estas informações, por meio do RI, sobre como ela interage seus capitais com o ambiente externo na criação de valor, faz com que os usuários observem esses fatos em suas tomadas de decisão, refletindo em seu valor de mercado, conforme demonstrado na Figura 6.

Figura 6 - Processo de geração de valor na organização



Fonte: IIRC (2021, p.22)¹

Como representado na Figura 6, a geração de valor ocorre por meio de um fluxo e interação entre a empresa e o ambiente em que ela está inserida de forma sistêmica. Conforme descrito no IIRC (2021), as empresas não são obrigadas a relacionar seus itens a todos os

¹ Tradução livre feita pelo autor.

capitais e tampouco apresentá-los na sequência da estrutura proposta. Eles são elencados como uma forma de garantir que serão observados todos os itens que, possivelmente, sejam utilizados pela organização ou afetados por ela.

As diretrizes do RI (IIRC, 2018) definem **capital financeiro** como o conjunto de recursos, obtidos por financiamentos, investimentos, ações ou subvenções, disponíveis para serem utilizados na produção de bens ou prestação de serviços em uma empresa. Santis *et al.* (2019) indicam que estudos sobre a divulgação do capital financeiro são os mais comuns na área contábil. Elementos como ativos, fluxos de caixa, lucro e dividendos podem explicar variações existentes nos valores das empresas (BARTH; LI; McCLURE, 2017). Outros elementos financeiros também são observados como tendo efeito sobre o valor das empresas, por exemplo a lucratividade (RAMEZANI; SOENEN; JUNG, 2002; ORENS; AERTS; LYBAERT, 2009), retorno sobre o ativo e alavancagem financeira (SALVI *et al.*, 2020).

Assim como o capital financeiro, o **capital manufaturado** é um dos grupos de informações que são comumente divulgadas pelas empresas (ADAMS *et al.*, 2013). Pela definição do RI (IIRC, 2013) o capital manufaturado é composto por itens físicos, imóveis, equipamentos, infraestrutura, que estão disponíveis para utilização da empresa no seu processo de produção ou prestação de serviços. Adams *et al.* (2013) apontam que o capital manufaturado torna possível manter uma organização sustentável, flexível, atendendo de forma ágil as necessidades do mercado e da sociedade, e possibilitando mais rapidez na disponibilização de seus produtos e serviços. Esses autores ainda argumentam que a definição do que o RI propõe para a divulgação do capital manufaturado é um pouco mais abrangente que a definição econômica de “manufaturado”.

Anifowose, Abang e Zakari (2020) identificaram uma relação positiva entre a divulgação de informações sobre o capital manufaturado e o crescimento econômico das empresas. Considerando, portanto, o fato de que os itens físicos são utilizados pelas empresas em suas atividades e o impacto que a empresa tem ao oferecer seus produtos e serviços, há indícios de que a divulgação dessas informações gera um crescimento econômico da empresa.

A definição apresentada pelas diretrizes do RI (IIRC, 2018) para o **capital intelectual** estabelece que ele é formado por elementos intangíveis baseados em conhecimento (direitos autorais, patentes, direitos, licenças, etc). Salvi *et al.* (2020) identificaram que em companhias com divulgação do capital intelectual, formado por três tipos de conteúdo (estrutura, social e de relacionamento, e capital humano), houve uma associação positiva entre o nível de divulgação e valor da empresa. Orens, Aerts, Lybaert (2009) também encontraram que a divulgação de informações sobre capital intelectual, como o desenvolvimento de novos produtos,

investimentos em projetos de pesquisa e desenvolvimento, divulgação de novos produtos, afetam positivamente o valor da empresa. Esses resultados vão de encontro a indicação de Vitolla *et al.* (2020) de que o capital intelectual pode ser tratado como uma ferramenta de estratégia competitiva para a empresa, e sua forma de divulgação no RI pode favorecer para identificação da estratégia de criação de valor a curto e longo prazo.

Na concepção do RI (IIRC, 2013), o **capital humano** está associado às competências, habilidades e experiências das pessoas, e isso inclui valores éticos, desenvolvimentos de estratégias, motivações para melhorias no desenvolvimento de produtos e prestação de serviço. Segundo Bryant-Kutcher, Jones e Widener (2008), o mercado valoriza o capital humano, pois avalia que se tem a possibilidade de agregar valor às atividades da empresa. Salvi *et al.* (2020) analisaram o capital humano como um elemento de formação do capital intelectual, e avaliaram uma relação positiva e significativa da divulgação de informações dessa natureza com o valor da empresa.

Divulgar informações sobre o **capital social** no RI é uma forma de melhorar a confiança dos *stakeholders*, uma vez que informações não financeiras podem ser utilizadas em um processo de avaliação empresarial (THOMSON, 2015). As empresas divulgam informações sobre seu capital social em uma tentativa de se legitimar e aumentar a confiabilidade dos investidores (CASONATO, FARNETI, DUMAY, 2019). Zhang e Fung (2006) apontam que um sistema colaborativo com o compartilhamento de informações tem potencial para reduzir custos de capital e melhorar o desempenho das empresas chinesas. Resultado semelhante foi observado por Martini *et al.* (2016): a divulgação de informações sobre o relacionamento das empresas com outras partes interessadas tem um efeito significativo para o aumento dos fluxos de caixa operacional, e crescimento das companhias europeias. Bidhari, Salim e Aisjah (2013) sugerem que maior nível de divulgação sobre informações sociais e de relacionamento das empresas aumenta o valor da empresa.

Com o passar do tempo, o **capital natural** passou a ser identificado como recursos disponíveis para transformação, altamente valiosos do ponto de vista econômico (DESROCHES, 2018). Plumlee *et al.* (2015) apontam que a divulgação de informações ambientais tem capacidade de alavancar o valor das empresas. Clarkson *et al.* (2013) ressaltam que o efeito positivo da divulgação de informações, referentes ao meio ambiente sobre o resultado e o valor da empresa, pode se potencializar quando se trata de empresas que têm atividades com impacto negativo sobre o meio ambiente. No mesmo alinhamento, Matsumura, Prakash e Vera-Muñoz (2014) consideram que o mercado tende a penalizar companhias que não divulgam suas informações sobre recursos naturais, como a emissão de carbono.

No processo de geração de valor, os capitais também estão expostos a interação com outros elementos: visão geral da organização e o ambiente externo, aspectos de governança, modelo de negócio, riscos e oportunidades, estratégia e alocação de recursos, desempenho e perspectivas. Considerando os elementos destacados e os seis tipos de capitais que compõem o RI, é possível identificar como ocorre o processo de geração de valor na organização (IIRC, 2013).

Nem todos os capitais descritos serão aplicáveis a todas as companhias da mesma forma, por isso a estrutura apresentada para o RI é flexível quanto ao volume de informações alocadas em cada um deles, ou seja, as empresas não são obrigadas a apresentar todos os capitais. Isso é ressaltado no IIRC (2013) ao avaliar que, embora se tenha uma expectativa de interação entre os seis tipos de capitais, na maior parte das empresas pode haver graus de significância diferentes de interação, notadamente entre diferentes setores. Nesse sentido, por exemplo, o estudo desenvolvido por Hirschey, Richardson e Scholz (2001) identificou que informações sobre capital humano têm maior impacto para companhias do setor tecnológico. Enquanto Yang (2008) avalia como mais benéfico para companhias de biotecnologia divulgar informações sobre patentes (capital intelectual), Farneti *et al.* (2019) apontam que informações sobre capital social e de relacionamento têm impacto em companhias do setor público.

Rodrigues, Morais e Cunha (2016) ainda alertam que existem desafios para a aplicação de um novo conceito informacional, sendo necessário observar as características da própria organização, mantendo o propósito da comunicação da contabilidade por meio do RI. Dessa maneira, entende-se que o processo do tipo de informação divulgada pode variar entre as empresas, considerando suas características, setor, ambiente de atuação e outros elementos, fazendo com o que o RI contribua na evidenciação do que está associado à geração de valor nas companhias. Nesse sentido, a divulgação das informações no modelo proposto pelo RI tem a capacidade de proporcionar aos grupos de interesse maior volume de informações a respeito de quais elementos, financeiros e não financeiros, estão envolvidos no processo de criação de valor nas empresas. Dessa maneira, é estabelecida a hipótese principal que foi testada:

H₁: O conteúdo divulgado no RI está positivamente relacionado ao valor de mercado das companhias abertas que o divulgam de forma voluntária.

Também podem ser levadas em consideração as características elencadas aos diferentes tipos de capital presentes no RI. Dessa forma, hipóteses secundárias foram testadas observando cada tipo de capital e seu efeito sobre o valor de mercado:

- **H_{1a}**: Informações sobre o **capital financeiro** divulgadas no RI são positivamente relacionadas ao valor de mercado das companhias abertas que o divulgam de forma voluntária.
- **H_{1b}**: Informações sobre o **capital manufaturado** divulgadas no RI são positivamente relacionadas ao valor de mercado das companhias abertas que divulgam o RI de forma voluntária.
- **H_{1c}**: Informações sobre o **capital intelectual** divulgadas no RI são positivamente relacionadas ao valor de mercado das companhias abertas que o divulgam de forma voluntária.
- **H_{1d}**: Informações sobre o **capital humano** divulgadas no RI são positivamente relacionadas ao valor de mercado das companhias abertas que o divulgam de forma voluntária.
- **H_{1e}**: Informações sobre o **capital social e de relacionamento** divulgadas no RI são positivamente relacionadas ao valor de mercado das companhias abertas que o divulgam de forma voluntária.
- **H_{1f}**: Informações sobre o **capital natural** divulgadas no RI são positivamente relacionadas ao valor de mercado das companhias abertas que o divulgam de forma voluntária.

4.3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

4.3.1 Instrumento de conformidade

Para realizar a pesquisa foi necessário avaliar o nível de conformidade dos RI divulgados pelas empresas com o conteúdo que se espera obter nesse modelo de divulgação. Sendo assim, foi aplicado o instrumento de conformidade desenvolvido por Santos e Miranda (2021), o qual apresenta os conceitos relativos a cada tipo de capital, e as palavras-chaves utilizadas para identificar e avaliar se a informação presente no RI corresponde a cada tipo de capital.

Esse modelo foi desenvolvido com o uso da técnica Delphi, resultando em um instrumento submetido a uma comissão de especialistas sobre o tema em questão, portanto validado teoricamente. Com esse instrumento, tornou-se possível realizar a mensuração do índice de conformidade existente em cada RI divulgado pelas empresas, tanto a avaliação de conformidade para cada tipo de capital, quanto o índice geral do RI.

4.3.2 Aplicação do instrumento de conformidade

A aplicação do instrumento de conformidade aconteceu por meio da análise de conteúdo, que consiste em um processo no qual são observados os elementos de uma informação com a finalidade de atribuir a ela um significado, por meio de um “conjunto de técnicas de análise de comunicação” (BARDIN, 1977, p. 31). A análise qualitativa de conteúdo em pesquisas de contabilidade é comumente utilizada para interpretar o tipo de informação divulgada pelas empresas em seus relatórios (LOUGHRAN; MCDONALD, 2016). Essa metodologia pode ser aplicada em diferentes pesquisas sobre relatórios contábeis, incluindo pesquisas relacionadas ao RI (DILLING; CAYKO, 2019; BRATU, 2017).

No desenvolvimento desta pesquisa, a análise de conteúdo foi aplicada para avaliar e verificar se de fato os trechos (ou frases) identificados pelas palavras-chaves apresentavam o significado correspondente aos conceitos teóricos, chamados de elementos teóricos, relativos aos tipos de capitais. Observado quais elementos teóricos haviam sido contemplados pelo conteúdo divulgado pelas empresas, foi possível calcular o índice de conformidade (Expressão 2) a cada tipo de capital que que pode estar presente no RI. Como critério de atendimento do que é estabelecido ao RI e o conteúdo divulgado pela empresa, o elemento teórico foi considerado contemplado, sempre que a empresa fizesse menção ao conteúdo previamente definido pela descrição do elemento teórico.

Identificado o índice de conformidade para cada tipo de capital do RI, foi possível verificar a relação com o valor de mercado das empresas, utilizando a Expressão 2. Dessa maneira, foi possível testar a hipótese principal (H_1) e as sub-hipóteses H_{1a} , H_{1b} , H_{1c} , H_{1d} , H_{1e} , e H_{1f} deste estudo.

4.3.3 Seleção da amostra e coleta de dados

A amostra utilizada nesta pesquisa foi composta por companhias brasileiras listadas na B3. Em um levantamento realizado em 21/09/2020, diretamente no site da Bolsa, Brasil e Balcão (B3), foram identificadas 428 companhias registradas no mercado acionário brasileiro. A partir de então, foi realizada uma consulta direta nos sites das companhias para identificar quais fizeram algum tipo de divulgação que pudesse ser classificada como no modelo do RI. Para este processo de seleção e avaliação foi considerado o período entre 2010 e 2019, uma vez

que algumas companhias brasileiras participaram do projeto piloto desenvolvido pelo IIRC desde 2010.

Para tanto, buscou-se nas informações a indicação do relatório com a nomenclatura “Relato Integrado”, “Relatório Integrado” ou se era mencionada a utilização das diretrizes divulgadas pelo IIRC, no processo de elaboração, ou ainda se o modelo de apresentação do relatório seguia a estrutura dos seis capitais para apresentar a “Criação de valor” ou “Geração de valor”, conforme definido pelo IIRC (IIRC, 2013). O processo de busca do grupo de informações caracterizadas como RI foi realizado entre 01/10/2020 e 12/10/2020, ao acessar diretamente o site das companhias, na seção de relação com investidores, e então identificado e realizado o *download* de arquivos e documentos associados ao modelo proposto de RI, para análise posterior. No Quadro 4 está representado o processo de seleção da amostra para a pesquisa.

Quadro 4 - Definição da amostra de pesquisa

Seleção inicial	82 empresas
Companhias sem negociação diária na B3 (excluídas)	26 empresas
Companhias sem data definida de publicação do RI (excluídas)	2 empresas
Amostra final de pesquisa	54 empresas

Fonte: elaborado pelo autor

Ao longo do período em avaliação, pôde ser identificado que algumas empresas (Banco Amazônia, Companhia Siderúrgica Nacional, Petrobrás) deixaram de apresentar relatório ou demonstrativo que anteriormente era identificado como RI, ou indicava seguir as diretrizes do IIRC em algum momento após a primeira divulgação. Buscou-se realizar contato com tais companhias, via plataforma de relacionamento aos investidores, com o intuito de identificar o motivo de não realizarem a divulgação nos períodos em questão, ou se haviam alterado o formato, entretanto não houve retorno.

Considerando a quantidade de empresas na amostra final e a periodicidade com que os relatórios foram divulgados, a pesquisa foi realizada com informações divulgadas em três anos (2017, 2018, e 2019). O motivo da seleção de tal período para a aplicação dos testes vinculados a esta pesquisa se deve a maior concentração de empresas com informações divulgadas no modelo RI neste intervalo de tempo. Ao longo desse período, houve divulgação de informações no modelo RI em 38, 44, e 52 empresas, respectivamente. Para as empresas que não divulgaram informações no modelo RI neste intervalo de tempo, foram atribuídas nota zero quanto ao índice de conformidade dos tipos de capitais. Bandeira (2015) argumenta que testes estatísticos feitos com base de dados inflacionadas por zeros pode resultar em inferências incorretas e

equivocadas. Portanto, a amostra em um intervalo com maior volume informacional proporciona melhores resultados estatísticos aos tratamentos de dados.

4.3.4 Tratamento e análise dos dados

Inicialmente, o processo de análise de dados ocorreu por meio de uma avaliação qualitativa das informações divulgadas no RI das companhias que divulgam as referidas informações e que compõem a amostra final de pesquisa (54 empresas). Para a realização dessa etapa foi utilizado o método de análise de conteúdo associado à análise documental, seguindo os protocolos de Bardin (1977).

Na sequência foi realizada a aplicação de técnicas com perspectivas quantitativas. O primeiro teste feito foi referente ao índice dos elementos teóricos associados a cada capital, individualmente, com o intuito de identificar se esses elementos estão relacionados ao valor da empresa, utilizando o teste de correlação. Posteriormente, foi utilizada a técnica de Modelos Hierárquicos Lineares, também denominada “Modelo Multinível”. Gelman (2006) considera que o modelo multinível é apropriado para processos de inferência causal, o que se torna adequado para as características deste estudo, no qual são observadas diferentes variáveis para a avaliação de comportamento de um fenômeno (valor da empresa) em função de diferentes condições a que são submetidos (os tipos de capitais).

4.3.4.1 Definição da variável dependente

Como variável dependente para realização do estudo, foi definido o valor de mercado da empresa, uma vez que o objetivo principal foi avaliar como as informações contidas no RI impactam o valor da empresa. Para calcular o valor de mercado foi utilizada a forma empregada em outros estudos sobre o tema (ANIFOWOSE, RASHID, ANNUAR, 2017; LANDAU *et al.*, 2020), representado pelo logaritmo neperiano (\ln) do produto do preço da ação pela quantidade de ações emitidas naquele momento pela empresa, conforme indicado na expressão a seguir:

$$VM = \ln(P_i \times Q_i) \quad (1)$$

Em que: VM : Valor de mercado da empresa; P_i : Preço das ações negociadas pela empresa; Q_i : Quantidade de ações disponibilizadas pela empresa ao mercado.

Cabe destacar que as informações referentes ao preço das ações e a quantidade de ações disponíveis ao mercado foram coletadas no segundo dia após a divulgação do RI, conforme

identificado por Santos, Miranda e Mamede (2021), como o momento com maior sensibilidade do mercado frente a divulgação de informações no modelo RI.

4.3.4.2 Índice de conformidade ao RI

Para calcular a conformidade entre os elementos associados ao capital e o conteúdo divulgado pelas empresas foi utilizada a medida aplicada por Santos e Miranda (2021), com base na média aritmética dos elementos teóricos identificados no RI publicado pelas companhias. Esse processo é representado pela seguinte expressão:

$$ICRI_{ptc} = \frac{FET_{ipc}}{ET_{mc}} \quad (2)$$

Em que: $ICRI_{ptc}$: Índice de Conformidade ao RI na empresa p , no ano t , referente ao tipo de capital c ; FET_{ipc} : a média da frequência de repetição das palavras-chave presentes em cada elemento i , identificados na empresa p , referente ao tipo de capital c ; ET_{mc} : número máximo de elementos teóricos possíveis no tipo de capital c ; I : elemento teórico avaliado.

Nesse processo de avaliação, foi utilizado o instrumento de conformidade desenvolvido por Santos e Miranda (2021), no qual cada elemento teórico foi contemplado, ao identificar seu significado por meio de algumas das palavras-chave validadas pela comissão de especialistas (*técnica Delphi*). O ICRI foi calculado individualmente para cada tipo de capital evidenciado nos modelos de divulgação do RI.

4.3.5 Modelos hierárquicos lineares

Conforme destacado anteriormente, para a realização da pesquisa foi utilizado o método de modelos hierárquicos lineares, também denominado regressões multiníveis ou análise de regressão multinível. Essa técnica tem como premissa modelos de regressões que permitam a verificação empírica de fatos observados, incluindo a inferência casual de um fato sobre outro (GELMAN, 2006; FÁVERO; CONFORTINI, 2010). Neste estudo foi ajustado um modelo hierárquico linear de três níveis com medidas repetidas no tempo. Os três níveis utilizados na avaliação referem-se à variação do tempo em relação à variável dependente, que foi o nível 1 de análise; características associadas a empresa representaram o nível 2; e características que podem ser aplicadas ao setor compuseram o nível 3.

Fávero e Belfiore (2017) argumentam que em modelos de regressão multinível é possível avaliar a influência de variáveis explicativas, que podem se alterar, dentre os dados agrupados, sobre a variável de interesse, para dados com medidas repetidas, como também ao longo do tempo. Avaliada essa condição e as características encontradas na amostra de pesquisa, observa-se que esta medida se torna adequada para aplicação. O modelo hierárquico linear de três níveis trabalha dados que variam ao longo do tempo, entre indivíduos e entre grupos a que pertencem esses indivíduos, com um processo de repetição ao longo do tempo (composto por medidas observadas em diferentes períodos) (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

A seguir, de acordo com Fávero e Belfiore (2017), será apresentado toda contextualização de um modelo hierárquico linear de três níveis com medidas repetidas (evolução temporal na variável dependente). Considerando que o primeiro nível apresenta apenas a variável “Ano” referentes às unidades t ($t = 1, \dots, T_j$) de nível 1; o segundo nível, as “ q ” variáveis explicativas X_1, \dots, X_Q , referentes às unidades j ($j = 1, \dots, J$) de nível 2; e o terceiro nível, as “ s ” variáveis explicativas W_1, \dots, W_s referentes às unidades k ($k = 1, \dots, K$) de nível 3. Logo, tem-se que:

Modelo Nível 1 (Evolução temporal):

$$VM_{tjk} = \pi_{0jk} + \pi_{1jk} \cdot Anq_{jk} + e_{tjk} \quad (3)$$

Em que π_{0jk} representa o intercepto do modelo correspondente à evolução temporal da variável dependente da unidade j do nível 2 aninhada à unidade k do nível 3; e π_{1jk} corresponde à evolução média (inclinação) da variável dependente para a mesma unidade ao longo do período analisado; e e_{tjk} refere-se aos termos de erro do nível 1 com distribuição normal, com média zero e variância σ^2 .

Naturalmente podem existir características das unidades j do nível 2, invariantes temporalmente, e das unidades k do nível 3, invariantes também para as unidades j do nível 2 aninhadas a cada unidade k do nível 3, que podem explicar as diferenças nos interceptos e nas inclinações dos modelos, ou seja, considerando o intercepto e inclinação aleatórios. Dessa forma tem-se (Fávero & Belfiore, 2017):

Modelo Nível 2 (companhias) - com a inclusão das “ q ” variáveis preditoras do nível 2, X_1, \dots, X_Q , ou seja, variáveis que caracterizam as empresas, tem-se:

$$\pi_{0jk} = \beta_{00k} + \sum_{q=1}^{Q_p} \beta_{0qk} \cdot X_{qjk} + r_{0jk} \quad (4)$$

$$\pi_{1jk} = \beta_{10k} + \sum_{q=1}^{Q_p} \beta_{1qk} \cdot X_{qjk} + r_{1jk} \quad (5)$$

Modelo Nível 3 (setores) - com a inclusão das “s” variáveis preditoras de nível 3, W_1 , ..., W_s , variáveis que caracterizam os setores, tem-se:

$$\beta_{00k} = \gamma_{000} + \sum_{s=1}^{Spq} \gamma_{00s} \cdot W_{sk} + u_{00k} \quad (6)$$

$$\beta_{0qk} = \gamma_{0q0} + \sum_{s=1}^{Spq} \gamma_{0qs} \cdot W_{sk} + u_{01k} \quad (7)$$

$$\beta_{10k} = \gamma_{100} + \sum_{s=1}^{Spq} \gamma_{10s} \cdot W_{sk} + u_{10k} \quad (8)$$

$$\beta_{1qk} = \gamma_{1q0} + \sum_{s=1}^{Spq} \gamma_{1qs} \cdot W_{sk} + u_{11k} \quad (9)$$

Combinado as expressões (3) a (9), tem-se o modelo final (modelo completo) que representa o modelo hierárquico linear de três níveis com medidas repetidas:

$$\begin{aligned} VM_{tjk} = & \gamma_{000} + \sum_{s=1}^{Spq} \gamma_{00s} \cdot W_{sk} + \sum_{q=1}^{Qp} \gamma_{0q0} \cdot X_{qjk} + \sum_{q=1}^{Qp} \sum_{s=1}^{Spq} \gamma_{0qs} \cdot W_{sk} \cdot X_{qjk} + u_{00k} + \\ & \sum_{q=1}^{Qp} u_{0qk} \cdot X_{qjk} + r_{0jk} \\ & \text{(intercepto com efeitos aleatórios)} \\ & + (\gamma_{100} + \sum_{s=1}^{Spq} \gamma_{10s} \cdot W_{sk} + \sum_{q=1}^{Qp} \gamma_{1q0} \cdot X_{qjk} + \sum_{q=1}^{Qp} \sum_{s=1}^{Spq} \gamma_{1qs} \cdot W_{sk} \cdot X_{qjk} + u_{10k} + \\ & \sum_{q=1}^{Qp} u_{1qk} \cdot X_{qjk} + r_{1jk}) \cdot Anojk + e_{tjk} \quad (10) \\ & \text{(inclinação com efeitos aleatórios)} \end{aligned}$$

Para a estimação dos parâmetros foi utilizado o método de máxima verossimilhança. A comparação entre os modelos realizou-se por intermédio do Critério de Informação de Akaike (AIC), do Critério de Informação Bayesiano (BIC) (COELHO, 2017), e teste de razão de verossimilhança (TRV) (FAVERO; BELFIORE, 2017). Durante o ajuste dos modelos multiníveis foi realizado o estudo de multicolinearidade, por meio do Fator de Inflação da Variância (VIF). O fator de inflação da variância é uma medida para analisar a magnitude da multicolinearidade dos termos do modelo. Um VIF menor que 5 indica uma correlação baixa desse preditor com outros preditores. Um valor entre 5 e 10 indica uma correlação moderada, enquanto valores VIF maiores que 10 são um sinal de correlação alta e não tolerável de preditores de modelo (James et al. 2013). No entanto, deve ser ter muita atenção e não ficar preso aos valores de VIF referendados, pois se a multicolinearidade for um problema, o modelo demonstra que os preditores em questão não parecem estar associados de forma confiável com o resultado (estimativas baixas, altos erros padrão), mesmo que os parâmetros sejam significativos (McElreath, 2020). As análises estatísticas foram implementadas no freeware R (R CORE TEAM, 2022).

Maiores detalhes do passo a passo do procedimento de análise de um modelo multinível pode ser observado em (FÁVERO; CONFORTINI, 2010):

A aplicação da análise multinível fez com que a Expressão 10 também fosse capaz de testar as sub-hipóteses H_{1a}, H_{1b}, H_{1c}, H_{1d}, H_{1e}, e H_{1f}, ou seja, o próprio modelo, em seu processo de ajuste e adaptação, avalia, individualmente, cada tipo de capital (humano, intelectual, manufaturado, natura, financeiro, social e de relacionamento) proposto pela IIRC (2013).

No Quadro 5 é apresentada a indicação do que representa as variáveis e seus efeitos no modelo.

Quadro 5 - Descrição das variáveis referentes à regressão linear

	Variável independente	Descrição	Referencias	
Nível 1 - Tempo	Tempo (TEM)	Melhoria na conformidade com as diretrizes do IIRC com o passar do tempo. Sinal esperado: positivo (+)	Horton, Serafeim e Serafeim (2009)	Variável de controle
Nível 2 - Empresa	Valor de Mercado (VM)	$VM = L \ln(P_i x Q_i)$ Representação do valor da empresa no segundo dia pós divulgação do RI		Variável dependente
	Índice de Conformidade ao RI - Capital Humano (ICH)	$ICRJ_{tc} = \frac{\sum_i^n ET_{i pc}}{ET_{mc}}$ Nível de conformidade no RI quanto ao conteúdo de Capital Humano Sinal esperado: positivo (+)	Variável exploratória	Índices de conformidade do Relatório Integrado (ICRI)
	Índice de Conformidade ao RI - Capital Intelectual (ICI)	$ICRJ_{tc} = \frac{\sum_i^n ET_{i pc}}{ET_{mc}}$ Nível de conformidade no RI quanto ao conteúdo de Capital Intelectual Sinal esperado: positivo (+)	Variável exploratória	
	Índice de Conformidade ao RI - Capital Manufaturado (ICM)	$ICRJ_{tc} = \frac{\sum_i^n ET_{i pc}}{ET_{mc}}$ Nível de conformidade no RI quanto ao conteúdo de Capital Manufaturado Sinal esperado: positivo (+)	Variável exploratória	
	Índice de Conformidade ao RI - Capital Social e de Relacionamento (ICS)	$ICRJ_{tc} = \frac{\sum_i^n ET_{i pc}}{ET_{mc}}$ Nível de conformidade no RI quanto ao conteúdo de Capital Social e de Relacionamento Sinal esperado: positivo (+)	Variável exploratória	
	Índice de Conformidade ao RI - Capital Natural (ICN)	$ICRJ_{tc} = \frac{\sum_i^n ET_{i pc}}{ET_{mc}}$ Nível de conformidade no RI quanto ao conteúdo de Capital Natural Sinal esperado: positivo (+)	Variável exploratória	
	Índice de Conformidade ao RI - Capital Financeiro (ICF)	$ICRJ_{tc} = \frac{\sum_i^n ET_{i pc}}{ET_{mc}}$ Nível de conformidade no RI quanto ao conteúdo de Capital Financeiro Sinal esperado: positivo (+)	Variável exploratória	

	Tamanho da empresa (TAM)	$TAM = Ln(Atividade)$ <p>O tamanho da empresa pode afetar positivamente o valor de mercado. Sinal esperado: positivo (+)</p>	Fama e French (1992); Silva (2004); Loncan e Caldeira (2014)	Variáveis de controle
	Retorno sobre o Ativo (ROA)	$ROA = \frac{Lucros \text{ Líquidos} + Partici \text{ pa} \text{ c} \text{ i} \text{ õ} \text{ e} \text{ s} \text{ n} \text{ o} \text{ r} \text{ e} \text{ i} \text{ t} \text{ a} \text{ d} \text{ a} \text{ s}}{Atividade} \times 100$ <p>A rentabilidade gerada pode ser associada significativamente ao valor de mercado da empresa. Sinal esperado: positivo (+)</p>	Soares e Galdi (2011); Degenhart, Martins e Hein (2017)	
	Liquidez Geral (LG)	$LG = \frac{Atividade \text{ Real} \text{ a} \text{ Longo} \text{ Prazo}}{Passivo \text{ Circulante} \text{ Não} \text{ Circulante}}$ <p>A capacidade de pagamento das empresas pode exercer influência na tomada de decisão do investidor. Sinal esperado: positivo (+)</p>	Campos (2022)	
	Pandemia	Publicações do RI que foram feitas após 20/03/2020 (Decreto 47.891 e calamidade pública por pandemia do Covid19) 0 - Publicações antes de 20/03/2020 1 - Publicações após 20/03/2020		
	Nível de Governança (NG)	As práticas de governança corporativa podem refletir no valor de mercado das companhias. Variável binária: 1 para companhias com nível de governança especial, 0 para as demais. Sinal esperado: positivo (+)	Malacrida e Yamamoto (2006); Klapper e Love (2004); Ammann, Oesch e Schmid (2011)	
	Empresa de auditoria (AUD)	Caso a empresa seja auditada por uma Big4 pode ser apontada como ponto de qualidade e afetar positivamente o valor de mercado da companhia. Variável binária: 1 para companhias auditadas por Big Four, 0 para as demais. Sinal esperado: positivo (+)	Lee e Lee (2013); Alfraih (2016); Almeida e Almeida (2009)	
Nível 3 - Setor	Custo do Capital Próprio (Ke)	Custo de capital próprio setorial anual	Instituto Assaf Neto (2022)	

Fonte: elaborado pelo autor

Para a coleta das informações que representam as variáveis apresentadas no Quadro 5, foi necessário consultar diferentes fontes. As variáveis exploratórias (ICH, ICI, ICM, ICS, ICN, e ICF) foram construídas, a partir das informações obtidas dos relatórios acessados diretamente nos sites das empresas, e esta foi a mesma base de consulta para estabelecer a variável TEM. Para as variáveis NG e AUD foi realizada uma consulta ao site da B3 e CVM. As variáveis TAM, VM, ROA, e LG foram coletadas na base de dados do site Economatica®. Para a classificação das empresas em setores foi aplicada as definições estabelecidas no site Instituto

Assaf Neto, onde também foi possível coletar as informações referente ao Ke. A Selic foi obtida diretamente na série histórica disponível no site do Banco Central.

Fávero e Belfiore (2017) explicam que, no processo de análise multinível de três níveis, podem ser estimados modelos que permitem observar a variabilidade na variável de interesse (neste caso o valor de mercado) ao longo do tempo, entre as companhias de um mesmo setor e entre aquelas classificadas em setores distintos e, em caso afirmativo, verificar se existem características de empresas e de setores que explicam essa variabilidade.

4.4 Resultados

4.4.1 Análise descritiva

A amostra final de pesquisa é formada por 54 empresas listadas na B3 (ver Apêndice E). Há maior representatividade em companhias do segmento de Energia Elétrica, com aproximadamente 24% das empresas selecionadas; seguido pelas companhias que compõem o setor de Bancos, que representam 13% da amostra final. As demais empresas da amostra (63%) estão distribuídas em 15 segmentos diferentes da B3, mas sem expressividade percentual, e por isso foram agrupadas como “outros” para desenvolvimento da pesquisa.

Outra característica identificada refere-se ao nível especial de governança corporativa estabelecido pela B3, 12 empresas (22%) estão listadas no nível de governança corporativa N1; 5 companhias (9%) no nível N2; outras 27 empresas (50%) são listadas no Nível Novo Mercado; e as demais empresas (19%) não estão listadas em nenhum nível especial de governança, ou seja, são classificadas no mercado tradicional.

A variável dependente utilizada neste estudo refere-se ao Valor de Mercado das empresas, já que o objetivo principal foi identificar o impacto que as informações divulgadas com o parâmetro do RI exercem sobre este valor. Conforme definido na seção de procedimentos metodológicos, foram coletadas as informações referentes ao segundo dia após a divulgação do RI, e então identificado o logaritmo deste valor para critérios de comparação e avaliação estatística.

As variáveis exploratórias aplicadas na pesquisa correspondem aos tipos de capitais presentes no modelo de divulgação do RI, sendo seis ao todo: Capital Humano, Capital Intelectual, Capital Manufaturado, Capital Social e de Relacionamento, Capital Natural, e Capital Financeiro. Após aplicação do instrumento de conformidade (SANTOS; MIRANDA, 2021), foi possível medir o grau de conformidade para cada um dos tipos de capitais, por meio

da Expressão 2. Na Tabela 6 está representada a estatística descritiva correspondente a estas informações.

Tabela 6 - Estatística descritiva do índice de conformidade ao RI para os tipos de capitais

Tipos de capital	Ano	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Capital Humano	2017	54	0,616	0,410	0	1
	2018	54	0,704	0,368	0	1
	2019	54	0,852	0,190	0	1
	Geral	162	0,724	0,348	0	1
Capital Intelectual	2017	54	0,661	0,446	0	1
	2018	54	0,747	0,404	0	1
	2019	54	0,907	0,228	0	1
	Geral	162	0,772	0,383	0	1
Capital Manufaturado	2017	54	0,469	0,312	0	1
	2018	54	0,531	0,284	0	1
	2019	54	0,630	0,151	0	1
	Geral	162	0,543	0,266	0	1
Capital Social e de Relacionamento	2017	54	0,469	0,307	0	0,667
	2018	54	0,525	0,272	0	0,667
	2019	54	0,630	0,140	0	0,667
	Geral	162	0,541	0,258	0	0,667
Capital Natural	2017	54	0,605	0,458	0	1
	2018	54	0,667	0,410	0	1
	2019	54	0,815	0,280	0	1
	Geral	162	0,696	0,397	0	1
Capital Financeiro	2017	54	0,620	0,444	0	1
	2018	54	0,704	0,407	0	1
	2019	54	0,079	0,256	0	1
	Geral	162	0,468	0,467	0	1

Fonte: elaborado pelo autor

As informações apresentadas na Tabela 6 correspondem aos coeficientes de conformidade calculados com base no que foi divulgado pelas empresas em cada ano de análise, observando as condições estabelecidas pelo *framework* do RI (2013). Conforme descrito na Tabela 6, o índice de conformidade referente as informações do Capital Humano (ICH) apresenta um crescimento ao longo dos três anos em avaliação, com um destaque em relação ao maior crescimento de informações sobre competências, habilidades e experiências das pessoas e suas motivações para inovar no ano de 2018 (0,704) em relação a 2017 (0,616). A variação de 0,086 observada na conformidade quanto ao CH entre os anos de 2017 e 2018, é o maior nível de crescimento dentre todos os seis tipos de capitais. Em 2019, houve um novo crescimento nesse conjunto de informações quanto as orientações estabelecidas para o RI.

Em uma observação geral, sem avaliar necessariamente cada período, o CH é o segundo capital a apresentar maior nível de conformidade às regras estabelecidas. Notado o que é disposto nas diretrizes aplicadas ao RI, esse tipo de capital foi o que apresentou maior número de Elementos Teóricos atribuídos – sete no total. Além do mais, ele abrange muitas informações estratégicas e de planejamento da empresa como medidas de governança, gerenciamento e comportamento. Nesse sentido, pode ser esperado que as empresas tenham interesse em divulgar informações sobre esses fatores, com a intenção de ampliar o conhecimento dos usuários da informação quanto as ações a serem aplicadas futuramente, o que justificaria maior volume de conteúdo em conformidade ao estabelecido no RI.

O índice de conformidade do Capital Intelectual (ICI) foi o maior em todos os anos em avaliação, mantendo o crescimento ao longo dos três anos: 0,661 (2017), 0,747 (2018) e 0,907 em 2019. Dentre os capitais, ele foi o que mais se aproximou do valor máximo de conformidade (1). As principais informações presentes neste tipo de capital, de acordo com o IIRC (2013), são baseadas em conhecimento e intangível, abrangendo direitos autorais, marcas, reputação, patentes e *softwares*. Ao avaliar o contexto e o desenvolvimento tecnológico ao longo dos anos, pode-se inferir que as companhias presentes na amostra possam estar investindo nesse conjunto de atividades, e percebam vantagens em evidenciar tais informações para o mercado.

Quanto à conformidade ao Capital Manufaturado (ICM) e ao Capital Social e de Relacionamento (ICS), os índices foram os mesmos para os anos de 2017 (0,469), e 2019 (0,630). Houve divergência apenas ao índice correspondente ao ano de 2018 em que o ICM foi 0,531, enquanto o ICS apresentou conformidade de 0,525. Informações referentes a estes capitais foram as que tiveram menor nível de conformidade, na média geral. O Capital Manufaturado reúne informações sobre sua estrutura, maquinários e equipamentos que podem ser utilizados em suas operações. O volume de informações sobre estes itens não foi muito elevado nas empresas que o divulgaram, o que pode ter influenciado um baixo índice de conformidade. Em relação ao ICS, nenhuma empresa que compõe a amostra alcançou a conformidade máxima, e este foi o único tipo de capital que houve esse comportamento.

O Capital Social e de Relacionamento aborda informações sobre relacionamentos dentro e entre a empresa e comunidades, grupos de partes interessadas e outras redes, estabelecendo uma relação de confiança e bem-estar coletivo (IIRC, 2013). O instrumento de conformidade estabeleceu três Elementos Teóricos para avaliar esse tipo de capital, no entanto algum dos elementos não foi contemplado no conjunto informacional das empresas, o que justifica o valor máximo de conformidade em 0,667 em qualquer dos períodos observados. No entanto, as empresas dedicam uma boa parte das informações para evidenciar práticas que ampliem a

confiabilidade entre as principais partes relacionadas, provavelmente, por considerarem que isso possa refletir em suas relações futuras e, conseqüentemente, atrair mais participantes.

Informações sobre o Capital Natural foram algumas das que mais aumentaram ao longo do tempo. O índice de conformidade do Capital Natural (ICN) apresentou uma variação de 0,148 quando se compara o valor apurado em 2019 (0,815) com 2018 (0,667). Assim como os demais tipos de capitais apresentados até então, houve uma melhora quanto à conformidade de informações a este item ao longo do tempo. A divulgação destas informações pode estar associada a uma maior sensibilidade das empresas em realizar divulgações referentes a sua responsabilidade socioambiental, e também por causa do incentivo a este conteúdo informacional, que mesmo o RI sendo de divulgação voluntária, se torna um instrumento que as empresas podem adotar para divulgar suas informações ambientais.

Além dos capitais não financeiros, também foi observado o índice de conformidade do Capital Financeiro (ICF). Dentre os seis tipos de capitais, este foi o único que apresentou uma queda ao longo do tempo. Em 2017, foi identificado um ICF de 0,592, exibindo um aumento em 2018 (0,704), mas caindo expressivamente em 2019, chegando a um índice de 0,079. Isso pode ser justificado pelo aumento de empresas que divulgaram informações no modelo RI no ano de 2019, mas não apresentavam informações referentes a seu capital financeiro. E outras empresas que antes apresentavam este tipo de informação diminuíram ou deixaram de fazê-la. Pela definição do IIRC (2013), as empresas têm a oportunidade de mesclar informações financeiras e não financeira no modelo RI, no entanto, as companhias que compõem a amostra podem ter optado por não repetir informações que possam ser encontradas em relatório obrigatórios e tradicionais, como é o caso das informações financeiras, promovendo mais informações não financeiras.

As diretrizes definidas pelo IIRC (2013) sobre a forma e o tipo de informações que devem estar presentes no RI não limitam ou exigem que todos os capitais sejam contemplados, ou ainda que os capitais tenham o mesmo nível informacional. Essa prática permite que a empresa, ao definir o que será divulgado, concentre informações que julguem ser relevantes aos usuários que deseja atender. Dessa forma, é possível que os conteúdos estejam associados a capitais diferentes, de acordo com o tipo de atividade desempenhada. A Tabela 7 apresenta a descrição do comportamento dos índices de acordo com o setor de classificação.

Tabela 7 - Estatística descritiva do índice de conformidade ao RI para os tipos de capitais em função do setor

Tipos de capital	Setor	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Capital Humano	Energia Elétrica	39	0,835	0,209	0	1
	Bancos	21	0,803	0,277	0	1
	Outros	102	0,665	0,390	0	1
Capital Intelectual	Energia Elétrica	39	0,915	0,238	0	1
	Bancos	21	0,841	0,309	0	1
	Outros	102	0,703	0,425	0	1
Capital Manufaturado	Energia Elétrica	39	0,637	0,191	0	1
	Bancos	21	0,619	0,218	0	1
	Outros	102	0,492	0,287	0	0,667
Capital Social e de Relacionamento	Energia Elétrica	39	0,624	0,156	0	0,667
	Bancos	21	0,603	0,201	0	0,667
	Outros	102	0,497	0,288	0	0,667
Capital Natural	Energia Elétrica	39	0,940	0,228	0	1
	Bancos	21	0,651	0,401	0	1
	Outros	102	0,611	0,412	0	1
Capital Financeiro	Energia Elétrica	39	0,590	0,457	0	1
	Bancos	21	0,607	0,437	0	1
	Outros	102	0,392	0,465	0	1

Fonte: elaborada pelo autor

Ao observar os índices de conformidade dos capitais ao RI em relação aos setores que foram trabalhados na pesquisa, nota-se que o setor de Energia Elétrica apresenta os maiores índices de conformidade em cinco dos seis tipos de capitais, na seguinte ordem: ICN, ICI, ICH, ICM, ICA. Destaca-se as informações referentes ao Capital Natural (ICN) que apresentou a maior média de conformidade (0,940) entre os três setores, e especificamente ao setor de Energia Elétrica quando comparado aos demais capitais.

A maior medida de conformidade no ICN pode ter duas razões distintas. A primeira pode ser associada às exigências que são feitas pela ANEEL (2015) para que as empresas do setor façam a apresentação do ‘Relatório de Sustentabilidade Sócio Ambiental e Econômico-financeiro’, e indicam a opção de a empresa trabalhar diretamente com as diretrizes do RI. Dessa maneira, há uma probabilidade dessas empresas terem maior conhecimento sobre o que deve ser divulgado em relação ao Capital Natural. A segunda razão refere-se ao fato de que as atividades desempenhadas pelo setor de Energia Elétrica podem ser consideradas com alto impacto ambiental, desse modo há uma questão de responsabilidade socioambiental relacionada a estas atividades, fazendo com que as empresas tenham interesse em evidenciar conteúdos informacionais associados as suas ações quanto ao meio ambiente (FREITAS *et al.*, 2018).

Quanto as informações representadas pelos Bancos, o Capital Financeiro (ICF) apresentou o maior nível de conformidade ao RI entre os setores. Esse resultado está em

consonância com a atividade desempenhada pelas empresas listadas neste setor, pois apesar de existirem relatórios que são obrigatórios e dedicados a evidenciar informações financeiras, elas destacam a relevância de informações sobre o Capital Financeiro para ser possível ampliar o conhecimento dos usuários sobre as atividades desempenhadas neste setor.

O maior índice de conformidade do setor de Bancos refere-se ao Capital Intelectual (ICI) com um índice de 0,841. Ao longo das leituras dos relatórios, as empresas listadas no setor de Bancos destacavam muitas informações relacionadas ao desenvolvimento de sistemas, aplicativos, e funcionalidades para ampliarem o desenvolvimento de suas atividades por meios digitais. Infere-se, neste caso, que esta seja uma característica do setor de alto investimento e ampliação em informações relacionadas ao Capital Intelectual.

Como não foi possível avaliar as demais empresas da amostra em seus respectivos setores por questão de representatividades, estas empresas foram agrupadas em um único conjunto denominado ‘outros’. As companhias classificadas no setor ‘outros’ apresentaram índices menores de conformidade em todos os tipos de capitais, quando comparados aos setores de Energia Elétrica e Bancos. O fato da variabilidade de atividades das empresas agrupadas na classificação ‘outros’ pode contribuir para que os índices médios sejam menores para estas companhias. No entanto, as configurações e diferença dos índices resultantes, principalmente dos dois setores específicos, reforçam a liberdade de escolha para que as empresas concentrem e divulguem informações que sejam consideradas relevantes para seus usuários.

Por fim, também foi observado o comportamento dos índices de conformidade, considerando o nível de governança corporativa em que a empresa é listada. Estas informações são representadas na Tabela 8.

Tabela 8 - Estatística descritiva do índice de conformidade ao RI em relação ao nível de governança corporativa

NG Especial	Tipos de capital	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Sim	Humano	135	0,733	0,343	0	1
	Intelectual	135	0,795	0,378	0	1
	Manufaturado	135	0,548	0,260	0	1
	Social e de Relacionamento	135	0,548	0,253	0	0,667
	Natural	135	0,716	0,394	0	1
	Financeiro	135	0,476	0,467	0	1
Não	Humano	27	0,677	0,375	0	1
	Intelectual	27	0,654	0,397	0	1
	Manufaturado	27	0,519	0,297	0	1
	Social e de Relacionamento	27	0,506	0,283	0	0,667
	Natural	27	0,593	0,407	0	1
	Financeiro	27	0,426	0,474	0	1

Legenda: NG: Nível de Governança; Obs: Observações

Fonte: elaborada pelo autor

Observadas as informações em relação ao nível de governança em que a empresa está listada, é possível identificar, na Tabela 8, o volume superior de observações na classificação de algum nível especial de governança corporativa da B3, o que era esperado, considerando as características na amostra final de pesquisa. Ao comparar os resultados de conformidade, nota-se que os resultados atribuídos as empresas que são listadas em algum dos níveis especiais de governança corporativa da B3 (N1, N2, ou NM) apresentam índices de conformidade numericamente superior daquelas companhias que pertencem ao nível básico ou tradicional. Esse resultado confirma a relação de maior transparência e divulgação de informações em companhias que fazem parte de algum nível mais graduado de governança corporativa, conforme destacado por Malacrida e Yamamoto (2006).

4.4.2 Análise de correlação entre valor de mercado e tipos de capitais do RI

Para melhor compreensão do comportamento dos dados referentes à variável dependente (Valor de Mercado) e as variáveis de interesse formadas pelos índices de conformidade dos tipos de capitais (ICH, ICI, ICM, ICS, ICN, ICF) foi estimada a matriz de correlação de Spearman, pois algumas variáveis apresentaram distribuição não normal, conforme exposto na Tabela 9.

Tabela 9 - Correlação de *Spearman* entre o valor de mercado e os tipos de capitais

	VM	ICH	ICI	ICM	ICS	ICN	ICF
VM	1						
ICH	0,0754	1					
ICI	0,1847*	0,6278*	1				
ICM	0,1324*	0,6831*	0,6874*	1			
ICS	0,1782*	0,7541*	0,7899*	0,9013*	1		
ICN	0,2047*	0,6790*	0,6414*	0,6509*	0,7125*	1	
ICF	0,1565*	0,3132*	0,3830*	0,4505*	0,4853*	0,3805*	1

Legenda: VM (valor de mercado); ICH (índice de conformidade Capital Humano); ICI (índice de conformidade Capital Intelectual); ICM (índice de conformidade Capital Manufaturado); ICS (índice de conformidade Capital Social e de Relacionamento); ICN (índice de conformidade Capital Natural); ICF (índice de conformidade Capital Financeiro).

* nível de significância de 5%

Fonte: elaborada pelo autor.

Conforme representado na Tabela 9, considerando um nível de significância de 5%, tem-se uma correlação entre o valor de mercado das empresas e os seguintes capitais: Intelectual

(0,1847), Manufaturado (0,1324), Social e de Relacionamento (0,1782), Natural (0,2047), e Financeiro (0,1565). Não foi observada correlação com as informações referentes ao Capital Humano. O Capital Natural apresenta correlação em relação ao VM com um coeficiente um pouco mais elevado que os demais (0,2047). Pelo critério de classificação, as correlações encontradas entre os tipos de capitais e o valor de mercado são classificadas como fracas. Entretanto, com exceção do capital humano, todos os coeficientes são positivos e apresentam significância, o que indica uma relação entre o crescimento no valor de mercado das empresas e as informações divulgadas no modelo RI, definidos em cinco dos seis tipos de capitais.

Esse resultado é uma sinalização de que as informações divulgadas sobre os tipos de capitais podem explicar a geração de valor. Ou seja, as hipóteses de pesquisa não são rejeitadas nesse momento, pois os coeficientes obtidos pela correlação são positivos e significativos. Embora o teste de correlação evidencie relações significativas entre as variáveis, para se pensar na proposição de modelos preditivos, conforme sugere o IIRC, são necessários testes mais robustos, como será visto na seção seguinte.

4.4.3 Análise do modelo de regressão multinível

O procedimento de ajuste de modelos multiníveis de três níveis (tempo, empresa e setor) consiste, inicialmente, na decomposição da variância a partir da definição (construção) de um modelo nulo com interceptos aleatórios, para avaliar a premissa da metodologia multinível. Na etapa seguinte são propostos ajustes de modelos incluindo as variáveis explicativas do nível 2, podendo adotar interceptos aleatórios e inclinações aleatórias. Posteriormente, constrói-se o modelo final a partir da inclusão das variáveis do nível 3. Além disso, na última etapa são incorporadas as interações entre as variáveis dos níveis 2 e 3 (Fávero & Belfior, 2020). Supondo que todos os parâmetros fossem significativos e que o modelo não apresenta multicolinearidade, a expressão (10) representaria o modelo final. A seguir, na Tabela 10, destacam-se os resultados acerca do modelo final.

Tabela 10 - Resultado obtido pela regressão ajustada do modelo multinível

Efeitos fixos						
Coefficiente	Estimativa	Erro Padrão	Estatística t	Valor-p	VIF	
Intercepto	1,7171	0,5077	3,382	0,0015	--	
CN	0,0062	0,0583	0,106	0,9157	1,23	
TAM	0,6748	0,0674	10,005	< 0,000	1,26	
NG	0,3445	0,1242	2,773	0,0077	1,03	
TEM	0,0160	0,0214	0,745	0,4584	2,30	
Pandemia	-0,0678	0,0421	-1,611	0,1092	1,83	

KE	0,2833	1,2462	0,227	0,8206	1,18
Efeitos aleatórios				Significância da variância	
Níveis	Variância	Desvio Padrão	ICC	Valor-p da Estatística χ^2	
Nível Setor	0,0206	0,1434	0,14	0,0591	
Nível Empresa	0,0972	0,3118	0,66	< 0,000	
Resíduo	0,0299	0,1730	--	--	
Avaliadores do Ajuste	AIC	BIC			
	43,6602	74,5361			

Legenda: ICN (índice de conformidade Capital Natural); TAM (Tamanho); NG (Nível de Governança); TEM (Tempo); Ke (Custo do Capital Próprio).

Fonte: elaborada pelo autor

A partir da Tabela 10, percebe-se que nem todas as variáveis e que nenhuma interação entre as variáveis estão presentes no modelo final, pois os parâmetros não foram significativos e/ou a permanência das mesmas no modelo acarretavam na presença de multicolinearidade. Portanto, observados todos os procedimentos realizados no processo de análise multinível, as premissas exigidas para a aplicação deste método foram atendidas, ao nível de significância de 10%, ou seja, a variância para o nível 2 (0,0972) e a variância para o nível 3 (0,0206) são significativamente diferentes de zero.

Considerando o modelo final, resultante dos testes de adequação utilizados no modelo multinível, é possível observar que cinco das seis sub-hipóteses foram rejeitadas (H_{1a} , H_{1b} , H_{1c} , H_{1d} , e H_{1e}), uma vez que no processo de definição as informações de conformidade quanto aos capitais Humano (ICH), Intelectual (ICI), Manufaturado (ICM) Social e de Relacionamento (ICS), e Financeiro (ICF), no embasamento do pressuposto do modelo, não foram adequadas para explicar o comportamento da variável de interesse (VM). Dentre as informações específicas sobre a divulgação do RI, a conformidade ao Capital Natural (ICN) se manteve no modelo final, inferindo que esta informação pode explicar a variação observada no VM das companhias presentes na amostra de pesquisa, como indicado por Desroches (2018).

Potencialmente, o efeito identificado sobre as variáveis correspondentes ao índice de conformidade dos capitais pode ter associação ao comportamento observado no processo de correlação, visto que houve um processo de correlação positiva entre estas variáveis com o VM. No entanto, com exceção do ICN, todas apresentaram coeficiente menor que 0,2, indicando um baixo grau de correlação (Tabela 9). Além do ICN, que é uma informação referente ao nível 2 (empresas), outras três variáveis de controle se mantiveram no modelo final, sendo elas: tamanho (TAM), nível de governança (NG), e Pandemia.

A variável de custos de capital próprio (Ke) referente ao nível 3 (setor) e a variável tempo (TEM) correspondente ao nível 1 (tempo), apesar de não serem significativas ao nível de 10%, se mantiveram no modelo. Dessa forma, diferente do esperado, as variáveis ROA, LG

e AUD, referentes as características das empresas e das quais se esperava poder de explicação sobre o comportamento do VM, não foram adequadas no modelo final.

A partir da análise multinível, o índice de conformidade ao Capital Natural (ICN) apresentou um coeficiente positivo de 0,0062, o que vai ao encontro do comportamento esperado de que a divulgação das informações no modelo do RI proporcione melhor processo de qualidade informacional e auxilia na tomada de decisão, principalmente a respeito do CN (Desroches, 2018, Plumlee *et al.*, 2015). No entanto, para a amostra estudada, esse resultado não se mostrou significativo ao nível de 10%, o que faz com que não seja suportada a sub-hipótese H_{1f} que argumenta sobre o efeito positivo e significativo de informação do Capital Natural sobre o VM de mercado das companhias. Consequentemente, a hipótese principal (H_1) também não foi suportada, pois nesse contexto nenhuma informação referente aos capitais, e por conseguinte ao RI, apresentou efeito significativo capaz de explicar o comportamento do VM no período em análise.

Em análise às variáveis que são associadas a empresa (nível 2) verifica-se que as variáveis: tamanho (TAM) e nível de governança (NG) apresentaram resultados positivos e significativos ao nível de 1%. Foi identificado que, para a amostra em estudo, o tamanho da empresa implica em uma causalidade do comportamento do VM das companhias. O coeficiente positivo e significativo (0,6748) encontrado na análise multinível indica que quando a empresa apresenta crescimento no seu tamanho, a precificação do mercado para esta empresa acompanha o mesmo sentido, ou seja, terá um crescimento em seu valor de mercado. O comportamento encontrado corrobora outros estudos (Fama & French, 1992; Silva, 2004) que notaram um comportamento positivo do tamanho da empresa e seu VM pelo fato de que isso indica melhor condição financeira empresarial, o que poderia auxiliar no processo de conquistar novos investidores e aumentar a procura pelas ações negociadas.

A variável NG também apresentou coeficiente positivo e significativo (0,3445) ao nível de 1%. Visto que das empresas que compõem a amostra mais de 80% estão listadas em algum nível especial de governança corporativa, espera-se que estas empresas divulguem de forma mais completa suas informações ao mercado, inclusive trabalhando a divulgação de informações adicionais e voluntárias, atendendo aos critérios de classificação de governança corporativa exigidos pela B3. Portanto, apresentou um efeito sobre o VM apurado pelas empresas ao longo dos anos em análise, confirmando as percepções apresentadas por Klapper e Love (2004); Ammann, Oesch e Schmid (2011).

As variáveis TEM (nível 1) e Ke (nível 3) tiveram coeficientes positivos o que indicaria um comportamento no mesmo sentido para o VM das companhias. Entretanto, como observado

na Tabela 4, estas variáveis não foram estatisticamente significativas. Não confirmando o efeito esperado de que as companhias que divulgam o RI a mais tempo melhoram seu processo informacional e isso refletiria no VM das companhias, que seria semelhante a condição de “aprendizagem” identificada por Santos, Calixto e Bispo (2019) no processo de divulgação das informações contábeis no formato IFRS.

Outra variável presente no modelo final, mas sem significância estatística foi o efeito da Pandemia. Como o processo de divulgação ocorre no ano posterior ao período de suas informações divulgadas, algumas empresas divulgaram o conteúdo referente ao ano de 2019 no período pandêmico em 2020. Considerando que o período de pandemia aumentou os riscos econômicos em escala global, e houve quedas no valor de empresas em todos os mercados acionários, era de se esperar que esse fato poderia afetar de alguma forma o VM das companhias que fizeram parte da amostra de pesquisa. No entanto, esse resultado não foi significativo no estudo realizado.

4.5 Considerações Finais

A presente pesquisa teve como objetivo principal identificar a relação entre as informações sobre os tipos de capitais divulgados por meio do RI e o valor de mercado de companhias abertas. Pelo fato do RI ser uma divulgação voluntária, foi utilizado como suporte a teoria da divulgação baseada na discricionariedade voluntária (Verrecchia, 2001; Dye, 2001). Por não ser obrigatório, nem todas as empresas da B3 utilizam o RI para evidenciação de informações ao mercado, ao todo a amostra é formada por 54 empresas listadas na B3 que apresentaram relatórios no modelo do RI ao menos em um dos anos de 2017, 2018, e 2019.

Para atingir ao objetivo proposto os procedimentos metodológicos foram realizados em duas etapas: análise documental, e análise de regressão multinível. Para realização da primeira etapa foi utilizado o instrumento de conformidade desenvolvido por Santos e Miranda (2021). Após a validação das informações foi possível calcular um índice de conformidade para cada tipo de capital.

O segundo teste aplicado no desenvolvimento da pesquisa foi a análise multinível. No processo de ajuste do modelo que é realizado ao trabalhar o método de análise multinível o índice de conformidade de cinco tipos de capitais (ICH, ICI, ICM, ICS, ICF) foram excluídos do modelo final. O único índice que foi mantido está associado ao Capital Natural. No entanto ao realizar o teste estatístico não foi identificada significância quanto seu efeito no VM das empresas.

A hipótese geral e sub-hipóteses testadas no estudo não foram suportadas ao serem avaliadas no processo de análise multinível. Contudo, ao avaliar a correlação existente entre o valor de mercado das companhias e a conformidade com a divulgação das informações relacionadas a cada capital presente no RI, foi identificada uma relação positiva e significativa entre tais variáveis. Os resultados da correlação serem positivos e significativos representa que houve uma interação entre o processo de divulgação informacional dos tipos de capitais presentes no RI e o valor de mercado das companhias. Nessa avaliação não foi possível identificar a questão de causalidade, ou seja, se a informação no modelo do RI influenciou no comportamento do VM ou o contrário. Esse achado pode ser visto como relevante, pois mesmo em uma amostra reduzida (54 empresas) e heterogenia (diversos setores), em um curto espaço de tempo (3 anos), foram identificados sinais de possíveis explicações do valor de empresas por meio das informações divulgadas no RI.

Os resultados obtidos no estudo também confirmaram algumas informações sobre a formação do valor de mercado das companhias. Foi possível identificar que o tamanho da empresa impacta positivamente na definição do VM das empresas, dessa forma, empresas que apresentam maior volume patrimonial tendem a ter melhor precificação de mercado. Como avaliado essa relação pode ser estabelecida pelo entendimento dos usuários, que companhias com essa configuração tenham maior segurança em relação a sua condição de operações e por isso sejam mais bem precificadas pelo mercado.

Outro resultado confirmado foi referente a empresa estar listada em algum dos níveis especiais de governança corporativa da B3 (Nível 1, Nível 2, ou Novo Mercado) influencia positivamente no VM da companhia. Também foi identificado que as companhias que estavam listadas em algum dos níveis especiais de governança apresentaram maiores índices de conformidade as diretrizes do RI quando comparado àquelas participantes do nível básico ou tradicional de governança. Estes resultados permitem avaliar que as companhias listadas em níveis especiais de governança, apresentam informações mais completas em seu processo de divulgação, mesmo em condições de divulgação voluntária.

Outra característica observada foi quanto a questão de participação em setores. Os resultados apontam que dependendo do setor que uma empresa esteja listada pode existir preferencias sobre quais capitais devem ser mais bem divulgados. Ao comparar os índices de conformidade dos tipos de capitais entre os dois principais setores de empresas que compõem a amostra foi notado que as companhias que fazem parte do setor de energia elétrica tiveram melhor conformidade quanto aos índices ICH, ICI, ICM, ICS, ICN. Enquanto as que fazem parte do setor de bancos tiveram o ICF em maior conformidade. Potencialmente, este resultado

está associado ao tipo de atividade que é desempenhada pelas empresas, isto indica então que as companhias têm poder de discricionariedade sobre o tipo de informação a ser divulgada considerando seu contexto de operação e aquilo que pode ser considerado como relevante.

Os resultados obtidos por meio da pesquisa contribuem teoricamente com a literatura sobre o tema, uma vez que o processo de divulgação de informações no modelo proposto pelo IIRC (2013) se encontra em desenvolvimento. Nesse sentido, foi possível identificar novas características sobre as companhias que fazem a divulgação neste formato e o efeito dessa divulgação sobre o mercado acionário participante, principalmente por terem sido avaliadas companhias que apresentam tais informações de forma voluntária. Também houve a confirmação de que o instrumento de conformidade aos critérios definidos no modelo RI pode ser utilizado para identificar informações que são divulgadas atendendo aos critérios estabelecidos para um modelo de RI.

Em relação as contribuições práticas, o estudo testou de forma empírica a teoria de que a divulgação voluntária de informações pelas empresas promove um efeito positivo quanto a percepção de mercado e precificação de suas ações. No contexto de avaliação do RI e observados os resultados obtidos pelo método de regressão multinível, esta condição não se confirmou, pois os testes indicaram que a informação divulgada por meio do RI não apresentou efeito sobre o valor de mercado das companhias. Também contribui para identificar, no contexto de análise, quais tipos de informações estas empresas divulgam e que impactam sobre o valor de mercado das companhias, como o tamanho da companhia, e também o nível de governança no qual está participando.

Ao avaliar os resultados algumas limitações devem ser consideradas, uma delas refere-se à quantidade de empresas presentes na amostra que não permitiu uma condição favorável para testar mais do que dois setores, devido a representatividade. Mesmo sendo observado que os diferentes setores apresentam características particulares quanto às informações divulgadas de cada um dos seis tipos de capital. Outro aspecto se refere ao fato de poucas empresas fazerem a divulgação no modelo proposto de RI, mesmo ocorrendo um incentivo por órgãos reguladores, a divulgação é voluntária, portanto, algumas empresas não têm regularidade no processo de divulgação, o que pode prejudicar a avaliação.

Como sugestão de pesquisas futuras indica-se a observação do efeito pandemia, uma vez que há estudos relatando impactos diretos no valor de mercado das companhias durante esse período. Os resultados aqui encontrados não apresentaram significância sobre a questão da divulgação durante o período pandêmico, no entanto, nem todas as empresas realizaram a divulgação durante este intervalo, o que diminui a amostra para testes mais precisos.

Uma outra opção de continuidade para as pesquisas é realizar a comparação entre os relatórios divulgados no modelo RI até o período de 2020 e após este período, pois a partir do exercício social de 2021 os relatórios precisam passar por procedimentos de auditoria, conforme resolução 14 da CVM de 09 de dezembro de 2020, para atestar se o conteúdo está correspondente ao modelo proposto pelo IIRC (2013). Nesse caso, poderia esperar maior adesão de empresas, pois sinaliza uma importância nesse modelo de relatório por partes dos órgãos reguladores. Outro fato é que por passar por um processo de auditoria os usuários da informação poderiam estar mais receptivos para utilizá-las no processo de tomada de decisão, o que pode explicar o comportamento no valor de mercado das companhias emissoras.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS GERAIS

A presente tese apresentou como objetivo principal identificar a relação entre as informações divulgadas no relato integrado, elaborado com base nas diretrizes do IIRC, e o valor de mercado das empresas brasileiras. O desenvolvimento do estudo ocorreu tendo como parâmetro a teoria da divulgação voluntária (VERRECCHIA, 2001; DYE, 2001). Para atender ao objetivo de pesquisa, o primeiro estágio foi desenvolver um *framework*, validado teoricamente, que seja capaz de avaliar a conformidade da divulgação das informações sobre os capitais no RI das empresas com os parâmetros que são definidos pelo IIRC. O segundo estágio foi avaliar o efeito no retorno das ações das companhias listadas na B3 que divulgam o relato integrado. No terceiro e último estágio buscou-se identificar a relação entre as informações sobre os tipos de capitais divulgados por meio do Relato Integrado e o valor de mercado de companhias abertas brasileiras.

O primeiro estágio de pesquisa foi realizado construindo um instrumento que fosse capaz de identificar os elementos que caracterizam as informações de um RI nos relatórios divulgados pelas empresas. Com o objetivo de validar o instrumento, foi aplicada a técnica Delphi, assim sendo feita uma consulta à especialistas sobre o RI, avaliando o instrumento de conformidade. Como resultado desta etapa foi finalizado um instrumento de conformidade ao RI, validado teoricamente, composto por 62 palavras-chave distribuídas em 20 elementos teóricos, que correspondem a seis tipos de capitais. Com o processo de utilização deste instrumento é possível avaliar o nível de atendimento das informações divulgadas pelas empresas ao que é esperado em um modelo do RI.

A segunda etapa do processo de desenvolvimento da pesquisa foi identificar quando as informações divulgadas no modelo do RI resultavam em retornos (a)normais nas ações das empresas. Utilizando a técnica de estudo de eventos foi possível avaliar o efeito da primeira divulgação do RI por 56 companhias listadas na B3. Os resultados indicaram que o efeito gerado no mercado acionário ocorre no segundo dia após a divulgação, e gerou um efeito abaixo do esperado em comparação com o comportamento geral de mercado apurado pelo índice Bovespa.

Utilizando o instrumento de conformidade ao RI (desenvolvido na primeira etapa) e conhecendo que o efeito no mercado ocorre no segundo dia pós divulgação (encontrado na segunda etapa da pesquisa), foi possível realizar a terceira e última etapa, avaliar como as informações divulgadas no RI impactam sobre o valor de mercado das companhias. Neste estágio foi avaliada uma amostra de 54 empresas listadas na B3, que apresentaram o RI ao

longo dos anos de 2017, 2018 e 2019. Por meio da análise multinível identificou-se que, para a amostra em avaliação, não houve um efeito de causalidade no conteúdo informacional, distribuídos nos seis tipos de capitais presente no RI, sobre o valor de mercado das empresas. O que apontou, que no contexto observado, o comportamento das variáveis em relação a composição do valor de mercado foi diferente do esperado.

Frente aos resultados obtidos, uma circunstância deve ser considerada, o fato que além do teste estatístico mais robusto que foi realizado com o processo de análise multinível, foi avaliada a correlação entre o valor de mercado e as informações referentes aos tipos de capitais que formam o modelo de divulgação no relato integrado. Dos seis tipos de capitais que são divulgados por meio do RI, cinco deles (intelectual, manufaturado, social e de relacionamento, natural e financeiro) apresentaram correlação ao valor de mercado das empresas ao longo do período avaliado. Apesar de não ser possível, pelo processo de correlação, avaliar qual a relação de causalidade entre tais variáveis, há indícios de que as informações divulgadas no RI podem ter associação ao seu valor de mercado, apoiando estudos que identificaram o mesmo comportamento (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2016; BARTH *et al.*, 2017).

Um resultado obtido ao longo da pesquisa foi em relação a concentração de empresas listadas na B3 com divulgação de informações no modelo do RI pertencente ao setor de energia elétrica e instituições financeiras (bancos). Um entendimento sobre tal fato refere-se a serem setores que contam com órgãos de regulação, que geralmente amplia e incentiva as empresas que são participantes a estes setores a divulgarem informações adicionais e com qualidade. A informação com qualidade é uma das expectativas do IIRC na proposta de vantagens em aplicar o RI. Além disso, foram observadas variações no índice de conformidade ao avaliar as empresas agrupadas nestes setores, indicando então que as companhias, de acordo com a atividade principal, podem se sentir mais motivadas a divulgar informações associadas a algum tipo de capital que considere como mais relevante para os usuários da informação.

Outra característica presente na amostra de pesquisa corresponde a classificação das empresas avaliadas serem listadas ou não em algum nível de governança corporativa especial da B3 (N1, N2, Novo Mercado). A maior parte da amostra pertence a algum dos níveis N1, N2, ou Novo Mercado da B3, estas empresas apresentaram médias maiores nos índices de conformidade dos capitais, quando comparadas as companhias no nível de governança corporativa de tradicional.

De modo geral os resultados encontrados evidenciam que as empresas estão atendendo aos pressupostos esperados no processo e divulgação do modelo RI. O atendimento não parece ser pleno a todas as regras estabelecidas, no entanto, isso também não era esperado, que as

diretrizes fossem atendidas em toda a sua totalidade. Essa “não conformidade” integral pode ser resultado do processo de divulgação das informações que é indicado pelo IIRC para que as empresas concentrem e divulguem informações caracterizadas como relevantes em seu modelo do RI. Mas pode-se dizer que as empresas estão atendendo a maior parte das características.

A questão do efeito na divulgação do RI pelas empresas para seu público de interesse informacional também foi atendida. Essa concordância pode ser alinhada a dois fatores, o primeiro deles refere-se a ter sido identificado efeito da divulgação no comportamento do mercado acionário, ao realizar o estudo de eventos e verificar que no segundo dia pós divulgação, o mercado apresenta uma reação que reflete no preço das ações negociadas. O segundo fator está associado ao processo de correlação identificado entre as informações divulgadas referente aos capitais e ao valor de mercado, o que também indica que, possivelmente, as informações divulgadas estão refletindo na precificação da empresa frente ao mercado.

Apoiando esse entendimento há a movimentação dos órgãos reguladores e normatizadores para que o RI tenha maior alcance, como por exemplo a inclusão da IIRC ao IFRS Foundation. Processos de discussão são realizados constantemente e com a participação de representantes de diferentes países e também de públicos que tenham interesse no RI, fazendo com que seu processo de elaboração e utilização seja mais acessível. Avaliando o contexto nacional, também há ações para ampliar e incentivar a divulgação de informações no modelo RI, como visto, a orientação técnica emitida pelo CPC (2020), obrigatoriedade de auditoria independente sobre o conteúdo do RI (CVM, 2020), e ainda o estímulo da B3 para que as companhias abertas utilizem o RI como modelo para divulgação de informações financeiras e não financeiras.

Ainda no cenário brasileiro, alguns setores específicos, como o de energia elétrica, regulamentado pela ANEEL, incentiva as empresas participantes a realizarem a divulgação de informações complementares, sugerindo entre os possíveis modelos para isso o RI. As companhias públicas, também é um exemplo de regulamentação para publicação de informações no modelo RI, nesse caso em específico as companhias estão obrigadas a elaborar o ‘Relatório de Gestão’ utilizando as diretrizes do IIRC, como especificado pela Normativa TCU 187/2020, nos relatórios do exercício de 2020.

Ao analisar os resultados obtidos por meio desta pesquisa deve-se considerar algumas limitações presentes neste estudo. A primeira delas está relacionada ao instrumento de conformidade, que foi elaborado observando o processo de divulgação de empresas com fins lucrativos, sendo necessário algumas adaptações em relação ao instrumento para aplicação em outros tipos de sociedades (por exemplo, ONGs, instituições sociais, instituições

governamentais). Outra possível limitação ao instrumento refere-se a sua aplicação para setores específicos, a definição das palavras-chave seguiu uma perspectiva genérica, podendo não abranger em sua totalidade conceitos e informações divulgadas que sejam específicas em algum tipo de setor.

Quanto à avaliação de quando ocorre o efeito da divulgação do RI no valor das ações das empresas, deve-se considerar o fato de que a técnica aplicada, estudo de eventos, não considera variáveis de controle em sua utilização, o que pode fazer com que outros fatores estejam atrelados à variação no preço da ação, mas não seja captado. Outro ponto está associado a data de divulgação do RI que pode ser próxima ou no mesmo dia da divulgação de outras demonstrações pela empresa, o que não permite afirmar que o efeito encontrado está associado apenas a divulgação do RI.

Os resultados encontrados pelo processo de avaliação multinível das informações de divulgação dos capitais sobre o valor de mercado têm como limitação o fato de a quantidade de empresas não ser suficiente para testar mais do que dois setores. Como o RI é divulgado de forma voluntária, também não foi possível avaliar períodos mais longos nas empresas, uma vez que muitas delas iniciaram a divulgação de informações neste modelo em períodos mais recentes.

O desenvolvimento desta pesquisa contribui para as pesquisas sobre RI fornecendo um instrumento de conformidade, validado teoricamente, que auxilia no processo de identificação de informações divulgadas pelas empresas no modelo do RI, podendo então avaliar o grau de atendimento dessas informações as diretrizes do IIRC (2013). Também foi possível observar que, após a primeira divulgação do RI, houve um efeito no mercado no segundo dia pós divulgação, identificando então que o modelo de divulgação promove informações úteis aos usuários destas informações. Os resultados ainda contribuem para o processo de discussão sobre o efeito do RI no valor de mercado de companhias que estão em processo de divulgação voluntária.

A partir dos estudos aqui realizados surgem também possibilidades de novas pesquisas a serem desenvolvidas. O instrumento de conformidade pode ser utilizado para avaliar empresas que fazem outros tipos de divulgação, que não seja o RI, e verificar se estas mesmas informações não estão presentes em outros modelos de relatórios. Considerando que o relatório não tem objetivo em substituir outros modelos, mas sim organizar as informações em uma estrutura que permita conhecer o processo de geração de valor (IIRC, 2013), estas informações podem estar presentes também em outros modelos de divulgação, como o relatório nas bases do GRI, ou nas Demonstrações Financeiras Padronizadas.

Pesquisas também podem ser desenvolvidas para avaliar o efeito da divulgação do RI para o comportamento do mercado acionário, após a primeira divulgação da empresa. Levando em consideração que conforme as empresas aumentem a frequência das divulgações, esse conjunto informacional possa aumentar a qualidade, essa expectativa por novas divulgações no modelo RI poderia ter um efeito diferente do segundo dia pós divulgação. Outra questão a ser investigada quanto ao comportamento do mercado com a divulgação do RI, seria avaliar o efeito no retorno anormal das ações após a obrigatoriedade da auditoria independente, implementada para relatórios a partir do exercício social de 2021 (CVM, 2020).

O mesmo contexto de avaliação sobre a obrigatoriedade de auditoria sobre as informações do RI, motiva o desenvolvimento de pesquisas avaliando o nível de conformidade das informações divulgadas as diretrizes estabelecidas pelo IIRC. Adicionando neste contexto o efeito da orientação técnica para elaboração do RI (CPC, 2020). Dessa forma, entende-se que as empresas possam apresentar maior interesse em cumprir todos os elementos sugeridos e consigam elaborar o RI de forma mais completa seguindo as orientações, para que tenham parecer favorável quanto ao conteúdo divulgado.

Como os resultados obtidos na avaliação do contexto brasileiro foi diferente de resultados alcançados em pesquisas que avaliaram empresas em outras localidades e mercados, é possível que outros contextos de divulgação apresentem resultados divergentes estes. Fatores culturais, mercado e desenvolvimento do mercado de capitais podem influenciar o efeito das informações divulgadas no valor de mercado das empresas. Nesse sentido, pesquisas que avaliem essas variáveis podem apresentar novas contribuições.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, C. A. The international integrated reporting council: a call to action. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 27, p. 23-28, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.001>
- ADAMS, C.; COULSON, A.; EMMELKAMP, T.; GREVELING, R., KLUTH, G.; NUGENT, M. Capitals Background Paper for <IR>. **The International Integrated Reporting Council**, 2013.
- ALVES, N. J. F.; KASSAI, J. R.; LUCAS, E. C. Evidências de criação de valor nos relatos integrados das empresas do Programa Piloto no Brasil. **Amazônia, Organizações e Sustentabilidade**, v. 6, n. 1, p. 155-178, 2017.
- 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. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00430-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00430-2)
- ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica. **Manual de Contabilidade do Setor Elétrico**. 2015.
- ANIFOWOSE, Mutalib; RASHID, Hafiz Majdi Abdul; ANNUAR, Hairul Azlan. Intellectual capital disclosure and corporate market value: does board diversity matter?. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1108/JAEE-06-2015-0048>
- ASSAF NETO. **Instituto Assaf Neto**. 2022. Disponível em: <https://www.institutoassaf.com.br/>. Acesso em: 18 mai. 2022.
- BABOUKARDOS, D.; RIMMEL, G. Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 4, p.437–452, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.04.004>
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of accounting research**, p. 159-178, 1968. DOI: <https://doi.org/10.2307/2490232>
- BANDEIRA, C. Z. R. MODELANDO DADOS DE CONTAGEM COM INFLAÇÃO DE ZEROS, SOBREDISPERSÃO E DEPENDÊNCIA ESPACIAL. 2015. (Dissertação de Mestrado em Matemática), Programa de Pós Graduação em Matemática, Universidade Federal do Amazonas, Manaus, Brasil. Disponível em <https://tede.ufam.edu.br/handle/tede/4643>. Acesso em 10 jun. 2022.
- BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. Trad. L. A. Reto e A. Pinheiro. São Paulo: Edições 70, 2016.
- BARTH, M. E.; CAHAN, S. F.; CHEN, L.; VENTER, E. R. The economic consequences associated with integrated report quality: capital market and real effects. **Accounting, Organizations and Society**, v. 62, p. 43-64, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.08.005>
- BARTH, Mary E.; LI, Ken; MCCLURE, Charles. Evolution in value relevance of accounting information. *SSRN*. 2017. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2933197>

BELFIORE, P. **Estatística aplicada a administração, contabilidade e economia com Excel e SPSS**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

BIDHARI, Sandhika C. et al. Effect of corporate social responsibility information disclosure on financial performance and firm value in banking industry listed at Indonesia stock exchange. **European Journal of Business and Management**, v. 5, n. 18, p. 39-46, 2013.

BRAGA; J. P. S.; OLIVEIRA, J. R.; SALOTTI, B. M. Determinantes do Nível de Divulgação Ambiental nas Demonstrações Contábeis de Empresas Brasileiras. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 3, n. 3, p. 81–95, 2009. DOI: <https://doi.org/10.9771/rcufba.v3i3.3819>

BRASIL. **Lei Nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm. Acesso em: 12 abr 2021.

BROWN, S.; WARNER, J. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, p. 205-208, 1980. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90002-1)

BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. Eficiência, previsibilidade dos preços e anomalias em mercados de capitais: teoria e evidências. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo: PPGA/FEA/USP, v. 1, n. 7, p. 71-85, 2º trim. 1998.

BRYANT-KUTCHER, Lisa; JONES, Denise A.; WIDENER, Sally K. Market valuation of intangible resources: The use of strategic human capital. In: **Advances in management accounting**. Emerald Group Publishing Limited, 2008. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1474-7871\(08\)17001-0](https://doi.org/10.1016/S1474-7871(08)17001-0)

BURREL, G.; MORGAN, G. **Sociological paradigms and organizational analysis**. London: Heinemann Educational Books, 1979.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Teoria e Evidência da Eficiência Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro. **Caderno de Pesquisa em Administração da FEA/USP**, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 41-55, 2003.

CAMILLERI, M. A. Theoretical insights on integrated reporting: The inclusion of non-financial capitals in corporate disclosures. **Corporate Communications: An International Journal**, v. 23, n. 4, p. 567-581, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1108/CCIJ-01-2018-0016>

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The Econometrics of Financial Markets**. Princeton University Press. Princeton: New Jersey, 1997. DOI: <https://doi.org/10.1515/9781400830213>

CAMPOS, L. C. **Escolaridade nas Organizações de Capital Aberto Brasileiras: uma relação com geração de riqueza e valor da empresa**. (Tese de doutorado – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UFU). 2022. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/35285>. Acesso em 02 jun. 2022.

CARDOSO, C.; SILVA, L. M.; SILVA, R. P. A. Relato integrado: Divulgação dos Capitais Humano e Financeiro em instituições bancárias sob a ótica da Teoria da Sinalização. In: Congresso Brasileiro de Custos, 24, 2017. **Anais ...** Florianópolis, SC, Brasil, 2017.

CARRAZANA, X. V. E.; MIRANDA, G.J. Prices of the shares in Brazilian agricultural sectors. **Dimensión Empresarial**, v.17, n.3, 2019. DOI:

<https://doi.org/10.15665/dem.v17i3.1665>. Disponível em:

<<http://dx.doi.org/10.15665/dem.v17i3.1665>>. Acesso em: 15 set. 2020.

CARRIERI, A. P.; LUZ, T. R. Paradigmas e metodologias: não existe pecado do lado de baixo do Equador. In: Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 20, 1998, Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998.

CARVALHO, L. N. G; KASSAI, J. R. Relato Integrado: A nova revolução contábil. **Revista Fipecafi**, v.1, p.20-34, 2014.

CASONATO, F.; FARNETI, F.; DUMAY, J. Social capital and integrated reporting: Losing legitimacy when reporting talk is not supported by actions. **Journal of Intellectual Capital**, v.20, n.1, 144-164, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1108/JIC-08-2018-0132>

CBARI – Comissão Brasileira de Acompanhamento o Relato Integrado. **Reunião da CBARI-dezembro de 2020**. 2020. Disponível em: <https://relatointegrado brasil.com.br/reuniao-da-cbari-dezembro-de-2020/>. Acesso em: 22 dez 2020.

CHAILALI, P. P.; JONES, M. J.. It's a matter of trust: Exploring the perceptions of Integrated Reporting preparers. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 48, p. 1-20, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2017.08.001>

CHENG, M.; GREEN, W.; CONRADIE, P.; KONISHI, N.; ROMI, A. The International Integrated Reporting Framework: Key Issues and Future Research Opportunities. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 25, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1111/jifm.12015>

CLARKSON, Peter M. et al. The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative?. **Journal of accounting and public policy**, v. 32, n. 5, p. 410-431, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.06.008>

COELHO, Fabiano Rodrigues. Seleção de modelos multiníveis para dados de avaliação educacional. 2017. (Dissertação de Mestrado em Matemática e Estatística), Programa de Pós Graduação em Estatística, Universidade Federal de São Carlos. Disponível em: <https://repositorio.ufscar.br/handle/ufscar/9429>. Acesso em 03 jun. 2022.

COHEN, J. R.; HOLDER-WEBB, L. L.; NATH, L.; WOOD, D. Corporate reporting of nonfinancial leading indicators of economic performance and sustainability. **Accounting Horizons**, v. 26, n. 1, p. 65-90, 2012. DOI: <https://doi.org/10.2308/acch-50073>

CORTESI, A.; VENA, L. Disclosure quality under Integrated Reporting: A value relevance approach. **Journal of Cleaner Production**, v. 220, p. 745-755, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.02.155>

COULSON, A. B.; ADAMS, C. A.; NUGENT, M. N.; HAYNES, K. Exploring metaphors of capitals and the framing of multiple capitals: Challenges and opportunities for < IR >. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v.6, n.3, 290-314, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2015-0032>

CPC -Comité de Pronunciamentos Contábeis. **ORIENTAÇÃO TÉCNICA CPC 09 - RELATO INTEGRADO**. Brasil, 19 jan. 2021. Disponível em <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Orientacoes/Orientacao?Id=122>. Acesso em 10 mar. 2021.

CROTTY, M. **The Foundations of Social Research. Meaning and perspective in the research process.** SAGE Publications Ltd. 1998.

CUNHA, J. V. A. **Doutores em Ciências Contábeis da FEA/USP: análise sob a óptica da teoria do capital humano.** 2007. (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis), Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, FEA/USP, São Paulo, Brasil. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-17102007-173046/publico/Tese_Jacqueline__17_09_07.pdf. Acesso em 18 fev. 2019.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 14, de 9 de dezembro de 2020 - Aprova a Orientação Técnica CPC 09 - Relato Integrado.** Disponível em: <<https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-cvm-n-14-de-9-de-dezembro-de-2020-293251550>>. Acesso em: 12 dez 2020.

DALKEY, N; HELMER, O. An Experimental Application of the Delphi Method to the Use of Experts. **Management Science**, v. 9, n. 3, abr. 1963. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.9.3.458>

DANTAS, J. M.; RIOS, R. P. Nível de divulgação das informações no Relato Integrado: Um estudo em empresas de celulose. **Revista Eletrônica Gestão e Negócios**, v. 1, 2016.

DELOITTE. **Guia de Demonstrações Financeiras Exercício de 2016: sua empresa atualizada com as regras contábeis brasileiras.** 2017. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/audit/Guia%202016.pdf>> Acesso em 16 abr 2018.

DESROCHES, C. Tyler. On the historical roots of natural capital in the writings of Carl Linnaeus. In: **Including a Symposium on Latin American Monetary Thought: Two Centuries in Search of Originality.** Emerald Publishing Limited, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1108/S0743-41542018000036C006>

DIAS, V. F. M.; MALAQUIAS, R. F. Corrupção e retorno de ações de empresas listadas na B3. **Brazilian Review of Finance** (online), v. 19, n.2, p.123-150, 2021. DOI: <https://doi.org/10.12660/rbfin.v19n2.2021.82780>

DIAZ, M. D. M. Efetividade no ensino superior brasileiro: aplicação de modelos multinível à análise de resultados do exame nacional de cursos. **Revista Economia**, v.8, n.01, p.93-120, jan/abr., 2007.

DILLING, Petra FA; CAYKOYLU, Sinan. Determinants of companies that disclose high-quality integrated reports. **Sustainability**, v. 11, n. 13, p. 3744, 2019. DOI: <https://doi.org/10.3390/su11133744>

DRAGU, I. M; TUDOR, A. T. The integrated reporting initiative from an institutional perspective: Emergent factors. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 92, p. 275-279, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.08.672>

DYE, R. An evaluation of “essays on disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v.32, 181-235, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)

DYE, R. Proprietary and Nonproprietary Disclosures. **The Journal of Business**, v. 59, n 2, p. 331-366, 1986. DOI: <https://doi.org/10.1086/296331>

ECCLES, R. G.; SPIESSHOFER, B. Integrated reporting for a re-imagined capitalism. **Harvard Business School General Management Unit Working Paper**. v. 25, 16-032, set. 2015. Disponível em: https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/16-032_3860cfaa-ebd3-4d7e-ac9a-53272ca8cc2d.pdf. Acesso em 29 abr. 2019.

Edelman. **It's NOT Only The Numbers: How Institutional Investors Use Non-Quantitative Information**. 2015. Disponível em: http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150611_Edelman-survey.pdf Acesso em 02 fev. 2022

EUGSTER, F.; WAGNER, A. F. Value reporting and firm performance, **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 40, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2020.100319>

EY. **Tomorrow's Investment Rules 2.0: Emerging risk and stranded assets have investors looking for more from nonfinancial reporting**. 2015. Disponível em: https://www.seg.org.pl/storage/uploads/1626257472_tomorrows_investment_rules_2.0_ey.pdf f. Acesso em 15 jun. 2022.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 383-417, 1991. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The Cross-Section of Expected Stock Returns. **The Journal of Finance**, v.47, n.2, 427-465, 1992. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>

FARNETI, F.; CASONATO, F.; MONTECALVO, M.; VILLIERS, C. The influence of integrated reporting and stakeholder information needs on the disclosure of social information in a state-owned enterprise. **Meditari Accountancy Research**, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1108/MEDAR-01-2019-0436>

FÁVERO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de Dados - Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FÁVERO, L. P. L.; CONFORTINI, D. Modelos multinível de coeficientes aleatórios e os efeitos firma, setor e tempo no mercado acionário Brasileiro. **Pesquisa Operacional**, v.30, n.3, 703-727, 2010. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-74382010000300011>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/pope/a/5FqmXZfgcfMWpyJZ8HvCVLq/?lang=pt>. Acesso em: 12 jun. 2022.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados**, 1, ed.- Rio de Janeiro: LTC, 2020

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2017

FLOWER, J. The international integrated reporting council: a story of failure. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 27, p. 1-17, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.002>

- FRANKEL, Richard; MCNICHOLS, Maureen; WILSON, G. Peter. Discretionary disclosure and external financing. **Accounting Review**, p. 135-150, 1995.
- FREITAS, Maria Rafaela Oliveira; SANTOS, Sandra Maria; CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Nível de abrangência da informação ambiental divulgada nos relatórios de sustentabilidade de empresas brasileiras com potencial de impacto ao meio ambiente. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 10, n. 3, 2019. DOI: <https://doi.org/10.5380/rcc.v10i3.64099>
- FRENCH, K. R.; ROLL, R. STOCK RFXURN VARIANCES The Arrival of Information and the Reaction of Traders. **Journal of Financial Economics**, v.17, p. 5-26, 1986. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90004-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90004-8)
- GARCIA, A.S.; CIASCA, D. N.; MARÇAL, A. S. V. Como o Relato Integrado vem sendo disseminado no contexto das Organizações Privadas e Públicas?. Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 19, 2019. **Anais...** São Paulo: USP, 2019.
- GELMAN, A. Multilevel (hierarchical) modeling: what it can and cannot do. **Technometrics**, v.48, 432-435, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1198/004017005000000661>
- GIOVINAZZO, R. A. Modelo de aplicação da Metodologia Delphi pela Internet – Vantagens e Ressalvas. **Administração On Line**, v.2, n.2, abr/jun. 2001.
- GREENWOOD, M. Stakeholder Engagement: Beyond the Myth of Corporate Responsibility. **Journal of Business Ethics**, v.74, p. 315-327, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9509-y>
- GRISHAM, T. The Delphi technique: a method for testing complex and multifaceted topics. **International Journal of Managing Projects Business**, v.2, n.1, p.112-130, 2009. DOI: <https://doi.org/10.1108/17538370910930545>
- GUIDRY, Ronald P.; PATTEN, Dennis M. Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research. In: **Accounting Forum**. No longer published by Elsevier, 2012. p. 81-90. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2012.03.002>
- HAJI, A.; ANIFOWOSE, M. Initial trends in corporate disclosures following the introduction of integrated reporting practice in South Africa. **Journal of Intellectual Capital**, v.18, n.2, p. 373-399, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1108/JIC-01-2016-0020>
- HALLER, A. Value Creation: A Core Concept of Integrated Reporting. In: **Integrated Reporting** (MIO, C. org). London: Palgrave Macmillan, 2016. DOI: https://doi.org/10.1057/978-1-137-55149-8_3
- HEALY, P. M; PALEPU, K. G, Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 405–440, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- HIGGINS, C.; STUBBS, W.; LOVE, T. Walking the talk (s): Organisational narratives of integrated reporting. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 27, n. 7, p. 1090-1119, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2013-1303>
- HIGUCHI, L. N.; CAMPOS JR, J. J. F.; KASSAI, J. R.; CARVALHO, L. N. G. Os princípios do integrated reporting presentes nas empresas da Carteira ISE. Centre for Social and Environmental Accounting Research – CSEAR, 4, 2015. **Anais...** São Paulo, 2015

HIRSCHEY, M.; RICHARDSON, V. J.; SCHOLZ, S. Value relevance of nonfinancial information: The case of patent data. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v.17, n.3, 223-235, 2001. DOI: <https://doi.org/10.1023/A:1012223625399>

HOMERO JUNIOR, P. F. Pesquisa ou Propaganda? Análise da Literatura Acadêmica Brasileira sobre o Relato Integrado. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 14, n. 1, p. 18–31, 2019. DOI: https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v0i0.14550

IDSAs - Institute of Directors in Southern Africa. **King Report on Governance for South Africa 2009**. 2009. Disponível em: < <https://www.iodsa.co.za/page/kingIII> >. Acesso em 07 set 2018.

IFRS – International Financial Reporting Standards. **Integrated Reporting—articulating a future path**. 2022. Disponível em: <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2022/05/integrated-reporting-articulating-a-future-path/>. Acesso em 28 mai. 2022.

IIRC – International Integrated Reporting Council. **Brasil é prioridade para adoção de Relato Integrado**. 2019. Disponível em <https://cfc.org.br/noticias/brasil-e-prioridade-para-adoacao-de-relato-integrado/>. Acesso em: 07 ago. 2019.

IIRC – International Integrated Reporting Council. **Creating Value: CFO Leadership in <IR>**. 2017. Disponível em: <https://integratedreporting.org/resource/creating-value-board/>. Acesso em 21 fev. 2018.

IIRC – International Integrated Reporting Council. **Criação de valor: O Relato Integrado <IR> e seus benefícios para o investidor**. 2016b. Disponível em: < http://relatointegradobrasil.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=55231&conta=28&id=223405 >. Acessado em: 12 dez. 2018.

IIRC – International Integrated Reporting Council. **Dialogue for longer-term value creation**. 2016a. Disponível em: <<https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2016/12/ICGN-and-IIRC-joint-statement-Dec-2016.pdf>>. Acessado em: 25 abr. 2018

IIRC – International Integrated Reporting Council. **Examples Database**. 2018. Disponível em: <http://examples.integratedreporting.org/reporters?start=A&page=1>. Acesso em: 07 set 2018.

IIRC – International Integrated Reporting Council. **Integrated Reporting Framework – January 2021**. 2021. Disponível em: < <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2021/01/InternationalIntegratedReportingFramework.pdf> > Acesso em: 31 mar 2021.

IIRC – International Integrated Reporting Council. **Integrated Reporting Framework**. 2013. Disponível em: < <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf> > Acesso em: 16 abr 2018.

IIRC – International Integrated Reporting Council. **Materiality in <IR>: Guidance for the preparation of integrated reports**. 2015. Disponível em: https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/11/1315_MaterialityinIR_Doc_4a_Interactive.pdf. Acesso em 20 jul. 2019.

IIRC – International Integrated Reporting Council. **Resposta à Audiência Pública da IFRS Foundation**. Disponível em <https://relatointegradobrasil.com.br/resposta-a-audiencia-publica-da-ifrs-foundation/>. Acesso em: 04 jan. 2021.

- IIRC – International Integrated Reporting Council. The Trustees of the IFRS Foundation and the Board of Directors of the Value Reporting Foundation (VRF) have voted to approve the consolidation of the VRF into the IFRS Foundation, effective 1 July 2022. **Value Reporting Foundation News – Press Release**. 2022. Disponível em <https://www.valuereportingfoundation.org/news/ifrs-foundation-and-value-reporting-foundation-vote-to-approve-consolidation-from-1-july/>. Acesso em 30 jun. 2022.
- JAMES, G.; WITTEN, D.; HASTIE, T.; TIBSHIRANI, R. **An introduction to statistical learning: with applications in R**. New York: Springer, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1007/978-1-4614-7138-7>
- JENSEN, J. C.; BERG, N. Determinants of traditional sustainability reporting versus integrated reporting. An institutionalist approach. **Business Strategy and the Environment**, v. 21, n. 5, p. 299-316, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1002/bse.740>
- KAHNEMAN, D; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-292, 1979. DOI: <https://doi.org/10.2307/1914185>
- KASSAI, J.R.; CARVALHO, L. N. Relato Integrado: a próxima revolução contábil. Encontro Internacional sobre Gestão Empresarial e Meio Ambiente, 15, 2013. **Anais...** São Paulo, 2013.
- KUSSABA, C. T. **Análise dos elementos de conteúdo do relato integrado: Itaú Unibanco e Natura-2013 e 2014**. 2015. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo.
- KUTNER, M. H. et al. **Applied linear models**. 5th ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2005.
- LAI, A.; MELLONI, G.; STACCHEZZINI, R. Integrated reporting and narrative accountability: The role of preparers. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 31, n. 5, p. 1381-1405, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2016-2674>
- LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n2, p.385-420, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>
- LANDAU, A.; ROCHELL, J.; KLEIN, C.; ZWERGEL, B. Integrated reporting of environmental, social, and governance and financial data: Does the market value integrated reports?, **Business Strategy and the Environment**, v. 29, n. 4, p. 1750–1763, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1002/bse.2467>
- LEE, K. W.; YEO, G. H. H. The association between integrated reporting and firm valuation. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v.47, p.1221-1250, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11156-015-0536-y>
- LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of accounting research**, p. 91-124, 2000. DOI: <https://doi.org/10.2307/2672910>
- LIMA, D. H. S., RODRIGUES, J. M., SILVA, C. A. T., SILVA, J. D. G. Impacto do Nível de Evidenciação de Informações Contábeis sobre a Precificação de Ações no Contexto de Seleção Adversa: uma pesquisa experimental. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v.14, n.43, p.159-175, 2012.
- LINSTONE, H.; TUROFF. M. **The Delphi Method Techniques and Applications**. Addison-Wesley Educational Publishers Inc (reimpressão). (Obra original publicada em

1975), 2002. Disponível em <https://web.njit.edu/~turoff/pubs/delphibook/index.html>. Acesso em 12 abr. 2019.

LOCATELLI, Octavio; NOSSA, Valcemiro; FERREIRA, Felipe Ramos. Impacto da evidenciação de informações no valor das ações das sociedades de economia mista. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 14, p. e168631-e168631, 2020. DOI: <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2020.168631>

LOUGHRAN, Tim; MCDONALD, Bill. Textual analysis in accounting and finance: A survey. **Journal of Accounting Research**, v. 54, n. 4, p. 1187-1230, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12123>

MACKINLAY, A. C. Event studies in economic and finance. **Journal of Economic Literature**, n.35, p. 13-39, 1997.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, p. 65-79, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000400006>

MANTOVANI, F. R.; JAEL, A.; LEE, A.; BEZERRA, I.; SANTOS, R. B. Relato Integrado: Uma análise da evidenciação dos capitais de uma empresa brasileira de grande porte. **Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)**, v. 4, n. 1, p. 30-45, 2017.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **Journal of Finance**, v. 7, p. 71-91. 1952. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>

MARQUES, J. B. V. FREITAS, D. Método DELPHI: caracterização e potencialidades na pesquisa em Educação. **Pro-Posições**, v.29, n.2, 389-415, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1590/1980-6248-2015-0140>

MARTINEZ, C. R. Effects of Integrated Reporting on the Firm's Value: Evidence from Voluntary Adopters of the IIRC's Framework. **SSRN Electronic Journal**, 2016. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2876145>

MARTINI, Silvio Bianchi et al. Relational capital disclosure, corporate reporting and company performance: Evidence from Europe. **Journal of Intellectual capital**, 2016.

MARTINO, J. P. **Technological forecasting for decision making**. 3. ed. New York: Mc Graw-Hill Inc., 1993.

MARTINS, G. A.; DONAIRE, D. **Princípios da estatística: 900 exercícios resolvidos e propostos**. São Paulo: Atlas, 2004.

MARTINS, G. A; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 3 ed. São Paulo: Grupo Gen – Atlas, 2016.

MATSUMURA, Ella Mae; PRAKASH, Rachna; VERA-MUNOZ, Sandra C. Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures. **The accounting review**, v. 89, n. 2, p. 695-724, 2014. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr-50629>

MCELREATH, R. **Statistical rethinking: A Bayesian course with examples in R and Stan**. 2 ed. Chapman and Hall/CRC, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1201/9780429029608>

- MELLONI, G.; CAGLIO, A.; PEREGO, P. Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 36, n. 3, p. 220-238, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2017.03.001>
- MIRANDA, G. J.; NOVA, S. P. C. C.; CORNACHIONE JR., E. B. Uma aplicação da técnica Delphi no mapeamento das dimensões das qualificações docentes na área contábil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v.8, n.2, 2014. DOI: <https://doi.org/10.17524/repec.v8i2.1009>
- MIRANDA, G.J. **Relações entre as qualificações do professor e o desempenho discente nos cursos de graduação em Contabilidade no Brasil**. 2011. (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis), Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, FEA/USP, São Paulo, Brasil, 2011.
- MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Discretionary based disclosure: evidence from the Brazilian market. **BAR - Brazilian Administration Review**, v.9, p.88-109, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1807-76922012000100006>
- NEEDLES JR, B. E.; FRIGO, M. L.; POWERS, M.; SHIGAEV, A. Integrated reporting and sustainability reporting: An exploratory study of high performance companies. In: **Performance measurement and management control: Contemporary issues**. Emerald Group Publishing Limited, p. 41-81, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1108/S1479-351220160000031019>
- ORENS, Raf; AERTS, Walter; LYBAERT, Nadine. Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value. **Management Decision**, 2009. DOI: <https://doi.org/10.1108/00251740911004673>
- OSBORNE, C. S.; RATCLIFFE, M.; MILLAR, R.; DUSCHL, R. What “Ideas-about-Science” should be taught in school science? A Delphi study of the expert community. **Journal of Research in science teaching**, v.40, n.7, 692-720, 2003. DOI: <https://doi.org/10.1002/tea.10105>
- PAVLOPOULOS, A.; MAGNIS, C.; IATRIDIS, G. E. Integrated reporting: An accounting disclosure tool for high quality financial reporting. **Research in International Business and Fina**, v.49 p. 13-40, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.02.007>
- PLUMLEE, M.; BROWN, D.; HAYES, R. M.; MARSHALL, R. S. Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 34, n. 4, p. 336-361, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- POWELL, C. The Delphi technique: myths and realities. **Journal of Advanced Nursing**, v.41, n.4, 376-382, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1046/j.1365-2648.2003.02537.x>
- PRINCETON UNIVIRSITY. **Event studies with Stata**. 2008. Disponível em: <https://dss.princeton.edu/online_help/stats_packages/stata/eventstudy.html> Acessado em: 16 out. 2021.
- R CORE TEAM. **R: A language and environment for statistical computing**. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria, 2022. Disponível em: <https://www.R-project.org/>. Acesso em 30 jun. 2022.
- RAMEZANI, Cyrus A.; SOENEN, Luc; JUNG, Alan. Growth, corporate profitability, and value creation. **Financial Analysts Journal**, v. 58, n. 6, p. 56-67, 2002. DOI: <https://doi.org/10.2469/faj.v58.n6.2486>

RODRIGUES, M. A.; MORAIS, A. I.; CUNHA, J. V. Integrated Reporting <IR>: O novo paradigma em Corporate Reporting. **Revisores e Auditores**. jan./mar. 2016

ROMOLINI, A.; FISSI, S.; GORI, E.. Exploring Integrated Reporting Research: Results and Perspectives. **International Journal of Accounting and Financial Reporting**, v. 7, n. 1, p. 32-59, 2017. DOI: <https://doi.org/10.5296/ijafr.v7i1.10630>

ROZADOS, H. F. O uso da técnica Delphi como alternativa metodológica para a área da Ciência da Informação. **Em Questão**, v.21, n.3, 64-86, 2015. DOI: <https://doi.org/10.19132/1808-5245213.64-86>

RUFINO, M. A.; MONTE, P. A. Fatores que Explicam a Divulgação Voluntária das 100 Empresas com Ações Mais Negociadas na BM&FBOVESPA. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 9, n. 3, 2015. DOI: https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v9i3.13332

SALDAÑA, J. **The coding manual for qualitative researchers**. London: Sage, 2013.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, 2005. DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2005.2.1.4>

SALVI, Antonio et al. Intellectual capital disclosure in integrated reports: The effect on firm value. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 160, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120228>

SANTIS, S.; BIANCHI, M.; INCOLLINGO, A.; BISOGNO, M. Disclosure of Intellectual Capital Components in Integrated Reporting: An Empirical Analysis. **Sustainability**, v.11, n.62, 2019. DOI: <https://doi.org/10.3390/su11010062>

SANTOS, C. K. S.; MIRANDA, G. J. Framework para avaliação do conteúdo informacional do Relato Integrado: uma proposta baseada na Técnica Delphi. In: USP Internacional Conference In Accounting, 21, 2021. **Anais...** São Paulo, 2021.

SANTOS, C. K. S.; MIRANDA, G. J.; MAMEDE, S. P. N. Relato Integrado e Valor de Mercado: avaliação no retorno das companhias em sua primeira divulgação. In: Congresso UFU de Contabilidade, 4, 2021. **Anais...** Uberlândia, 2021.

SARLO NETO, A.; TEIXEIRA, A. J. C.; LOSS, L.; LOPES, A. B. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, n. 37, p. 46 – 58, 2005. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772005000100004>

SERAFEIM, G. Integrated Reporting and Investor Clientele. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 27, n. 2, p.34-21, spring, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1111/jacf.12116>

SHARPE, W. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>

SILVA, Andre Luiz Carvalhal. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, 2004.

SLEWINSKI, E.; CAMACHO, R. R.; SANCHES, S. L. R. Análise Bibliométrica e Paradigmática da Produção Científica sobre Relato Integrado nos Periódicos Internacionais de

Contabilidade. Congresso Usp de Controladoria e Contabilidade, 15, 2015. **Anais...** São Paulo:USP, 2015.

SOUSA, C. B., SILVA, A. F., RIBEIRO, M. S., WEFFORT, E. F. J. Valor de mercado e disclosure voluntário: Estudo empírico em companhias listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, v.6, n.2, p.94-115, 2014.

TAMHANE, A. C.; DUNLOP D. D. **Statistics and Data Analysis: from elementary to intermediate**. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 2000.

THOMSON, I. 'But does sustainability need capitalism or an integrated report?' a commentary on 'The International Integrated Reporting Council: A story of failure' by Flower, J. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 27, p. 18-22, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.003>

UYAR, Ali; KILIÇ, Merve. Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. **Journal of Intellectual Capital**, v. 13, n. 3, p. 363-376, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691931211248918>

VASCONCELOS, S. R. M.; SABES, S. F.; ROBLES JUNIOR, A. Divulgação do Relato Integrado pelas empresas listadas no Bovespa em 2015. **Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis e Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos da FEA – REDECA**, v.2, n.1, p.116-133, 2015.

VELTRI, S.; SILVESTRI, A. The value relevance of corporate financial and nonfinancial information provided by the integrated report: A systematic review. **Business Strategy and the Environment**, p.1-17, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1002/bse.2556>

VERRECCHIA, R. E. Discretionary Disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, n 5, p. 179-194, 1983. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v.32, 97-180, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

VILLIERS, C.; RINALDI, L.; UNERMAN, J. Integrated reporting: Insights, gaps and an agenda for future research. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 27, n. 7, p. 1042-1067, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1108/AAAJ-06-2014-1736>

VILLIERS, C.; VENTER, E. R.; HSIAO, P. K. Integrated reporting: background, measurement issues, approaches and an agenda for future research. **Accounting & Finance**, v. 57, n. 4, p. 937-959, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1111/acfi.12246>

VITOLLA, Filippo et al. The role of board of directors in intellectual capital disclosure after the advent of integrated reporting. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 5, p. 2188-2200, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1002/csr.1957>

WEST, B.T.; WELCH, K.B.; GALECKI, A.T. **A practical guide using statistical software**. Florida: Chapman Hall /CRC Press, 2007.

YANG, Y. The value-relevance of nonfinancial information: The biotechnology industry. **Advances in Accounting**, v.23, 287-314, 2008. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0882-6110\(07\)23011-1](https://doi.org/10.1016/S0882-6110(07)23011-1)

YOUSUF, M. I. Using experts' opinions through Delphi technique. **Practical Assessment, Research & Evaluation**, v.12, n.4, 1-9, 2007.

ZHANG, Q.; FUNG, H. China's social capital and financial performance of private enterprises. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v.13, n.2, 198-207, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1108/14626000610665908>

ZHOU, S. **The Capital Market Benefits of Integrated Reporting (<IR>): Evidence from Adoption of <IR> in South Africa**. 2014. (Tese de Doutorado na School of Accounting UNSW Business School). Disponível em: <http://unsworks.unsw.edu.au/fapi/datastream/unsworks:13398/SOURCE02?view=true>. Acesso em 16 fev. 2019.

ZHOU, S.; SIMNETT, R.; GREEN, W. Does integrated reporting matter to the capital market? **Abacus**, v.53, p. 94-13, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1111/abac.12104>

APÊNDICES

Apêndice A – Instrumento preliminar de coleta com a composição dos tipos de capitais, elemento teórico e palavras-chave

Capital Humano: competências, capacidades e experiência das pessoas e suas motivações para inovar, incluindo:	
Elementos Teóricos	Palavras-chave
alinhamento e apoio à estrutura de governança de uma organização e à abordagem de gerenciamento de risco, e valores éticos como o reconhecimento de direitos humanos	alinhamento e apoio à estrutura de governança (governança; governança corporativa)
	abordagem de gerenciamento de risco (gerenciamento de riscos; monitoramento dos riscos; gestão de riscos;)
	valores éticos (código de ética; ética empresarial)
capacidade de compreender, desenvolver e implementar a estratégia de uma organização	capacidade de compreender a estratégia de uma organização
	capacidade de desenvolver a estratégia de uma organização
	capacidade de implementar a estratégia de uma organização
lealdades e motivações para melhorar processos, bens e serviços, incluindo sua capacidade de liderar, gerenciar e colaborar.	ações para lealdade e motivações para melhorar processos, bens e serviços
	capacidade do colaborador para liderar (liderança)
	capacidade do colaborador para gerenciar
	capacidade do colaborador para colaborar (autonomia)
Aspectos associados ao bem-estar do profissional	Aspectos sobre o bem-estar do profissional: remuneração (remuneração; participação nos resultados)
	Aspectos sobre o bem-estar do profissional: seguro saúde
Segurança das empresas (medidas aplicadas ou implementadas)	(Segurança; EPI)
Experiência média profissional, diferencial da força de trabalho, equidade entre funcionários (gênero, etnia, idade, religião)	diferencial da força de trabalho (diversidades)
	equidade entre funcionários: gênero (equidade de gênero; igualdade de gênero)
	equidade entre funcionários: etnia
	equidade entre funcionários: idade
Treinamento e desenvolvimento (programa de qualificação e plano de carreira)	treinamento e desenvolvimento: programa de qualificação (desenvolvimento profissional; treinamento; capacitação)
	treinamento e desenvolvimento: plano de carreira (planos de carreira; modelos de trabalho)
Capital Intelectual: Tratado como itens organizacionais, como conhecimento e intangíveis	
Elementos Teóricos	Palavras-chave
Propriedade intelectual (patentes, direitos autorais, softwares, direitos e licenças)	Propriedade intelectual: patentes (patente)
	Propriedade intelectual: direitos autorais
	Propriedade intelectual: software (digital; inteligência artificial)
	Propriedade intelectual: licenças
Capital organizacional (conhecimento tácito, procedimentos e protocolos)	Capital organizacional: Rotinas organizacionais (processamentos)
	Capital organizacional: Conhecimento Construído (inovações; criação de conhecimento; multiplicadores)
	Capital organizacional: Protocolos de operação (resultados; forma de operação)
Intangível (associado a marca ou reputação desenvolvida pela própria organização)	Intangível: marca (unidades de negócio)
	Intangível: reputação

Capital Manufaturado	
Elementos Teóricos	Palavras-chave
Elementos fabricados e disponíveis para na organização para produção de bens ou prestação de serviços	Produção
	Prestação de serviços
Edifícios, equipamentos e infraestrutura (estradas, portos, pontes, estações de tratamentos)	Edifícios (prédios; escritórios; agências; terminal; imóvel; fábrica; unidades industriais; indústrias; unidades comerciais; usinas)
	Equipamentos (maquinários;)
	Infraestrutura: estradas (vias de rodagem; rodovias; ferrovias;)
	Infraestrutura: portos (terminais portuários)
	Infraestrutura: pontes
	Infraestrutura: estações de tratamentos
Capital Social e de Relacionamento: Relacionamento estabelecido entre cada comunidade ou grupo de interesse (compartilhamento de informações) para melhorar o bem-estar individual e coletivo	
Elementos Teóricos	Palavras-chave
Compartilhamento de normas, valores e comportamentos em comum	Redes de compartilhamento
Esforços para construir e manter uma relação de confiança (clientes, fornecedores, parceiros de negócios e outras partes interessadas externas)	Relação: Clientes
	Relação: Fornecedores
	Relação: Parceiros de negócios
	Relação: Sócios (Acionistas)
	Relação: partes interessadas
	Redes sociais
"licença social" para operações	licença social
Impacto social das operações	Impacto social (efeito social)
Capital Natural	
Elementos Teóricos	Palavras-chave
Recursos naturais renováveis ou não renováveis que suportam as operações atuais e futuras da organização	Recursos Naturais: Recursos renováveis (renováveis; fontes renováveis; renovável)
	Recursos Naturais: Recursos não renováveis (fontes não renováveis; não renovável)
Elementos: ar, água, terra, minerais, florestais	Elementos: ar
	Elementos: água
	Elementos: terra (solo)
	Elementos: minerais (minério)
	Elementos: florestais (florestas)
Saúde do ecossistema e biodiversidade	Qualidade do ecossistema (ecossistema)
	Biodiversidade
Capital Financeiro: Fundo de recursos monetários disponíveis a empresa	
Elementos Teóricos	Palavras-chave
Conjunto de recursos disponíveis na organização para produção de bens ou prestação de serviços	Capital de giro (capital financeiro)
	Crédito (crédito obtido)
Pode ser obtido por meio de financiamentos, empréstimos, doações, gerados por operações e investimentos	Obtenção: financiamento (financiamentos)
	Obtenção: empréstimos (empréstimo)
	Obtenção: doação (doações)
	Obtenção: gerado por operações (receita; receitas)
	Obtenção: investimento (investimentos; investimento recebido)

Nota: o texto destacado em vermelho, refere-se as palavras-chave que foram selecionados para identificar as informações correspondente aos elementos que eles representam.

Apêndice B – Modelo do instrumento de conformidade apresentado aos especialistas na primeira rodada da técnica *Delphi*

Capital Humano	
	Sobre " alinhamento e apoio à estrutura de governança de uma organização e à abordagem de gerenciamento de risco, e valores éticos " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Estrutura de Governança (Governança; Governança corporativa).
	Riscos (Gerenciamento de riscos, Monitoramento de riscos, Gestão de risco)
	Valores éticos (Código de ética, Ética empresarial.)
	Sobre a " capacidade de compreender, desenvolver e implementar a estratégia de uma organização " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação
	Compreender (Compreensão estratégica)
	Desenvolver estratégia (Desenvolvimento estratégico)
	Implementar estratégia (Implementação estratégica)
	Sobre " lealdades e motivações para melhorar processos, bens e serviços, incluindo sua capacidade de liderar, gerenciar e colaborar " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Lealdade
	Ações para melhoria
	Colaborar (Colaboração)
	Liderar (Liderança, Capacidade de liderança)
	Gerenciar (Capacidade de gerenciar)
	Autonomia
	Sobre " aspectos associados ao bem-estar do profissional " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Remuneração
	Participação nos resultados
	Seguro saúde
	Sobre " segurança das empresas (medidas aplicadas ou implementadas) " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Segurança
	Equipamento de proteção (EPI)
	Sobre " experiência média profissional, diferencial da força de trabalho, equidade entre funcionários (gênero, etnia, idade, religião) " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Diversidade
	Gênero (Igualdade de gênero, Equidade de gênero)
	Etnia
	Idade
	Religião (Crença)
	Sobre " treinamento e desenvolvimento " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Desenvolvimento profissional (Qualificação, Treinamento, Capacitação)
	Plano de carreira (Carreira)
	Modelos de trabalho
Capital Intelectual	
	Sobre " propriedade intelectual (patentes, direitos autorais, softwares, direitos e licenças) " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Patente (Direitos autorais)
	Digital (Software, Inteligência artificial)
	Licença
	Sobre " capital organizacional (conhecimento tácito, procedimentos e protocolos) " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Rotinas Organizacionais (Processamentos, Protocolos, Resultados, Formas de operação)
	Inovações (Conhecimento construído, Criação de conhecimento)
Capital Manufaturado	

	Sobre " capital manufaturado que é utilizado na produção de bens ou prestação de serviços " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Produção
	Prestação de serviço
	Sobre " edifícios, equipamentos e infraestrutura " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Edifício (Escritórios, Imóvel, Agência)
	Equipamentos (Maquinários)
	Fábrica
	Usinas
	Estrada (Vias de rodagem, Rodovias, Ferrovias, Pontes)
	Porto (Terminais portuários)
	Estação de tratamento
Capital Social e de Relacionamento	
	Sobre " compartilhamento de normas, valores e comportamentos em comum " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Redes de compartilhamento
	Sobre " esforços para construir e manter uma relação de confiança com as principais partes relacionadas " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Clientes
	Fornecedores
	Partes interessadas (Parceiros de negócio, Sócios, Acionistas, Investidores)
	Redes Sociais (comunicação)
	Sobre " licença social para operações " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Licença social
	Impacto social
	Projeto social
	Efeito social
	Sobre " Intangível (associado a marca ou reputação desenvolvida pela própria organização) " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Marca
	Unidade de negócio
	Reputação
Capital Natural	
	Sobre " os recursos ambientais renováveis e não renováveis " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Recursos (Recursos renováveis; Fontes renováveis, Renovável; Recursos não renováveis; Fontes não renováveis, Não renováveis).
	Sobre " elementos como ar, água, terra, minerais, florestais " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Ar
	Água
	Terra (Solo)
	Minerais (Minério)
	Florestas
	Sobre " Biodiversidade e qualidade do ecossistema " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Biodiversidade
	Qualidade do ecossistema (Ecossistema)
Capital Financeiro	
	Sobre " os recursos disponíveis na organização para ser utilizado na produção de bens ou prestação de serviço " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Capital de giro (Capital financeiro)
	Crédito (Crédito obtido)

Sobre recursos " obtidos por meio de financiamentos, ou subvenções, ou gerados por meio de investimentos " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.	
<input type="checkbox"/>	Financiamento
<input type="checkbox"/>	Empréstimo
<input type="checkbox"/>	Doações
<input type="checkbox"/>	Receita
<input type="checkbox"/>	Subvenção
<input type="checkbox"/>	Investimento recebido

Apêndice C – Instrumento final para análise de conteúdo no RI

Capital Humano	
	Sobre " alinhamento e apoio à estrutura de governança de uma organização e à abordagem de gerenciamento de risco, e valores éticos " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Estrutura de Governança (Governança; Governança corporativa).
	Riscos (Gerenciamento de riscos, Monitoramento de riscos, Gestão de risco)
	Valores éticos (Código de ética, Ética empresarial.)
	Sobre a " capacidade de compreender, desenvolver e implementar a estratégia de uma organização " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação
	Compreender (Compreensão estratégica)
	Desenvolver estratégia (Desenvolvimento estratégico)
	Implementar estratégia (Implementação estratégica)
	Sobre " lealdades e motivações para melhorar processos, bens e serviços, incluindo sua capacidade de liderar, gerenciar e colaborar " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Lealdade
	Ações para melhoria
	Colaborar (Colaboração)
	Liderar (Liderança, Capacidade de liderança)
	Gerenciar (Capacidade de gerenciar)
	Autonomia
	Sobre " aspectos associados ao bem-estar do profissional " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Remuneração
	Participação nos resultados
	Seguro saúde
	Sobre " segurança das empresas (medidas aplicadas ou implementadas) " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Segurança
	Equipamento de proteção (EPI)
	Sobre " experiência média profissional, diferencial da força de trabalho, equidade entre funcionários (gênero, etnia, idade, religião) " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Diversidade
	Gênero (Igualdade de gênero, Equidade de gênero)
	Etnia
	Idade
	Sobre " treinamento e desenvolvimento " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Desenvolvimento profissional (Qualificação, Treinamento, Capacitação)
	Plano de carreira (Carreira)
	Modelos de trabalho
Capital Intelectual	
	Sobre " propriedade intelectual (patentes, direitos autorais, softwares, direitos e licenças) " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Patente (Direitos autorais)
	Digital (Software, Inteligência artificial)
	Licença
	Sobre " capital organizacional (conhecimento tácito, procedimentos e protocolos) " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Rotinas Organizacionais (Processamentos, Protocolos, Resultados, Formas de operação, Cultura organizacional)
	Inovações (Conhecimento construído, Criação de conhecimento)

	Sobre " Intangível (associado a marca ou reputação desenvolvida pela própria organização) " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Marca
	Unidade de negócio
	Reputação
Capital Manufaturado	
	Sobre " capital manufaturado que é utilizado na produção de bens ou prestação de serviços " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Produção
	Prestação de serviço
	Sobre " edifícios, equipamentos e infraestrutura " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Edifício (Escritórios, Imóvel, Agência)
	Equipamentos (Maquinários)
	Fábrica
	Usinas
	Estrada (Vias de rodagem, Rodovias, Ferrovias, Pontes)
	Porto (Terminais portuários)
	Estação de tratamento
Capital Social e de Relacionamento	
	Sobre " compartilhamento de normas, valores e comportamentos em comum " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Redes de compartilhamento
	Sobre " esforços para construir e manter uma relação de confiança com as principais partes relacionadas " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Clientes
	Fornecedores
	Partes interessadas (Parceiros de negócio, Sócios, Acionistas, Investidores)
	Redes Sociais (comunicação)
	Sobre " licença social para operações " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Licença social
	Impacto social (qualidade de vida, educação)
	Projeto social (ações sociais)
	Efeito social
Capital Natural	
	Sobre " os recursos ambientais renováveis e não renováveis " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Recursos (Recursos renováveis; Fontes renováveis, Renovável; Recursos não renováveis; Fontes não renováveis, Não renováveis).
	Sobre " elementos como ar, água, terra, minerais, florestais " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Ar
	Água
	Terra (Solo)
	Minerais (Minério)
	Florestas (reservas)
	Sobre " Biodiversidade e qualidade do ecossistema " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Biodiversidade
	Qualidade do ecossistema (Ecossistema)
Capital Financeiro	
	Sobre " os recursos disponíveis na organização para ser utilizado na produção de bens ou prestação de serviço " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.
	Capital de giro (Capital financeiro)
	Crédito (Crédito obtido)

Sobre recursos " obtidos por meio de financiamentos, ou subvenções, ou gerados por meio de investimentos " divulgadas no relato integrado, indique o quanto os termos abaixo são adequados para captar tal informação.	
<input type="checkbox"/>	Financiamento
<input type="checkbox"/>	Empréstimo
<input type="checkbox"/>	Doações
<input type="checkbox"/>	Receita
<input type="checkbox"/>	Subvenção
<input type="checkbox"/>	Investimento recebido

Apêndice D – Composição da amostra – estudo de eventos: empresa, ano de referência, fonte da informação.

ID	Nome	Ano	ID	Nome	Ano
1	AeS Tiete Energia S.A.	2014	29	Itaú Unibanco Holding S.A.	2013
2	B2W - Companhia Digital*	2017	30	Itausa Investimentos Itaú S.A.	2017
3	Bco Amazonia S.A.*	2018	31	Light S.A.*	2013
4	Bco Bradesco S.A.	2014	32	Lojas Americanas S.A.	2017
5	Bco Brasil S.A.*	2014	33	Lojas Renner S.A.*	2015
6	Bco Santander (Brasil) S.A.	2014	34	M.Dias Branco S.A.*	2014
7	Braskem S.A.	2018	35	Magazine Luiza S.A.*	2013
8	BRF S.A.*	2014	36	Metalúrgica Gerdau S.A.	2016
9	CCR S.A.*	2012	37	Natura &Co Holding S.A.*	2011
10	Centrais Elet Bras S.A. – Eletrobras	2017	38	Petrobras Distribuidora S/A *	2012
11	Centrais Elet de Santa Catarina S.A.	2016	39	SLC Agrícola S.A.*	2018
12	Cia Brasileira De Distribuição	2017	40	Suzano S.A.	2014
13	Cia Energética De Minas Gerais - Cemig	2014	41	Telefônica Brasil S.A.	2015
14	Cia Energética Do Ceara – Coelce	2016	42	TOTVS S.A.*	2015
15	Cia Paranaense De Energia – Copel*	2014	43	Ultrapar Participações S.A.*	2019
16	Cia Saneamento Do Paraná - Sanepar	2015	44	Arezzo Indústria e Com S.A.*	2018
17	Cia Siderúrgica Nacional*	2017	45	Azul S.A.	2019
18	CPFL Energia S.A.*	2013	46	Banestes S.A. - Bco Est Espírito Santo	2017
19	CSU Cardsystem S.A.*	2016	47	Cia Hering *	2019
20	CTEEP - Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista	2017	48	Cogna Educação S.A.*	2019
21	Duratex S.A.*	2014	49	Emae - Empresa Metrop.Aguas Energia S.A.	2019
22	Ecorodovias Concessões Serviços S.A.*	2014	50	Kepler Weber S.A.*	2019
23	EDP - Energias Do Brasil S.A.*	2016	51	Movida Participações S.A.*	2019
24	Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A.	2012	52	Odontoprev S.A.*	2019
25	Engie Brasil Energia S.A.*	2012	53	Raia Drogasil S.A.*	2019
26	Fleury S.A.*	2017	54	Weg S.A.*	2019
27	Gerdau S.A.	2016	55	Ouro Fino Saúde Animal Participação S.A.*	2018
28	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	2017	56	Atacadão S.A.*	2018

Nota: Ao nome de cada empresa está associado o hiperlink com as informações sobre a fonte de coleta do RI e a data do evento.

* Companhias que disponibilizam apenas ações ordinárias para negociação.

Apêndice E – Composição da amostra do teste de conformidade: empresa, nível de governança, setor, ano da primeira divulgação

ID	Nome	Nível de governança	Setor	Ano*
1	AeS Tiete Energia AS	N2	Energia Elétrica	2014
2	B2W – Companhia Digital	NM	Outros	2017
3	Bco Amazonia S.A.		Bancos	2018
4	Bco Bradesco S.A.	N1	Bancos	2014
5	Bco Brasil S.A.	NM	Bancos	2014
6	Bco Santander (Brasil) S.A.		Bancos	2014
7	Braskem S.A.	N1	Outros	2018
8	BRF S.A.	NM	Outros	2014
9	CCR S.A.	NM	Outros	2012
10	Centrais Elet Bras S.A. – Eletrobras	N1	Energia Elétrica	2017
11	Centrais Elet De Santa Catarina S.A.	N2	Energia Elétrica	2016
12	Cia Brasileira De Distribuição	N1	Outros	2017
13	Cia Energética De Minas Gerais – Cemig	N1	Energia Elétrica	2014
14	Cia Energética Do Ceara – Coelce		Energia Elétrica	2016
15	Cia Paranaense De Energia – Copel	N1	Energia Elétrica	2014
16	Cia Saneamento Do Paraná – Sanepar	N2	Outros	2015
17	Cia Siderúrgica Nacional		Outros	2017
18	CPFL Energia S.A.	NM	Energia Elétrica	2013
19	CSU Cardsystem S.A.	NM	Outros	2016
20	CTEEP – Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista	N1	Energia Elétrica	2017
21	Duratex S.A.	NM	Outros	2014
22	Ecorodovias Concessões E Serviços S.A.		Outros	2014
23	EDP – Energias Do Brasil S.A.	NM	Energia Elétrica	2016
24	Eletropaulo Metrop. Elet. As Paulo S.A.		Energia Elétrica	2012
25	Engie Brasil Energia S.A.	NM	Energia Elétrica	2012
26	Fleury S.A.	NM	Outros	2017
27	Gerdau S.A.	N1	Outros	2016
28	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	N2	Outros	2017
29	Itaú Unibanco Holding S.A.	N1	Bancos	2013
30	Itausa Investimentos Itaú S.A.	N1	Bancos	2017
31	Light S.A.	NM	Energia Elétrica	2013
32	Lojas Americanas S.A.	N1	Outros	2017
33	Lojas Renner S.A.	NM	Outros	2015
34	M.Dias Branco S.A. Ind Com De Alimentos	NM	Outros	2014
35	Metalúrgica Gerdau S.A.	N1	Outros	2016
36	Petrobras Distribuidora S/A	NM	Outros	2012
37	SLC Agrícola S.A.	NM	Outros	2018
38	Suzano S.A.		Outros	2014
39	Telefônica Brasil S.A	NM	Outros	2015
40	TOTVS S.A.		Outros	2015
41	Ultrapar Participações S.A.	NM	Outros	2019
42	Arezzo Indústria E Comércio S.A.	NM	Outros	2018
43	Azul S.A.	NM	Outros	2019
44	Banestes S.A. – Bco Est Espírito Santo	N2	Bancos	2017
45	Cia Hering		Outros	2019
46	Cogna Educação S.A.	NM	Outros	2019
47	Emae – Empresa Metrop.Aguas Energia S.A.	NM	Energia Elétrica	2019
48	Kepler Weber S.A.		Outros	2019
49	Movida Participações AS	NM	Outros	2019

50	Odontoprev S.A.	NM	Outros	2019
51	Raia Drogasil S.A.	NM	Outros	2019
52	Weg S.A.	NM	Outros	2019
53	Ouro Fino Saúde Animal Participações S.A.	NM	Outros	2018
54	Atacadão S.A.	NM	Outros	2018