

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA - UFU
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACIC
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS - PPGCC

MÁRCIO VIANA ROLIM

Conteúdo emocional do Relato Integrado e desempenho econômico das companhias listadas
na B3 com melhores práticas ESG

UBERLÂNDIA-MG

2024

MÁRCIO VIANA ROLIM

Conteúdo emocional do Relato Integrado e desempenho econômico das companhias listadas
na B3 com melhores práticas ESG

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

Área de concentração: Contabilidade Financeira

Orientadora: Profa. Dra. Denise Mendes da Silva

UBERLÂNDIA-MG

2024

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

R748 2024	<p>Rolim, Márcio Viana, 1978- Conteúdo emocional do Relato Integrado e desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG [recurso eletrônico] / Márcio Viana Rolim. - 2024.</p> <p>Orientadora: Denise Mendes da Silva. Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia, Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Modo de acesso: Internet. Disponível em: http://doi.org/10.14393/ufu.te.2024.661 Inclui bibliografia. Inclui ilustrações.</p> <p>1. Contabilidade. I. Silva, Denise Mendes da, 1978-, (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-Graduação em Ciências Contábeis. III. Título.</p> <p style="text-align: right;">CDU: 657</p>
--------------	--

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:

Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis

Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 1F, Sala 248 - Bairro Santa Monica, Uberlândia-MG,
CEP 38400-902

Telefone: (34) 3291-5904 - www.ppgcc.facic.ufu.br - ppgcc@facic.ufu.br



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Defesa de:	Tese de Doutorado Acadêmico Número 043 - PPGCC				
Data:	28 de agosto de 2024	Hora de início:	14:00 h	Hora de encerramento:	16:20 h
Matrícula do Discente:	12113CCT008				
Nome do Discente:	Márcio Viana Rolim				
Título do Trabalho:	Conteúdo emocional do Relato Integrado e desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG				
Área de concentração:	Contabilidade e Controladoria				
Linha de pesquisa:	Contabilidade para usuários internos				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	PPGCC04 - Contabilidade Internacional e Financeira				

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): Gilberto José Miranda -UFU, Rodrigo Fernandes Malaquias - UFU, Simone Letícia Raimundini Sanches - UEM e Diane Rossi Maximiano Reina - UFES e Denise Mendes da Silva - UFU , orientadora do candidato.

Iniciando os trabalhos a presidente da mesa, Denise Mendes da Silva, 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 a senhora 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 a 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 **Denise Mendes da Silva, Professor(a) do Magistério Superior**, em 28/08/2024, 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 **Gilberto José Miranda, Professor(a) do Magistério Superior**, em 28/08/2024, às 17:51, 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 30/08/2024, às 08:29, 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 30/08/2024, às 11:41, 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 **Diane Rossi Maximiano Reina, Usuário Externo**, em 02/09/2024, às 11:01, 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 **5496543** e o código CRC **58E36548**.

Dedico à Francisca (mãe), à Márcia (esposa) e ao Felipe (filho),
que representam meu passado, meu presente e o meu futuro.

AGRADECIMENTOS

A Deus, o qual eu recorria em orações em momentos difíceis e nas pequenas vitórias desta jornada. A minha companheira de vida, Márcia, maravilhosa esposa e mãe que sempre me incentivou a fazer o doutorado e pelas tantas coisas que abrimos mão para alcançar o dia de hoje. Te amo paixão. Ao meu adorável filho Felipe que tanto deixa orgulhoso da pessoa que vem se transformando, espero que entenda as minhas ausências nesse período.

A minha mãe, Francisca, sem ao certo compreender as barreiras e motivos que me levaram a atravessar este caminho do doutorado sempre se preocupou em perguntar como eu estava, como caminhava o doutorado e tantas outras preocupações verdadeiras de mãe.

A minha orientadora Profa. Dra. Denise Mendes da Silva, uma excelente profissional que sempre me inspirarei na condução dos meus discentes e um ser humano espetacular pela sabedoria em guiar os desafios que a vida nos coloca. A paciência, a compreensão quanto as limitações do seu orientando, a sua disposição e empenho são alguns atributos da Profa. Denise para que alcançássemos o êxito deste doutorado o qual é compartilhado com você. Todos os projetos em que participei sob sua orientação foram bastante valorosos, muito obrigado!

À Profa. Dra. Marli Auxiliadora que a partir de seus conselhos e orientações, na disciplina de Seminário de Tese II, foi possível dar início a uma trajetória de escrita transformadora na tese e nos artigos que sucederam.

À Profa. Dra. Sonia Raifur Kos (UFPR) que disponibilizou simpaticamente o dicionário de termos de emoção em contabilidade e finanças para este e novos estudos.

À Profa. Dra. Neirilaine Silva (debatedora no Seminário de Tese I e pelos conselhos estatísticos), ao Prof. Dr. Gilberto José (debatedor no Seminário de Tese II) e ao Prof. Dr. Cassius Klay (UFRR) (debatedor no NEPAC) que contribuíram com suas ponderações e olhares críticos para esta tese avançar. Ao Prof. Dr. Dermeval Borges Júnior (UFG) pelos tantos projetos bem-sucedidos realizados em conjunto e aconselhamentos estatísticos.

Aos meus colegas da turma 2021, Anderson, Andréia, Danilton, Denize, Edson, Gabriela, Laura, Layne e Rosilene que sempre foram atenciosos e colaborativos.

Aos docentes do PPGCC/FACIC que tive a oportunidade de estar com vocês Profa. Dra. Camila, Profa. Dra. Denise, Prof. Dr. Gilberto, Profa. Dra. Gilvania, Prof. Dr. Marcelo, Profa. Dra. Marli, Profa. Dra. Mônica, Prof. Dra. Patrícia, Prof. Dr. Ricardo, Profa. Dra. Sirlei.

A banca de qualificação que se tornou a banca de defesa final desta tese Profa. Dra. Diane Rossi, Profa. Dra. Simone Letícia, Prof. Dr. Rodrigo Fernandes, Prof. Dr. Gilberto José.

Ao Instituto Federal do Triângulo Mineiro, por propiciar cursar este doutorado e pelo apoio financeiro como incentivo à formação de professor.

*“O grande problema não é o que você não sabe.
É o que você tem certeza que sabe, mas que não é verdade”.*

Mark Twain

RESUMO

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre o conteúdo emocional do Relato Integrado e o desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG. A pesquisa contou com uma amostra de 67 empresas listadas na B3, com *score* ESG, que divulgaram, voluntariamente, 232 Relatos Integrados entre 2014 e 2022. O Dicionário de Termos de Emoção em Contabilidade e Finanças foi utilizado para avaliar o conteúdo emocional (emoção positiva e emoção negativa) dos Relatos Integrados. Os dados foram analisados por meio de estatísticas descritivas e modelos de regressão linear multivariada com dados empilhados. Os achados admitem que o conteúdo emocional do Relato Integrado exerce efeito sobre o desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG. A emoção positiva apresentou uma relação negativa com o custo de capital, sugerindo que narrativas mais/menos positivas têm menor/maior custo de capital. A emoção negativa revelou uma relação negativa com a rentabilidade e com o valor de mercado, indicando que narrativas menos/mais negativas tendem a uma maior/menor rentabilidade e maior/menor valor de mercado. Dessa forma, há indícios de gerenciamento de impressões nos Relatos Integrados, ou seja, é necessário considerar as emoções em relatórios corporativos com narrativas financeiras e não financeiras (aspectos ESG). Esta pesquisa traz uma contribuição original ao discutir a divulgação voluntária, de informações financeiras e não financeiras, sob a perspectiva do gerenciamento de impressões, empregando uma análise de conteúdo automatizada para investigar, de forma imparcial, os efeitos do conteúdo emocional. Ao apresentar a contradição de que empresas com melhores práticas ESG sinalizaram evidências de efetuarem o gerenciamento de impressões, contribui, em âmbito educacional, mostrando a necessidade de reforço dos elementos morais, éticos e sociais na formação do profissional contábil. Além disso, ao reunir a análise de material textual do Relato Integrado (método qualitativo) com a posterior transformação em medida estatística (método quantitativo), alinha-se às competências demandadas do contador, preconizadas nas novas Diretrizes Curriculares Nacionais (DCN) para cursos de Ciências Contábeis, que preveem que análises de informações não financeiras e não reducionistas devem abranger métodos qualitativos de análise e maior abrangência para além das demonstrações financeiras. O estudo também inova ao explorar a divulgação voluntária sob o contexto de economia emergente, onde são frequentes os investimentos externos com apelo socioambiental.

Palavras-chave: Relato Integrado. Conteúdo emocional. Gerenciamento de impressão. ESG. Desempenho econômico.

ABSTRACT

His study aimed to analyze the relationship between the emotional content of Integrated Reporting and the economic performance of companies listed in B3 with ESG best practices. The survey included a sample of 67 companies listed on B3, with ESG scores, which voluntarily disclosed 232 Integrated Reports between 2014 and 2022. The Dictionary of Emotion Terms in Accounting and Finance was used to evaluate the emotional content (positive emotion and negative emotion) of the Integrated Reporting. Data were analyzed using descriptive statistics and multivariate linear regression models with stacked data. The findings admit that the emotional content of the Integrated Report affects the economic performance of companies listed in B3 with ESG best practices. Positive emotion showed a negative relationship with the cost of capital, suggesting that more/less positive narratives have a lower/higher cost of capital. Negative emotion revealed a negative relationship between profitability and market value, indicating that less/more negative narratives tend to higher/lower profitability and higher/lower market value. Thus, there is evidence of impression management in Integrated Reports, that is, it is necessary to consider emotions in corporate reports with financial and non-financial narratives (ESG aspects). This research makes an original contribution when discussing the voluntary disclosure of financial and non-financial information from the impression management perspective, using an automated content analysis to investigate, impartially, the effects of emotional content. This research brings an original contribution to discuss the voluntary disclosure of financial and non-financial information, from the perspective of impression management, employing a content analysis automated to investigate, in an impartial way, the effects of emotional content. By presenting the contradiction that companies with best ESG practices have signaled evidence of impression management, it contributes to educational context, showing the need for strengthening moral, ethical and social elements in accounting professional training. In addition, by combining the analysis of textual material from the Integrated Reporting (qualitative method) with the subsequent transformation into a statistical measure (quantitative method), it is aligned with the required skills of the accountant, recommended in the new National Curriculum Guidelines (NCD) for courses in Accounting, which provide that analyses of non-financial and non-reductionist information should cover qualitative methods of analysis and greater scope beyond the financial statements. The study also innovates by exploring voluntary disclosure under the context of emerging economy, where external investments with socio-environmental appeal are frequent.

Keywords: *Integrated Reporting. Emotional content. Impression management. ESG. Economic performance.*

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 -	Processo de Criação, Manutenção e Destruição de Valor pela Organização	27
Figura 2 -	Princípios Orientadores para Elaboração do Relato Integrado	28
Figura 3 -	Elementos de Conteúdo para Elaboração do Relato Integrado	29
Figura 4 -	Motivos e Estratégias de Gerenciamento de Impressões	49
Figura 5 -	Fluxo de Elaboração dos <i>Scores</i> ESG pela LSEG	67
Figura 6 -	Fluxograma da Construção do Dicionário	69
Figura 7 -	Esquema Resumido das Etapas de Aplicação da Análise de Conteúdo ..	70
Figura 8 -	Importação do Dicionário para o <i>Software</i> Tropes	71
Figura 9 -	Exemplo de Estatística de Frequência gerado pelo <i>Software</i> Tropes	72
Gráfico 1 -	Evolução das Publicações do Relato Integrado	78
Gráfico 2 -	Comparação de Companhias com menor e melhor Desempenho ESG...	79
Gráfico 3 -	Medidas de Tendência Central para os Índices de Emoção Positiva e Negativa	80

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 -	Jornada sobre a Temática ESG em Direção ao Relato Integrado.....	21
Quadro 2 -	Categorias de Gerenciamento de Impressões	48
Quadro 3 -	Abrangência das Expressões de Natureza Emocional	52
Quadro 4 -	Síntese das Hipóteses do Estudo	63
Quadro 5 -	Desenho da Pesquisa	64
Quadro 6 -	Descrição das Variáveis da Pesquisa	73
Quadro 7 -	Conclusões sobre as Hipóteses do Estudo	93

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Ativos Totais sob Gerenciamento 2016 a 2022	34
Tabela 2 -	Estatísticas Descritivas	82
Tabela 3 -	Correlações entre Variáveis da Pesquisa (Correlação de Pearson)	84
Tabela 4 -	Efeito da Emoção Positiva e Negativa sobre os Indicadores Econômico- Financeiros	86
Tabela 5 -	Efeito da Emoção Positiva sobre os Indicadores Econômico-Financeiros...	88
Tabela 6 -	Efeito da Emoção Negativa sobre os Indicadores Econômico-Financeiros..	90

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	14
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E REVISÃO DA LITERATURA.....	21
	2.1 Histórico e Conceitos do Relato Integrado	21
	2.2 ESG e Melhores Práticas.....	32
	2.3 Teoria da Divulgação e Divulgação Voluntária	37
	2.4 Gerenciamento de Impressões e Conteúdo Emocional na Divulgação Voluntária.....	45
	2.5 Hipóteses da Pesquisa	55
3	ASPECTOS METODOLÓGICOS	64
	3.1 Desenho da Pesquisa	64
	3.2 Amostra e Coleta de Dados	65
	3.3 Instrumento de Pesquisa	68
	3.4 Descrição das Variáveis da Pesquisa.....	73
	3.5 Procedimentos de Análise dos Dados	75
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	78
	4.1 Panorama de divulgação do Relato Integrado	78
	4.2 Visão dos <i>scores</i> ESG e das melhores práticas das companhias da amostra.....	79
	4.3 Cenário do conteúdo emocional dos Relatos Integrados no período	80
	4.4 Análise descritiva	81
	4.5 Análise multivariada.....	84
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	98
	REFERÊNCIAS.....	103

1 INTRODUÇÃO

A partir do início da década de 1990, a divulgação corporativa (*disclosure*) se transformou, visto que as empresas passaram a incorporar informações consideradas como não financeiras em seus comunicados (Dumay *et al.*, 2016). Informações não financeiras estão correlacionadas aos fatores ambientais, sociais e de governança (Syed, 2017). Por sua vez, o *International Sustainability Standards Board* (ISSB) emitiu as primeiras normas de divulgação de sustentabilidade em 2023, instituindo as informações não financeiras como informações financeiras relacionadas à sustentabilidade (ISSB, 2023).

O *disclosure* compreende disponibilizar informações confiáveis e relevantes acerca de: desempenho, cenário financeiro, oportunidades de investimento, governança, risco e valor das empresas (Bushman *et al.*, 2004). Portanto, o *disclosure* pressupõe a divulgação de informações da maneira mais completa possível para atender a determinados usuários.

No contexto empresarial, a demanda por informações advém de usuários distintos, estudados na literatura como partes interessadas, em inglês, *stakeholders*, os quais, conforme Christensen, Hail e Leuz, (2021), são responsáveis por tomar decisões de manter ou vender um ativo, conceder ou não um empréstimo, fabricar ou comercializar produtos. Assim, requerem das firmas informações úteis e relevantes, capazes de apoiar os agentes no processo decisório.

Com um público ainda mais interessado pelas informações empresariais, percebeu-se que os relatórios contábeis das organizações eram insuficientes para evidenciar o processo de criação de valor (Reitmaier; Schultze, 2017). Diante disso, as empresas optaram por divulgar informações adicionais àquelas obrigatórias pela legislação ou por órgãos reguladores de cada país (Eccles; Serafeim; Krzus, 2011), ou seja, as organizações passaram a divulgar, voluntariamente, informações que ultrapassam o âmbito financeiro, englobando aspectos ambientais e sociais, com objetivo de responder à demanda dos principais *stakeholders*. Com isso, além dos relatórios financeiros obrigatórios, encontram-se, por exemplo, os relatórios de sustentabilidade e os relatórios de responsabilidade social corporativa (RSC), que englobam informações não financeiras e são voluntários, assim como os Relatos Integrados, que visam a integração das informações financeiras e não financeiras.

A adoção de divulgação voluntária pelas companhias proporciona redução da assimetria informacional (Bernardi; Stark, 2018), ampliação da acurácia dos analistas (Zhou; Simnett; Green, 2017), aumento da liquidez das ações (Veltri; Silvestri, 2020), redução dos custos de capital (García-Sánchez; Noguera-Gámez, 2017) e ampliação do valor da empresa (Barth *et al.*, 2017), sinalizando que, quanto maior a divulgação voluntária mais benefícios são gerados à

empresa. Nesse sentido, a literatura contábil também ressalta que a narrativa corporativa pode influenciar a percepção de quem lê, porque existem determinados tons de impressão (positivo, neutro ou negativo) contidos numa redação direcionada aos *stakeholders*. Henry (2008) descobriu que pode haver interferência do elaborador por meio do tom positivo de comunicação com os investidores. O tom de uma narrativa pode ser definido como afeto ou sentimento de uma comunicação (Henry, 2008).

As narrativas contábeis, além de influenciar o gerenciamento de impressões pelo tom positivo, neutro ou negativo, podem carregar a emoção dos preparadores das divulgações. De acordo com Kos e Scarpin (2021), as empresas são seres inanimados e que não têm emoção, contudo, os seus gestores, ao fazerem uso de determinados termos em relatórios, podem remeter a alguma emoção, com o intuito de explicar, por exemplo, um desempenho insatisfatório. As empresas são formadas por pessoas, então, é de se esperar que as informações contábeis carreguem alguma carga emocional em suas narrativas de conteúdo e, conseqüentemente, podem influenciar o mercado (Kos; Scarpin; Pinto, 2020).

O conteúdo emocional pode direcionar o tom (uso de palavras positivas ou negativas) de como a narrativa é construída e transmitida aos investidores e aos analistas financeiros. Essas narrativas textuais podem ser construídas de forma intencional ou não intencional, no entanto, podem influenciar as decisões de investimento do público-alvo que está à procura da alocação mais eficiente de capital. Os executivos podem gerenciar as impressões dos *stakeholders* por meio de técnicas de manipulação estratégica dos relatórios, com o propósito de direcionar o pensamento e a tomada de decisões que lhes convém (Yuthas; Rogers; Dillard, 2002).

No tocante ao Relato Integrado, como uma divulgação voluntária de informações financeiras e não financeiras, a literatura apresenta estudos que: (i) avaliaram as potencialidades e benefícios de implementá-lo (Adams, 2015; Frias-Aceituno; Rodriguez-Ariza; Garcia-Sanchez, 2013; Krzus, 2011; Mio; Fasan; Pauluzzo, 2016; Vitolla e Raimo, 2018); (ii) analisaram as reações da comunidade de investimento sobre a implementação inicial e obrigatória do Relato Integrado na África do Sul (Atkins; Maroun, 2015; Cooray *et al.*, 2022; Haji; Anifowose, 2017; Setia *et al.*, 2015); (iii) criticaram o *Framework* do Relato Integrado (Adams, 2015; Camodeca; Almici; Sagliaschi, 2018; De Villiers; Sharma, 2020; Flower, 2015); (iv) e, ainda, dedicaram-se a investigar o gerenciamento de impressões nos Relatos Integrados (Jugnandan; Willows, 2022; Melloni, 2015; Melloni; Caglio; Perego, 2017; Melloni; Stacchezzini; Lai, 2016; Stacchezzini; Melloni; Lai, 2016; Phesa; Sibanda, 2023).

De acordo com Hossain, Bose e Shamsuddin (2022) existem evidências de que a complexidade lexical (tom), presente nas narrativas dos Relatos Integrados, afeta os resultados

do mercado de capitais, como o sincronismo do preço das ações, a liquidez, os fluxos de caixa, o valor da empresa, a eficiência do investimento e o custo de capital próprio. Outro aspecto diz respeito à lista de palavras utilizadas para medir o tom linguístico do Relato Integrado, como no caso dos estudos de Melloni, Caglio e Perego (2017) e Caglio, Melloni e Perego (2019), em que foram utilizadas palavras no contexto da comunicação política e não no campo financeiro.

Baditoui *et al.* (2023) sugerem como campo de pesquisa do Relato Integrado, avaliar a intensidade da reação do mercado quando as informações negativas ou más notícias forem mais fortes em relação às boas notícias ou informações positivas. Além disso, segundo Songini *et al.* (2023), uma área de pesquisa emergente, que necessita de investigação mais detalhada, está relacionada às variáveis do processo de elaboração do Relato Integrado, especialmente o tom da comunicação e a apresentação da informação. Por fim, observou-se, a partir das pesquisas de Hossain, Bose e Shamsuddin (2022) e Jayasiri, Kumarasinghe e Pandey (2022), que são escassas as investigações sobre as divulgações do Relato Integrado em países emergentes ou em desenvolvimento (exceto a África do Sul, onde o documento é mandatório para empresas com ações negociadas na bolsa de Joanesburgo).

Ademais, verificou-se a existência de pesquisas que tratam do *disclosure* dos aspectos ambientais, sociais e de governança (no inglês, *environmental, social e governance* – ESG), do desempenho da empresa e o gerenciamento de impressões. Segundo Christensen, Serafeim e Sikochi (2022) os fatores ESG referem-se a elementos utilizados na mensuração do desempenho sustentável das firmas, portanto, determinantes de melhores práticas ESG. Esses fatores, por exemplo: (i) se relacionam a emissões de poluentes, uso da água ou de recursos não renováveis (na esfera ambiental); (ii) retratam a diversidade no local de trabalho, saúde e segurança, greves trabalhistas (no âmbito social); e (iii) se relacionam à gestão do conselho, às questões de agenda, corrupção (na área de governança) (Sharma; Panday; Dangwal, 2020).

Nos estudos analisados por Buallay (2019), encontrou-se indícios de que as informações ESG afetam negativamente o desempenho financeiro e operacional das empresas. Em contrapartida, Du e Yu (2021) descobriram que o desempenho está positivamente associado às mudanças de legibilidade e ao tom dos relatórios de RSC. Albitar, Abdoush e Hussainey (2022) investigaram a existência de relação entre a divulgação ESG e o tom das narrativas de RSC e os resultados demonstraram que uma pontuação ESG mais alta levaria a um tom narrativo do relatório de RSC mais positivo.

Para efeitos deste estudo, as empresas com melhores práticas ESG são aquelas com *scores* ESG fornecidos pelas agências de classificação. No caso da agência de classificação LSEG Data & Analytics, além dos *scores*, as empresas são divididas em 4 quartis, em que,

quanto mais próximo do quarto quartil, melhor o desempenho ESG da empresa e melhor é a transparência na geração de relatórios públicos sobre dados ESG.

Dessa maneira, com este estudo, busca-se atender as lacunas quanto a: (i) categorização do conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado em firmas brasileiras, por meio da aplicação do dicionário de Termos de Emoção em Contabilidade e Finanças, elaborado por Kos, Scarpin e Pinto (2020), em português, em detrimento a uso de dicionários fora do contexto contábil-financeiro e em idioma não nativo; (ii) relação entre o conteúdo emocional (tom) das narrativas do Relato Integrado e as variáveis de desempenho econômico em um país emergente (Brasil); e (iii) indícios de que informações socioambientais afetam o desempenho das firmas, por meio da análise de empresas com as melhores práticas ESG.

Diante do contexto exposto, este estudo tem por objetivo analisar a relação entre o conteúdo emocional do Relato Integrado e o desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG. Para isso, as companhias com *score* ESG, que publicaram o Relato Integrado no período de 2014 a 2022, tiveram as informações contidas neste relatório categorizadas em emoções positivas e negativas, de acordo com o dicionário de Termos de Emoção em Contabilidade e Finanças. Posteriormente, as emoções foram relacionadas com o desempenho econômico de tais companhias, por meio de estatística multivariada. Assim, declara-se a tese defendida: **o conteúdo emocional do Relato Integrado exerce efeito no desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG.**

Esta pesquisa se justifica por avaliar, concomitantemente, o conteúdo emocional, os aspectos ESG e o desempenho econômico, até então, tratados de maneira dissociada na literatura correlata. Adicionalmente, este estudo tem como alvo o Relato Integrado, que abrange informações financeiras e não financeiras, possibilitando a análise do gerenciamento de impressões de uma maneira mais ampla.

O estudo tem seu mérito de relevância ao se observar o destaque concedido ao Relato Integrado no campo empresarial, com tendência a se tornar o padrão global de relatório financeiro e não financeiro. A criação da *Value Report Foundation* (VRF), ocorrida em junho de 2021, a partir da fusão do *International Integrated Reporting Council* (IIRC) e o *Sustainability Accounting Standard Board* (SASB) tornou-se uma etapa significativa na jornada de normatização dos relatórios de sustentabilidade.

O entendimento conjunto entre o *International Financial Reporting Standard* (IFRS), a *Value Reporting Foundation* (VRF) e o *Climate Disclosure Standard Board* (CDSB) promoveram um passo importante para a colaboração e a padronização mundial quanto ao Relato Integrado, ao anunciarem a criação do *International Sustainability Standard Board*

(ISSB) (VRF, 2021). A iniciativa visa desenvolver uma estrutura global para divulgação de sustentabilidade para atender ao mercado de capitais. No Brasil, a resolução 193/2023 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estabeleceu, para as companhias abertas, a elaboração e divulgação de relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade de acordo com as normas emitidas pelo ISSB (IFRS S1 e IFRS S2), em caráter voluntário, a partir de 2024, e obrigatório após 1º de janeiro de 2026 (CVM, 2023). Essa condição de pioneirismo destaca o Brasil no cenário internacional de adotantes desse tipo de divulgação empresarial.

O fator metodológico quanto à aplicação do dicionário de emoções, em português, implica no uso do instrumento de pesquisa no contexto brasileiro. Além disso, o cenário brasileiro possui elementos únicos ligados à sua matriz energética, manutenção de florestas, produção e exportação agropecuária e *commodities* em geral, que destacam o Brasil cada vez mais no cenário mundial. De acordo com Jensen e Berg (2012) as características ambientais e econômicas de cada país são aspectos explicativos para adoção do Relato Integrado, que trata-se de um documento de comunicação com vistas a alcançar uma abrangência global de convergência pelo IIRC.

No Brasil, o Relato Integrado crescentemente se integra ao meio corporativo, desde a publicação inicial do *framework* (estrutura conceitual) no ano de 2013. O Brasil, de modo pioneiro, participou do Projeto Piloto do Relato Integrado do IIRC com 12 empresas, de diferentes setores, listadas na Bolsa de Valores (Teixeira *et al.*, 2021). Desde 2012, a Comissão Brasileira de Acompanhamento do Relato Integrado (CBARI), formada por uma rede de profissionais voluntários, desenvolve discussões para fomentar o Relato Integrado no Brasil, além de colaborar com os debates propostos pelo IIRC e pelo ISSB.

A adoção do Relato Integrado pelo mundo tem ocorrido em função de realizações próprias de cada país. Fernandes e Barbosa (2022) destacam iniciativas brasileiras para adoção do Relato Integrado como o projeto “Relate ou Explique”, em que a bolsa de valores brasileira Brasil, Bolsa, Balcão (B3) passou a exigir, a partir de 2012, uma declaração por parte das empresas quanto à publicação ou não de relatórios de sustentabilidade. Outra iniciativa destacada pelos autores trata da exigência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) da comunicação quanto à divulgação ou não de relatórios socioambientais e Relato Integrado no “Formulário de Referência”. Um estudo realizado pela KPMG (2020) mostrou que, excluída a África do Sul, onde o Relato Integrado é obrigatório, o Brasil é o quarto país no mundo em adoção voluntária do relatório, atrás apenas de Japão, Sri Lanka e França.

Outro fato significativo foi a promulgação da Lei nº 13.303/2016, que passou a exigir das empresas públicas e das sociedades de economia mista brasileiras, a publicação anual de

um Relatório Integrado ou de Sustentabilidade. Soma-se ainda, a exigência pelo Tribunal de Contas da União, que órgãos públicos federais e os órgãos da administração passassem adotar o Relato Integrado a partir de 2019. Em 2020 foi aprovada a Orientação Técnica CPC 9 (OCPC 9) Relato Integrado, elaborada a partir do *framework* do IIRC, para orientar as empresas brasileiras sobre a elaboração e divulgação do Relato Integrado. No mesmo ano, a CVM emitiu a Resolução 59, exigindo das empresas que fizerem a adoção voluntária do Relato Integrado que sigam as orientações contidas na OCPC 9 e que realizem a asseguarção do documento por meio de auditoria externa.

Por último, o Conselho Federal de Contabilidade (CFC) aprovou, em 2022, a resolução que cria o Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade (CBPS), para atuar em sinergia com o ISSB, tendo como função realizar estudos, produção e emissão de documentos técnicos sobre a divulgação das práticas de sustentabilidade para serem adotadas pelos reguladores no Brasil (CFC, 2022).

A pesquisa propõe contribuições, tanto no âmbito teórico quanto no prático. No campo teórico, este estudo contribui para a literatura acerca da divulgação financeira e não financeira, ao introduzir uma discussão do conteúdo emocional nos Relatos Integrados divulgados voluntariamente e atender aos chamados para pesquisas em países emergentes ou em desenvolvimento. Por outro lado, o estudo visa ampliar o conhecimento na área contábil, ao promover uma discussão, sob a ótica do gerenciamento de impressão, por meio do conteúdo emocional, em um relatório que envolve informações financeiras e não financeiras. O estudo avalia, em conjunto, o gerenciamento de impressão, os aspectos ESG e o desempenho econômico, antes tratados de forma dissociada na literatura. Por fim, o estudo busca contribuir com a literatura contábil ao aplicar, em mais relatórios contábeis, o dicionário de contexto contábil-financeiro no idioma português, instrumentalizado de maneira automatizada, para obter, com imparcialidade, a análise de conteúdo das emoções textuais contidas nos Relatos Integrados.

No plano prático, o estudo contribui ao evidenciar que as narrativas dos relatórios destinados aos *stakeholders*, especialmente, investidores e credores, podem dispor de mais de um item informacional (impressão, emoções) para análise do risco, que vão além dos indicadores financeiros, o que influenciaria decisões eficientes de alocação de capital. O estudo pode contribuir com o governo e a sociedade, porque as empresas, ao implantarem as práticas do Relato Integrado, deverão caminhar em direção a maior transparência e responsabilização de suas ações, sem vieses. Enfim, a análise dos Relatos Integrados, pela perspectiva do seu conteúdo emocional e não apenas de sua conformidade ao *framework*, pode oferecer

referências, aos órgãos normatizadores e reguladores, para a adoção mandatória pelas companhias brasileiras.

As implicações do estudo podem se conectar a diversos públicos, de modo que financiadores e investidores passem a observar relatos onde as empresas demonstram cenários de sustentabilidade superestimados à realidade, não evidenciando, corretamente, os riscos a longo prazo; agentes elaboradores e normativos possam construir bases sólidas para o Relato Integrado, que permitam reduzir ou eliminar potenciais manipulações ou ofuscação de narrativas; reguladores do mercado exijam seriedade e transparência, como aquelas praticadas com as informações financeiras e, ainda, envolvidos com o mercado de capitais considerem as informações qualitativas e suas narrativas, além dos indicadores financeiros já reconhecidos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Histórico e Conceitos do Relato Integrado

A mudança de paradigmas sobre como as empresas realizam a gestão e relatam seus desempenhos e para quem se destinam tais informações propiciou o estágio atual do Relato Integrado. Antes do início da utilização do Relato Integrado, afirmava-se que uma empresa deveria assumir responsabilidades com os diferentes *stakeholders* da mesma forma com que se comprometia com os seus acionistas (Desmond, 2000). O autor sugere que, no futuro, os relatórios anuais elaborados pelas empresas deveriam ser mais breves, oportunos, adequados a cada usuário, mais incentivadores ao diálogo, mais inclusivos e menos onerosos.

Refletindo sobre a fase dos relatórios contábeis (financeiros) e dos relatórios socioambientais (não financeiros), nota-se que o segundo grupo de relatórios se encontra em progressivo desenvolvimento. As questões socioambientais e de mudanças climáticas passaram a ser discutidas e gerar ações em favor destes temas nas últimas décadas (Baboukardos; Rimmel, 2016; Ferreira; Martins, 2020).

Os principais episódios ligados ao desenvolvimento da temática ambiental, social e de governança (ESG) e do Relato Integrado nas últimas décadas e, ainda, os atos desenvolvidos no Brasil para acompanhar essas mudanças, foram sintetizados no Quadro 1:

1972	A Organização das Nações Unidas (ONU), pela primeira vez, realiza uma reunião mundial para discutir os problemas ligados aos limites da natureza e sobre o futuro da humanidade em Estocolmo/Suécia, com a participação de 1.000 pessoas, representando 113 países, e de 400 entidades não governamentais (Carvalho; Kassai, 2014).
1977	<i>Bilan Social</i> (França) um dos primeiros relatórios a retratar as dimensões econômica e social (Carvalho; Kassai, 2014).
1992	Depois de Estocolmo, a ONU volta a realizar novas reuniões mundiais com foco na sustentabilidade, inicialmente em 1992, no Rio de Janeiro, denominada Rio 92, e, renovando a cada dez anos, Rio +10 em Joannesburgo, na África do Sul (em 2002) e Rio +20, novamente no Rio de Janeiro (2022) (Carvalho; Kassai, 2014).
1994	Lançamento, na África do Sul, do <i>South Africa's Firts King Code of Corporate Governance Principles</i> , conhecido como "King I", que se trata de uma orientação para comunicação ampla aos <i>stakeholders</i> das informações das entidades, indo além da ênfase dada aos acionistas (Dumay <i>et al.</i> , 2016).
1997	Fundação da <i>Global Reporting Initiative</i> (GRI), em Boston/EUA, uma organização não governamental que tem como propósito a elaboração e a promoção de diretrizes para relatórios de sustentabilidade (GRI, 2013). De modo pioneiro, o Instituto Brasileiro de Análises Sociais (IBASE) lança o Balanço Social IBASE, para incentivar as empresas a relatarem informações de natureza ambiental, econômica, social, trabalhista e de cidadania (Carvalho; Kassai, 2014).
1998	O pensamento de gerir, medir e evidenciar os elementos organizacionais, tais como, o social, o ambiental e o econômico, foi difundido pelo livro <i>Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line (TBL) of 21 st Century Business</i> , que percebe o TBL como solução para as limitações dos relatórios contábeis e é precursor dos relatórios que abarcariam as informações não financeiras (Dumay <i>et al.</i> , 2016).
2000	Criação da entidade sem fins lucrativos <i>Carbon Disclosure Project</i> (CDP) que administra o sistema de divulgação global para investidores, empresas e governos com o propósito de gerenciar seus impactos ambientais, água e carbono (Eccles; Serafeim; Krzus, 2011).

2002	<p>A <i>Global Reporting Initiative</i> (GRI), agora sediada em Amsterdã/Holanda, divulga as primeiras diretrizes do relatório de sustentabilidade a ser utilizado pelas instituições (Baboukardos; Rimmel, 2016).</p> <p>Novozymes (Dinamarca) é a primeira companhia a divulgar um relatório que busca integrar informações financeiras e não financeiras (Sierra-García; Zorio-Grima; García-Benau, 2015).</p> <p>Lançamento do Código King II de Governança Corporativa (King II) e sua incorporação às regras de listagem da Bolsa de Valores da África do Sul (Setia <i>et al.</i>, 2015).</p>
2003	<p>A Natura (Brasil) é a segunda companhia no mundo que buscou integrar informações financeiras e não financeiras para divulgar ao mercado (Sierra-García; Zorio-Grima; García-Benau, 2015).</p>
2004	<p><i>Accounting for Sustainability</i> (A4S) – iniciativa do Príncipe de Gales para transformar as finanças em objetos de tomada de decisões sustentáveis (Carvalho; Kassai, 2014).</p> <p>Aprovação da NBTC-15, que versa sobre a demonstração das informações de natureza social e ambiental de caráter voluntário, conhecida como Balanço Social (Beuren <i>et al.</i>, 2010).</p>
2005	<p>Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) – índice criado pela Bolsa de Valores do Brasil, que destaca o desempenho econômico, social, ambiental e de governança (Teixeira; Nossa; Funchal, 2011).</p>
2009	<p>Formulário de Referência (Brasil) – adoção do relatório pelas companhias de capital aberto com características de ser um relatório profundo e abrangente (CVM, 2009).</p> <p>King III (África do Sul) – criação do código de governança baseado em princípios e práticas (Barth <i>et al.</i>, 2017).</p>
2010	<p>1º de Março - o Relato Integrado passa a ser obrigatório para empresas com ações negociadas na <i>Joanesburg Stock Exchange</i> (JSE – África do Sul) (Barth <i>et al.</i>, 2017).</p> <p>Criação do <i>International Integrated Reporting Council</i> (IIRC) por A4S e GRI, com o objetivo de desenvolver o <i>framework</i> do Relato Integrado (Baboukardos; Rimmel, 2016).</p>
2011	<p>Criada a organização sem fins lucrativos <i>Sustainability Accounting Standards Board</i> (SASB), responsável pela emissão de métricas de sustentabilidade específicas por setor para os investidores dos Estados Unidos (SASB, 2022).</p> <p>O IIRC desenvolve um Programa Piloto de uso do Relato Integrado a nível global (Carvalho; Kassai, 2014).</p>
2012	<p>Formação de uma rede de profissionais voluntários, Comissão Brasileira de Acompanhamento do Relato Integrado (CBARI), cujos membros são oriundos segmentos empresariais, acadêmicos, órgãos reguladores e normatizadores que se reúnem com a missão de desenvolver a discussão e a propagação do Relato Integrado.</p> <p>A B3 lançou a campanha “Relate ou Explique” para que as companhias listadas publicassem seus relatórios de sustentabilidade ou explicassem o motivo ou argumentos de não os fazer. O programa seguiu em seu formato original até 2015 o qual foi absorvido por pelo item 7.8 do Formulário de Referências, exclusivo para informações socioambientais, a partir de 2016 (CVM, 2016).</p>
2013	<p>Emissão do <i>framework</i> do Relato Integrado pelo IIRC baseado no Relatório de Governança da África do Sul, King III (Barth <i>et al.</i>, 2017) e na experiência do Projeto Piloto (Carvalho; Kassai, 2014).</p>
2014	<p>Memorando de entendimento entre SASB e IIRC para uma possível unificação (SASB, 2014).</p> <p>A Diretiva sobre o Reporte de Sustentabilidade Corporativa passa a exigir a preparação e divulgação de relatórios não financeiros das grandes empresas europeias a partir do ano fiscal de 2017 (Christensen; Hail; Leuz, 2021; Cortesi; Vena, 2019; Kiliç; Kuzey, 2018; Mio, 2020).</p>
2015	<p>A <i>Task Force on Climate-Related Financial Disclosure</i> (TCFD) é um esforço de caráter privado de convergência, sobretudo, no campo ambiental para que informações claras, comparáveis e consistentes a respeito dos riscos e oportunidades relacionadas às mudanças climáticas (Strine; Smith; Steel, 2021).</p>
2016	<p>O King IV foi publicado em 1 de novembro de 2016 para substituir o King III a partir de 1 abril de 2017. Esta nova versão consolida o Relato Integrado e a governança corporativa baseada na transparência (Wang; Zhou; Wang, 2019).</p> <p>O Acordo de Paris teve como o objetivo discutir como reduzir o aquecimento global e conter o aumento médio da temperatura em até 2 graus com liderança dos países desenvolvidos (Eurosif, 2018).</p>
2017	<p>A B3 em parceria com o GRI desenvolveu um programa de Relate ou Explique para os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS). O programa objetiva fomentar o entendimento dos ODS e sua adesão progressiva à estratégia empresarial. A iniciativa é voluntária e havia alcançado mais de 30% de adotantes num cenário de 426 companhias já em 2019 (B3, 2019).</p>
2018	<p>Discussão para adoção de padrões globais entre GRI e IIRC (IIRC, 2018).</p> <p>O Tribunal de Contas da União (TCU), por meio da Decisão Normativa 170/2018, tornou obrigatória a elaboração e publicação do Relato Integrado para prestação de contas das Unidades Prestadoras de Contas (UPC) a partir de 2019, tendo como orientação o <i>framework</i> do Relato Integrado (TCU, 2018).</p>
2020	<p>Comitê de Pronunciamentos Contábeis do Brasil aprova a orientação de uso do <i>framework</i> do Relato Integrado por meio da OCPC 9 (CPC, 2020).</p>

	A CVM emitiu a Resolução 14/2020, que obriga as companhias que optarem por elaborar e divulgar o Relato Integrado a seguirem a Orientação CPC 09 de Relato Integrado e o mesmo deverá ser objeto de asseguração limitada por auditor independente. A resolução entrou em vigor para o ano fiscal de 2021 (CVM, 2020).
2021	Em janeiro de 2021, o IIRC emite a primeira atualização do <i>framework</i> do Relato Integrado desde 2013 (IIRC, 2021). Em junho de 2021, o IIRC e o SASB uniram-se para formar a <i>Value Reporting Foundation</i> (VRF). Essa iniciativa visa ampliar as informações disponíveis aos investidores sobre a criação de valor e a sustentabilidade (Barth <i>et al.</i> , 2021b). Em novembro de 2021, a <i>International Financial Reporting Standard</i> (IFRS Foundation) anunciou a criação do <i>International Sustainability Standard Board</i> (ISSB) em conjunto com o CDP e a VRF. A iniciativa permite que a IFRS Foundation complemente a consolidação com o <i>Climate Disclosure Standards Board</i> (CDSB – de iniciativa do CDP) e da VRF, que abriga o <i>International Reporting Framework</i> e os Padrões SASB (VRF, 2021). Em dezembro de 2021, a CVM publica a Resolução 59, que altera as Resoluções 480-481/2009, ampliando a divulgação de aspectos ESG no Formulário de Referência e torna obrigatório o reporte de métricas ESG, a medida entra em vigor em 2023 (CVM, 2021).
2022	Em janeiro de 2022 ocorre a consolidação do CDSB com o ISSB. Em junho de 2022 o CFC aprova a resolução de criação do Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade (CBPS) que irá atuar em linha com o ISSB (CFC, 2022). Em agosto de 2022, têm início as atividades do ISSB, que incorporou a VRF, portanto, assume os Padrões SASB de métricas setoriais de sustentabilidade e o Relato Integrado, que é responsável por realizar a conectividade entre as demonstrações contábeis e as divulgações financeiras relacionadas à sustentabilidade (ISSB, 2022). Em dezembro de 2022, a Diretiva sobre o Reporte de Sustentabilidade Corporativa amplia os tipos de empresas obrigadas a reportar as informações de sustentabilidade, além de aumentar os itens de informações exigidos para divulgação (Bureau Veritas Portugal, 2023; Ernest Young, 2023)
2023	Em junho de 2023, na Conferência Anual da IFRS Foundation, o ISSB lançou os seus padrões inaugurais (IFRS S1 e S2) sobre as divulgações relacionadas à sustentabilidade, em busca de criar uma linguagem única para divulgar os riscos e as oportunidades relacionadas ao clima (IFRS, 2023). Em outubro de 2023, a CVM aprovou a resolução 193, que orienta sobre adoção voluntária dos pronunciamentos de sustentabilidade S1 e S2, conforme a norma internacional do ISSB, a partir de janeiro de 2024 e com obrigatoriedade de adesão para o ano fiscal de 2026 (CVM, 2023).

Quadro 1 – Jornada sobre a Temática ESG em Direção ao Relato Integrado

Fonte: Elaborado pelo autor

As iniciativas e as ações presentes no Quadro 1 ratificam uma tendência, por parte de entidades internacionais, quanto ao aperfeiçoamento e divulgação de informações que vão para além dos relatórios financeiros. A criação do ISSB é uma demanda dos mercados financeiros, que necessitam avaliar os riscos e as oportunidades que afetam as instituições quanto aos aspectos ambientais, sociais e de governança em razão do seu impacto sobre o valor da empresa.

Conforme Baditoiu *et al.* (2023), com o aumento da complexidade das organizações empresariais, impulsionado pelo desenvolvimento das estruturas corporativas e a influência dos *stakeholders*, tornou-se necessário complementar o relatório financeiro com o Relato Integrado. O Relato Integrado pode descrever como as atividades de grandes empresas influenciam os *stakeholders*, a sociedade e o meio ambiente (Baditoiu *et al.*, 2023).

O Relato Integrado é um meio de evidenciação de informações voluntárias adotado por organizações, especialmente com a publicação de seu *framework*, em 2013, e da implementação do Projeto Piloto (Sierra-García; Zorio-Grima; García-Benau, 2015). Em janeiro de 2021, foi

publicada a primeira atualização do *framework* do Relato Integrado desde o seu lançamento em 2013 pelo IIRC.

O Relato Integrado representa uma evolução dos relatórios contábeis e dos relatórios de sustentabilidade, diante da perspectiva de integrar as informações, por meio de uma visão holística da criação de valor, contudo não visa substituí-los (De Villiers; Sharma, 2020). Desenvolver o Relato Integrado tem sido desafiador e é considerado uma das inovações mais disruptivas na área de relatórios corporativos (Simnett; Huggins, 2015).

Pelo seu potencial recurso de comunicação inovadora, Songini *et al.* (2023) afirmam que o Relato Integrado está para além de uma evolução dos relatórios de sustentabilidade. O Relato Integrado é um avanço da comunicação corporativa, mais especificamente, por buscar superar as limitações dos relatórios financeiros quanto à divulgação de informações não financeiras e, também, por ter a visão de comunicação sobre a criação, manutenção e destruição de valor pelas empresas (IIRC, 2021). Destaca-se que o Relato Integrado inclui, em um único documento, o desempenho financeiro e socioambiental das organizações (Adams, 2015).

Pistoni, Songini e Bavagnoli (2018) afirmam que o Relato Integrado tem como finalidade contribuir na aplicação de uma estratégia sustentável mediante o pensamento integrado. Espera-se, portanto, que o Relato Integrado seja capaz de melhorar a transparência e os processos deliberativos das empresas, impactando positivamente nos processos de tomada de decisões dos *stakeholders* e investidores de longo prazo.

Os relatórios com informações não financeiras são voluntários e têm sua demanda crescente em razão de alguns fatores. De um lado, Haji e Anifowose (2017) e Conway (2019) são convergentes ao afirmarem que o empenho por relatórios organizacionais ou relatórios não financeiros ocorre pelo interesse em considerar indicadores não financeiros nas análises de tomada de decisões, como ocorrem com os indicadores financeiros. Por outro lado, o crescimento se justifica, em parte, devido à regulação que é estabelecida em cada região.

De acordo com o IIRC (2021, p.10), o Relato Integrado é definido como uma “comunicação concisa sobre a estratégia da organização, governança, desempenho e perspectivas, no contexto de seu ambiente externo, que conduzem à criação, manutenção ou destruição de valor em curto, médio e longo prazo”.

Dessa forma, a elaboração do Relato Integrado terá o propósito de estabelecer conexões com dimensões distintas, como financeira, social e ambiental, para atingir uma visão holística da organização, tornando o relatório mais abrangente, por conter mais fontes de informações (Abeysekera, 2013). Somando-se a isso, outra finalidade observada por Atkins e Maroun (2015)

diz respeito à relevância do relatório quanto à coesão e às multidimensões que poderão melhorar a comunicação dos fatores que influenciam a organização ao longo do tempo.

A visão holística da organização e a coesão quanto às multidimensões são fundamentais para construção do pensamento integrado. Segundo o IIRC (2021, p.4), o pensamento integrado “é a consideração ativa, por uma organização, das relações entre suas várias unidades operacionais e funcionais e, os capitais que a organização usa ou afeta”. Essa premissa considera que há conectividade e interdependências entre os diversos motivos que podem impactar a capacidade de uma organização de criar valor ao longo do tempo (IIRC, 2021).

A ideia é de que o Relato Integrado permita que as empresas analisem e entendam os impactos em decorrência de questões de direitos humanos e de mudanças climáticas e, assim, possam contribuir para a identificação de riscos e oportunidades existentes no campo financeiro, bem como no campo social e ambiental. Espera-se, também, que o documento seja compreensível, breve e conectado à estratégia da empresa e que divulgue informações retrospectivas, além de orientação para o futuro.

A criação, a manutenção ou a destruição de valor por uma entidade ao longo do tempo ocorrem por meio de aumentos, reduções ou transformações dos capitais, em função das atividades do negócio e resultados da organização (IIRC, 2021, p.16). Esse valor criado, mantido ou destruído, segundo o IIRC (2021), pode ser para a própria empresa e, por consequência, para os investidores de capital, além de outros, como os *stakeholders* e a sociedade em geral. Os investidores de capital estão interessados no valor que uma organização cria para si e, também, para os outros, porque, uma vez que esse valor se relaciona com algum objetivo traçado com *stakeholders* e declarado pela organização, isso passaria a afetar sua avaliação no mercado IIRC (2021). Órgãos internacionais, como o IIRC, consideram *stakeholders*, exclusivamente financiadores e investidores de capital.

Relacionados a esse valor, estão os capitais considerados e reconhecidos pelo *framework* do Relato Integrado, sendo eles: capital financeiro, capital manufaturado, capital intelectual, capital humano, capital social e de relacionamento, capital natural. Esses capitais funcionam como depósito ou estoque de valor que sofrem aumentos, reduções ou transformações, conforme ocorrem as atividades e o resultado da organização IIRC (2021).

O sucesso de uma organização dependerá de diversos tipos de capitais (IIRC, 2021) e não exclusivamente de um único capital, como, por exemplo, o capital financeiro, mas em decorrência de outros, como do capital intelectual ou do capital natural, por exemplo. Dumay *et al.* (2016) afirmam que o *framework* do Relato Integrado não indica, nitidamente, o que seria

“criação de valor” e, também, não descreve quais medidas devem ser informadas (como ocorre com as diretrizes da GRI).

O *framework* do Relato Integrado não exige a adoção de todos os capitais simultaneamente, mas apenas fornece uma diretriz de trabalho para o seu uso pelas entidades. Ressalta-se que a categorização dos capitais é flexibilizada, de modo que cada empresa, e a depender do seu setor de atuação, possa fazer uso dos capitais apropriados a cada organização. Todavia, o *framework*, ao fornecer a diretriz de trabalho, visa garantir que as organizações não negligenciem os capitais que usa e que, de alguma forma, afetam a organização (IIRC, 2021).

Ao considerar amplos os ajustes que cada empresa pode realizar ao elaborar o seu Relato Integrado, Raulinajtys-Grzybek e Świdorska (2017) asseveram que os objetivos do documento podem também não serem alcançados em função da flexibilização que é permitida. Nesse sentido, o IIRC desenvolveu um fluxo no qual demonstra a participação de diversas formas de capitais e que descreve o processo de geração de valor pela organização. Esse fluxo foi atualizado em 2021, conforme a Figura 1:

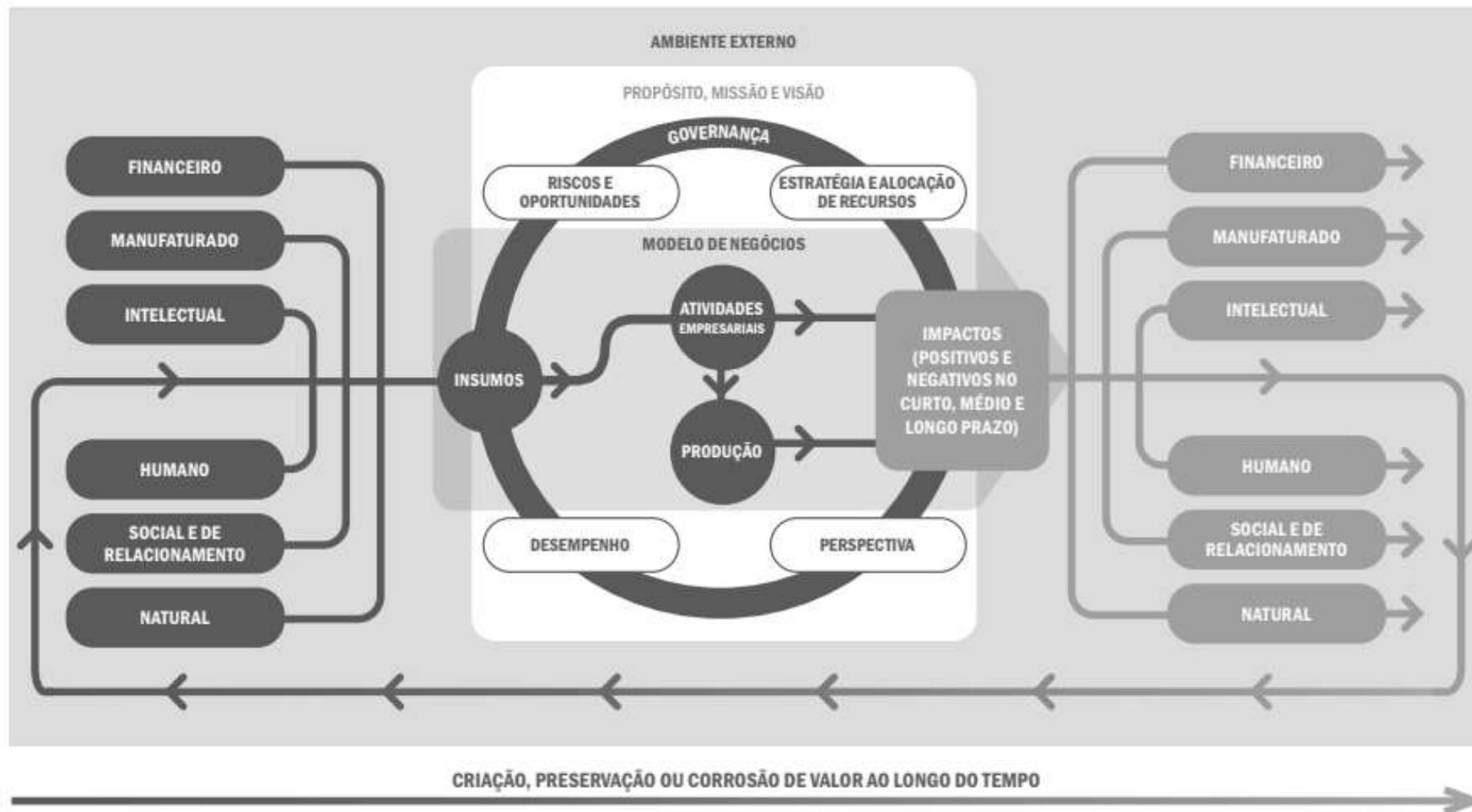


Figura 1 - Processo de Criação, Manutenção e Destruição de Valor pela Organização

Fonte: *Framework* do Relato Integrado (IIRC, 2021)

O fluxo é dinâmico e visa colaborar com a explicação do processo de criação, manutenção e destruição de valor. Os capitais se inter-relacionam com os elementos presentes na organização, gerando resultados (aumentos, reduções ou transformações) para si ou para outros que também se relacionam com essa organização, a fim de cumprir com os propósitos estratégicos e dentro de um panorama de atuação no decorrer de um curto, médio ou longo prazo.

O Relato Integrado adota a abordagem por princípios, o que, segundo o IIRC (2021), tem por objetivo equilibrar a flexibilidade e a normatização em função da variabilidade e das características das organizações, mas permitindo um mínimo de comparabilidade entre elas. A abordagem por princípios exige, do profissional responsável pela elaboração do Relato Integrado, reflexão e sensatez quanto às informações prestadas.

Os princípios têm a função de aperfeiçoar o modo como as informações são providas, seja quanto à conectividade, à materialidade, à concisão ou, ainda, à orientação futura. A conectividade das informações é um atributo base que diferencia o Relato Integrado dos demais relatórios porque, segundo Barth *et al.* (2017), essa característica permite evidenciar, de forma holística, as inter-relações entre os diferentes fatores que influenciam a capacidade da organização de criar valor. Por isso, apesar de a empresa evidenciar uma mesma informação já comunicada, ela será apresentada no Relato Integrado de forma ampliada para a sua utilidade na tomada de decisões, de modo a proporcionar um novo valor às informações relevantes (Zhou; Simnett; Green, 2017). Os sete princípios orientadores, propostos pelo *framework* do IIRC (2021), estão apresentados na Figura 2:



Figura 2 – Princípios Orientadores para Elaboração do Relato Integrado

Fonte: *Framework* do Relato Integrado (IIRC, 2021)

Os princípios do Relato Integrado norteiam a forma como os elementos de conteúdo deverão ser evidenciados, com o objetivo de melhorar a compreensão da estrutura conceitual. Os elementos de conteúdo, complementarmente, fornecem informações extras aos investidores, por exemplo, sobre o modelo de negócios da organização.

Os princípios devem ser aplicados de forma individual e coletivamente, com o propósito de realizar a preparação e apresentação do Relato Integrado, apontando, ainda, que é necessário “julgamento ao aplicá-los, particularmente quando há uma tensão aparente entre eles, por exemplo, entre concisão e completude” (IIRC, 2021, p. 25).

O *framework* ainda prevê a construção do Relato Integrado por meio de oito elementos de conteúdo, que são colocados na forma de perguntas, de modo a possibilitar uma melhor evidenciação das informações (IIRC, 2021). Os elementos de conteúdo são interligados entre si, não são mutuamente excludentes e não têm ordem fixa de apresentação, por não se destinarem a estabelecer um padrão, mas, sim, evidenciar conexões (IIRC, 2021). Os temas dos elementos de conteúdo estão elencados na Figura 3:

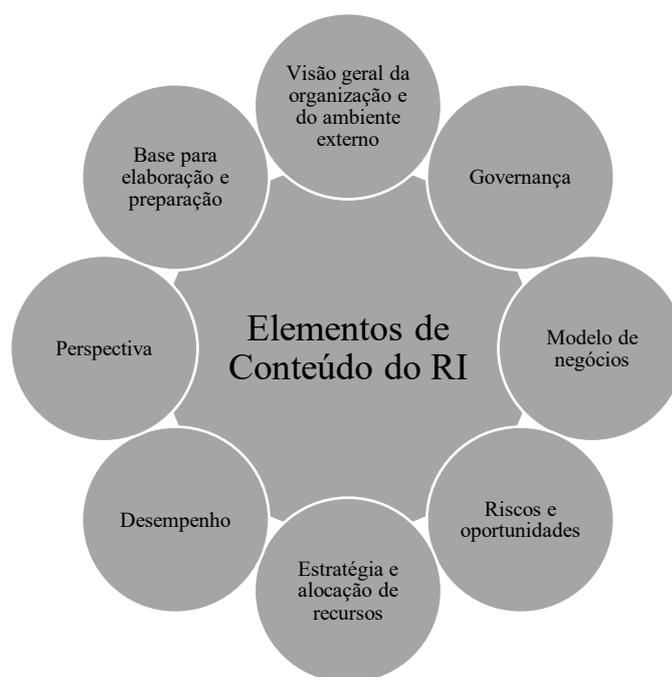


Figura 3 – Elementos de Conteúdo para Elaboração do Relato Integrado

Fonte: *Framework* do Relato Integrado (IIRC, 2021)

Os capitais, a abordagem por princípios e os elementos de conteúdo são instigados por conceitos fundamentais do Relato Integrado relacionados à materialidade, à conectividade e ao pensamento integrado (IIRC, 2021).

Destaca-se que a materialidade se faz presente no Relato Integrado ao considerar as informações que afetam substancialmente a geração de valor. A conectividade de informações permeia um Relato Integrado quando este apresenta uma visão holística da combinação, da inter-relação e da dependência de fatores impactantes sobre a mesma geração de valor. A partir do momento em que há uma consideração ativa das relações entre as várias unidades

operacionais, funcionais e de capitais, utilizadas e impactadas por uma organização, procura-se pensar de forma integrada, o que, conseqüentemente, levará à tomada de decisões e à execução de ações integradas, considerando a criação, a manutenção e destruição de valor.

Em síntese, a adoção dos princípios orientadores e dos elementos de conteúdo, no ato da elaboração do Relato Integrado, permitirá obter uma visão mais coesa e eficiente dos fatores que influenciam materialmente a capacidade da empresa de criar valor ao longo do tempo, propiciando uma correta tomada de decisão (IIRC, 2021).

Na pesquisa de Nada e Gyori (2023) foram investigadas a adoção e qualidade dos Relatos Integrados na União Europeia. De 4.122 firmas listadas nas bolsas de valores dos países da União Europeia, entre 2013 e 2020, apenas 147 adotaram o Relato Integrado. Os países com mais firmas adotantes foram Espanha, França e Holanda. Os achados mostraram que a qualidade do Relato Integrado melhorou ao longo do tempo, aumentando de 49,3% em 2013 para 77% em 2020, demonstrando uma curva de aprendizagem. As firmas do setor financeiro e industrial foram as mais recorrentes. Conforme os autores, estudos futuros podem investigar os fatores que influenciam a adoção e qualidade das divulgações, bem como suas conseqüências.

Baditoui *et al.* (2023) buscaram investigar se a divulgação de Relatos Integrados teria influência no desempenho dos emissores no mercado de capitais, avaliando-se o valor de mercado, retorno e risco. Avaliaram 48 empresas europeias no período de 2019 a 2021. Os autores não observaram reações consistentes e significativas nas séries temporais analisadas logo após a publicação dos Relatos Integrados. Esse fato, levou à conclusão que, apesar do tema ser atual a nível mundial, não é uma característica fundamental no processo de tomada de decisões de curto prazo dos investidores. Para pesquisas futuras, os autores sugerem que se avalie a intensidade das reações do mercado, se é mais forte no que se refere a informações negativas ou más notícias do que em relação a boas notícias ou informações positivas.

O estudo para compreender o estado da arte do Relato Integrado realizado por Songini *et al.* (2023) buscou destacar as áreas onde seriam necessárias mais investigações acadêmicas para estudos futuros. Um dos campos de estudos pouco pesquisados, segundo os autores, está relacionado a identificar os benefícios da adoção do Relato Integrado, tanto para a empresa quanto em termos de impacto no contexto socioeconômico. Outra linha de estudos, que segundo os autores, foi iniciada nos últimos anos, mas, que requer pesquisas, relaciona-se às variáveis do processo de elaboração do Relato Integrado, especificamente, ao tom da comunicação e à forma como a informação é apresentada. E ainda, realizar estudos do Relato Integrado do ponto de vista de um mecanismo de gestão e governança destinado a difundir o pensamento integrado

e as práticas gerenciais consistentes nas organizações. Este último seria investigado, principalmente, por meio de análises empíricas baseadas em estudos de caso.

Ahmadi e Amara (2023) investigaram os fatores que influenciam a qualidade do Relato Integrado como uma ferramenta de divulgação eficaz. Eles analisaram características da governança, como tamanho e independência do conselho, juntamente com outros aspectos, como desempenho ESG, tamanho da empresa, lucratividade e alavancagem. Descobriram que empresas com alta performance em governança tendem a produzir Relatos Integrados de melhor qualidade. Os autores observaram que, em países em desenvolvimento, a estratégia de responsabilidade social corporativa é, muitas vezes, vista como uma tentativa de gerenciamento de impressões, destinada a acalmar os *stakeholders* e/ou proteger interesses dos acionistas.

Fernandes e Barbosa (2022) buscaram examinar os fatores associados a divulgação voluntária do Relato Integrado no cenário brasileiro. Segundo os autores, o contexto brasileiro é relevante, à medida que o país é cada vez mais relevante nos mercados internacionais. Os achados demonstraram associação positiva da rentabilidade e do *market-to-book* da empresa com a probabilidade de divulgação do Relato Integrado. O estudo foi um dos primeiros a investigar as características da realidade brasileira quanto à implementação do Relato Integrado.

Dentro da mesma perspectiva do contexto brasileiro, Carmo *et al.* (2023) investigaram os determinantes, as barreiras para adoção voluntária e as práticas de produzir e divulgar um Relato Integrado. As descobertas apontam que a adoção do Relato Integrado pode ser motivada pela percepção de uma vantagem relativa sobre as divulgações tradicionais em relação ao *disclosure* de informações essenciais aos fornecedores de capital (Carmo *et al.*, 2023). Outro aspecto relevante indica que as firmas estão em estágio diferentes de aprendizagem do Relato Integrado (Carmo *et al.*, 2023). Os autores afirmam que a divergência entre as empresas quanto à preparação do Relato Integrado pode gerar, também, diferentes percepções quanto ao custo e à complexidade, apresentando como uma possível barreira a sua adoção.

Como pode ser visto, o Relato Integrado se trata de uma divulgação que exige mudanças na gestão das organizações para atingir os objetivos de pensamento integrado e conectividade. Pelas características de ser uma divulgação voluntária, elaborada com informações financeiras e não financeiras, pautada em princípios, como orienta seu *framework*, desafia a comparabilidade entre as instituições, mas é necessária numa avaliação abrangente em termos de criação de valor e de sustentabilidade das firmas, ainda mais em um cenário em que as práticas ESG vem ganhando cada vez mais destaque.

2.2 ESG e Melhores Práticas

É crescente a expectativa da sociedade para que as empresas assumam o compromisso responsável no que diz respeito à sustentabilidade. A contemporaneidade, marcada pela escassez de recursos naturais e pelas mudanças climáticas, requer que a competitividade empresarial se conecte com as questões ambientais, sociais e de governança. Bizoumi, Lazaridis e Stamou (2019) reforçam que as organizações não alcançam êxito de sustentabilidade em um ambiente social demasiadamente precário e marcado pelo agravamento das desigualdades sociais e em virtude da degradação ambiental. Os autores acreditam que o ambiente de vulnerabilidade social e política representa riscos para as empresas porque inviabiliza a lucratividade e o sucesso a longo prazo.

No passado, questões ambientais, sociais e de governança não estavam dentro do escopo de abordagem financeira e de resultados das empresas. Contudo, esse panorama vem mudando e essas questões passam a ser consideradas relevantes, visto que elas afetam o desempenho e a capacidade de criação de valor por parte das empresas em longo prazo (Bizoumi; Lazaridis; Stamou, 2019). Para Nawaz e Koç (2018), é ultrapassado discutir a respeito da necessidade de as empresas buscarem ser sustentáveis, pois, o que está em debate é como praticar a sustentabilidade diariamente. De acordo com Bizoumi, Lazaridis e Stamou (2019), a instabilidade vivenciada e as questões ambientais, sociais e de governança promovem efeitos adversos e disruptivos em muitos modelos de negócios, tradicionais ou não.

De acordo com Nawaz e Koç (2018), os variados segmentos empresariais, tradicionais ou não, buscam por modelos de negócios que tenham o propósito da sustentabilidade e compromisso com a sociedade. A Bolsa de Valores do Brasil – Brasil, Bolsa e Balcão [B]³, na segunda edição do seu Guia de Sustentabilidade para Investidores, elenca alguns motivos que justificaria o investimento em sustentabilidade, dentre eles: a identificação de novas oportunidades de negócios por meio da inovação; geração de receitas, adaptando-se produtos e serviços para atender a novas demandas; redução de custos por meio da otimização do uso de recursos naturais na produção; produtividade mediante atração e retenção de capital intelectual; e a mitigação de riscos pela redução da exposição a ameaças socioambientais (B3, 2016).

A expressão *Triple Bottom Line* (TBL) é o tripé para definição da sustentabilidade, tendo sido criada por John Elkington e disseminada a partir de 1997 em seu livro “*Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st century*”. A expressão *Triple Bottom Line People, Planet and Profit*, que significa em português Pessoas, Planeta e Lucros, considera os âmbitos ambiental, social e econômico para sustentabilidade. Em um contexto corporativo, a

sustentabilidade refere-se à incorporação de considerações ambientais, sociais e de governança na estratégia de negócios e na tomada de decisões (Bizoumi; Lazaridis; Stamou, 2019).

Assim, o acrônimo ESG, segundo Pacto Global Rede Brasil (2021, p.1), é “uma sigla em inglês que significa *environmental, social e governance* e corresponde às práticas ambientais, sociais e de governança de uma organização”. O termo foi concebido em 2004 em uma publicação do Pacto Global das Nações Unidas em parceria com o Banco Mundial, denominada *Who Cares Wins*. A publicação decorreu de uma provocação do secretário-geral das Nações Unidas (ONU), Kofi Annan, a 50 presidentes de grandes instituições financeiras sobre como integrar fatores sociais, ambientais e de governança no mercado de capitais (Pacto Global Rede Brasil, 2021).

Vale destacar que o tripé da sustentabilidade, idealizado por John Elkington, considera os aspectos ambientais, sociais e econômicos, mas a designação ESG não contempla o âmbito econômico. Evidentemente, o fator econômico é imprescindível para toda e qualquer empresa em razão das análises que se pretende fazer, especialmente, pelo mercado financeiro, visto que é a partir dessas análises que vão originar as avaliações das dimensões não financeiras capturadas pelos fatores ambientais, sociais e de governança (Syed, 2017).

Strine, Smith e Steel (2021) afirmam que há uma tendência de que as ações ESG sigam para uma complementação de ações econômicas, sendo a *Economic, Environmental, Social e Governance* representada pela sigla EESG que, em português, significa Econômico, Ambiental, Social e Governança. A designação EESG vem se incorporando às empresas dos mais variados segmentos e tamanhos, as quais buscam se atualizar frente a essa tendência de mercado (Strine; Smith; Steel, 2021). Nesta tese, a sigla utilizada é ESG, que contempla os aspectos ambiental, social e de governança e impactam prospectivamente a dimensão econômica das empresas.

Kanamura (2021) declara que os investimentos em ESG estão se tornando predominantes em relação aos investimentos financeiros. O autor explica, ainda, que os investimentos em ESG contribuem, tanto para o alcance das metas de desenvolvimento sustentável no mundo, quanto proporciona benefícios econômicos contínuos para as empresas.

Reitera-se também que as discussões em todo o mundo se voltaram para as questões sociais e ambientais, além de uma corrida corporativa com o objetivo de se adequar e progredir com os aspectos ESG dentro das organizações (Kanamura, 2021). Díaz, Ibrushi e Zhao (2021) materializam essa tendência ao exemplificar que, mesmo antes da Pandemia da Covid-19, o *The Wall Street Journal* declarava, em 24 de junho de 2019, que os investidores passaram a ser mais seletivos na formação de seus portfólios, agregando mais de suas participações em empresas alinhadas às questões ambientais e sociais.

Ainda sobre o período da Covid-19, Díaz, Ibrushi e Zhao (2021) explicam que os investimentos ESG se popularizaram, visto que, apenas no período de abril a junho de 2020, um terço das negociações de fundos europeus foram de fundos de ações sustentáveis. No mesmo período, os fundos ESG atraíram, em escala global, US\$71,1 bilhões, alcançando um recorde de capitalização de mercado no patamar de US\$ 1 trilhão (Díaz; Ibrushi; Zhao, 2021). Outros dados de representatividade dos investimentos em ESG foram levantados pela *Global Sustainable Investment Alliance*, em 2023, conforme a Tabela 1:

Tabela 1: Ativos Totais sob Gerenciamento 2016 a 2022 (Em bilhões de dólares)

Descritivo	2016	2018	2020	2022
Total ASGR*	81.948	91.828	98.416	124.487
Total de investimento sustentável apenas ASGR*	22.838	30.683	35.301	30.321
% Investimentos Sustentáveis	27,9%	33,4%	35,9%	24,4%
Aumento do % de Investimento Sustentável (comparado com o período anterior)		34,4%	15,1%	n/a**

Nota: * Ativos sob gerenciamento das regiões (Europa, Estados Unidos, Canadá, Austrália, Nova Zelândia, Japão).

**Em 2022 não se aplica, devido à mudança de metodologia.

Fonte: (Adaptado de GSIA, p. 10-11, 2023)

O total de ativos gerenciados, profissionalmente, durante o período do relatório cresceu para US\$ 124,4 trilhões, conforme mostrado na Tabela 1. Os ativos de investimento sustentável representavam 24,4% do total de ativos sob gestão em 2022. Para o último período analisado, observou-se uma redução da participação dos investimentos sustentáveis sobre o total de investimentos gerenciados, em função da mudança na metodologia nos EUA e a quantidade de ativos representados. Apesar disso, com aproximadamente 30 trilhões de dólares em investimentos sustentáveis, os dados comprovam a relevância que deve ser acompanhada por aqueles que ainda não se convenceram da relevância dos investimentos em ESG.

Destaca-se que essa tendência é decorrente, também, de pressões externas e crescentes, especialmente, de *stakeholders* relacionados às organizações. Os *stakeholders* solicitam às empresas que incorporem aspectos ESG em suas atividades, façam adesão a um comportamento mais sustentável e gerem menos impactos na sociedade e no meio ambiente (Raimo *et al.*, 2021; Vitolla *et al.*, 2021; Zaccone; Pedrini, 2020). Assim, cabe a cada empresa identificar os *stakeholders* conectados ao seu negócio e o tratamento a ser oferecido quanto às informações a serem disseminadas.

Por sua vez, Zaccone e Pedrini (2020) analisaram os principais *stakeholders* e suas ações de influência em prol da mudança de comportamento das empresas, sendo eles: (i) crescente número de consumidores exigem das empresas o fornecimento de produtos sustentáveis; (ii) funcionários que buscam equilíbrio entre vida profissional e pessoal passam a se candidatar às

vagas que valorizem aspectos que vão além do salário; (iii) governos passam a promover regulamentações mais rigorosas quanto às diretrizes ESG, formando o comportamento empresarial; (iv) investidores cada vez mais se interessam por investimentos ESG e fundos gestores de ativos e passam a abarcar os aspectos ESG em suas tomadas de decisões, com o fim de reduzir os riscos de longo prazo e aumentar os seus retornos.

Em consonância com a crescente procura por investimento ESG, encontram-se os estudos acadêmicos, os quais reconhecem que há indícios expressivos de maior acesso às informações e menor custo de capital para empresas que priorizam a transparência e o desempenho ESG satisfatório (Cheng; Ioannou; Serafeim, 2014). Novos estudos encontraram relações positivas entre o desempenho em aspectos ESG e o desempenho financeiro (Khan; Serafeim; Yoon, 2016). Além disso, outros estudos examinaram a correlação entre as classificações ESG com variáveis de interesse, tais como, desempenho de mercado de ações, desempenho contábil e restrições financeiras (Christensen; Serafeim; Sikochi, 2022; Hubbard; Christensen; Graffin, 2017). Por outro lado, o estudo de Nsibande e Sebastian (2023) indicou que os retornos das ações não foram significativamente influenciados pelas pontuações ESG.

De acordo com Bizoumi, Lazaridis e Stamou (2019), o número de empresas que realizam a medição e divulgação de informações não financeiras, cresceu, exponencialmente, mais especificamente, 85% das empresas da S&P 500, aproximadamente, divulgaram informações ESG em 2017. A partir das informações divulgadas, ocorre a classificação de risco ESG, que é operacionalizada por empresas provedoras de dados de mercado, denominadas agências de classificação.

Essas agências têm um papel importante no mercado de capitais, por analisar uma organização quanto ao seu desempenho nas dimensões ESG e qual o risco financeiro para os investidores. Christensen, Serafeim e Sikochi (2022) afirmam que as agências de classificação se tornaram relevantes intermediários de informações nos mercados de capitais, atendendo às necessidades de coleta, interpretação, agregação e distribuição de dados ESG como acontece, similarmente, com as agências de *rating* de crédito.

Nas últimas décadas, diversas agências de classificação de dados ESG surgiram no mercado, estando, dentre as maiores, que são reconhecidas pelo número de clientes que atendem e influenciam nas decisões de investimentos, a empresa americana *Morgan Stanley Capital International* (MSCI), a LSEG Data & Analytics, que é subsidiária da britânica *London Stock Exchange Group* (LSEG), e a holandesa *Sustainalytics* (Christensen; Serafeim; Sikochi, 2022).

Segundo Christensen, Serafeim e Sikochi (2022), a MSCI é considerada a maior provedora de dados para comunidade de investimentos. Destaca-se que a Financial & Risk, da

Thomson Reuters, foi rebatizada, em 2018, para Refinitiv e negociada com a LSEG em 2019, a qual realizou a transição do nome da plataforma para LSEG Data & Analytics em 2023, doravante apenas LSEG. Cada agência de classificação conta com uma equipe composta de mais de 300 analistas ESG, que são responsáveis por coletar e avaliar os dados ESG que resultam nas classificações ESG, também denominadas *Score* ESG.

O *Score* ESG decorre de avaliações realizadas sobre uma empresa quanto à qualidade, ao padrão e ao seu desempenho em aspectos ambientais, sociais e de governança. As avaliações ocorrem durante o ano todo e não existe uma data central para que sejam publicados os *scores* ESG das diferentes empresas.

Os aspectos ESG referem-se aos elementos utilizados na mensuração do desempenho sustentável das companhias, portanto, determinantes de melhores práticas ESG (Christensen; Serafeim; Sikochi, 2022). Esses fatores, por exemplo, se relacionam a: (i) emissões de poluentes, uso da água ou de recursos não renováveis (na esfera ambiental); (ii) retratam a diversidade no local de trabalho, saúde e segurança, greves trabalhistas (no âmbito social); e (iii) se relacionam à gestão do conselho, às questões de agenda, corrupção (na área de governança) (Sharma; Panday; Dangwal, 2020). As empresas com melhores práticas ESG são aquelas com maiores *scores* ESG fornecidos pelas agências de classificação, que correspondem ao desempenho superior nos aspectos ESG e, também, em maior transparência na geração de relatórios públicos sobre os dados ESG.

As melhores práticas ESG das empresas têm uma relação de interdependência com os *scores* superiores de ESG. Não necessariamente, uma empresa que obtém o *score* ESG representaria uma chancela de que pratica os aspectos ESG com qualidade, porque os *scores* podem ter uma variabilidade de 0 a 100 pontos e, também, pelo fato de que o *score* é dinâmico e passível de reclassificação no decorrer do ano, em função das informações controversas divulgadas, bem como não é garantido a sua replicação no ano seguinte. Por exemplo, dois anos de *scores* altos não garantem a sua continuidade no ano seguinte, pelo fato de depender da efetividade do trabalho sobre os aspectos ESG realizado, somado à não ocorrência de adversidades.

A LSEG, para realizar as coletas de dados que serão analisados, considera os relatórios anuais corporativos e de sustentabilidade, bem como analisa as informações dos sites das empresas e de ONGs, coleta informações provenientes de reguladores, de dados arquivados na bolsa de valores e de fontes de notícia (LSEG, 2023).

Assim, as informações são atualizadas uma vez ao ano e, quando existem informações quanto a alguma mudança relevante na estrutura de relatório, ou se trata de notícias e

controvérsias divulgadas pela mídia global, são realizadas as devidas atualizações. Segundo a LSEG (2023), a esta atualização do *Score ESG* é dado o nome de *ESG Controversies Score*, que também irá compor o *ESG Combined Score*, que é a combinação do *ESG Score* originalmente divulgado com *ESG Controversies Score* atual.

Com objetivo de examinar a influência dos *scores* ESG Controverso nos valores das empresas, Passos e Campos-Rasera (2023) utilizaram dos indicadores fornecidos pela Plataforma Refinitiv (atual LSEG) e relacionaram com o Q de Tobin, Market-to-book e a capitalização de mercado. Os achados sinalizaram uma relação negativa, colaborando com a visão de que as controvérsias ESG produzem efeitos negativos nas análises dos resultados futuros (Passos; Campos-Rasera, 2023). As autoras alertam quanto à necessidade de novos estudos relacionados aos impactos dos aspectos ESG, que possam gerar efeitos sobre novos elementos, além do valor da empresa. Por fim, destacam que um dos pontos relevantes da pesquisa demonstrou que características qualitativas das controvérsias ambientais, sociais e de governança têm impacto sobre o valor da empresa (Passos; Campos-Rasera, 2023).

Discorrido sobre ESG e melhores práticas, sintetiza-se que a viabilidade da lucratividade e êxito a longo prazo, como referência de sustentabilidade empresarial, será efetiva se houver mudança do comportamento para a prática de ações que visem reduzir as desigualdades sociais e a degradação ambiental, tanto na operação da empresa quanto de seus parceiros na cadeia produtiva. A prática da sustentabilidade diária pelas empresas pode se refletir economicamente por meio dos consumidores, credores e investidores, seja consciência de consumo ou mitigação de riscos. Assim, permite compreender se as melhores práticas ESG correlacionam com as variáveis econômico-financeiras ou refletem manipulação de narrativas contábeis, dada a discricionariedade da divulgação voluntária.

2.3 Teoria da Divulgação e Divulgação Voluntária

Este estudo está fundamentado na Teoria da Divulgação ou Teoria do *Disclosure*, visto que o Relato Integrado é um documento corporativo voluntário, passível de discricionariedade pelos gestores, que julgam quais informações divulgar, omitir ou reter ao máximo, mediante o efeito positivo ou negativo que podem gerar à empresa (Dye, 2001).

A divulgação de informações contábeis e financeiras, pelas empresas, com a finalidade de transparência e comunicação com os usuários, pode ocorrer de maneira obrigatória ou voluntária. A divulgação obrigatória caracteriza-se por se submeter a uma regulação, que obriga as empresas a evidenciar determinadas informações. Ela é entendida como necessária,

porque as empresas não ofertam informações suficientes aos usuários, as empresas por outro lado, justificam que certas informações são estratégicas e acabariam por beneficiar seus competidores (Yamamoto; Salotti, 2006).

A evidenciação espontânea e sem obrigação vinculada é a divulgação voluntária, pela qual as empresas buscam atender as carências informacionais, particularmente, dos investidores. A divulgação voluntária explicita as informações úteis que excedem ao que é exigido por lei e são livremente selecionadas pelos gestores (Meek; Roberts; Gray, 1995). Mesmo que não obrigatória por força de lei, o mercado aguarda que as empresas façam a divulgação de informações de forma voluntária (Barth *et al.*, 2021a).

A Teoria da Divulgação foi desenvolvida na década de 1980, a partir dos estudos seminais de Verrecchia (1983) e Dye (1985). Segundo a Teoria da Divulgação, as informações são divulgadas em função de um processo interno, visto que as evidenciações ocorrerão mediante os incentivos recebidos por gestores e/ou empresas (Salotti; Yamamoto, 2008). O escopo da Teoria da Divulgação é buscar esclarecer sobre o fenômeno da divulgação das informações por parte das corporações (Dye, 1985; Verrecchia, 1983).

Dye (2001) está alinhado à taxonomia de Verrecchia (2001), o qual compreende que a divulgação voluntária de informações pode ser classificada em: (i) divulgação baseada em associação; (ii) divulgação baseada em julgamento; (iii) e divulgação baseada em eficiência. Os autores, entretanto, divergem quanto a outro quesito, visto que Verrecchia (2001) entende que não existe uma Teoria da Divulgação única ou integrada, mas, sim, várias teorias em função da ausência de um paradigma central que demarque as pesquisas na área. Ao contrário, Dye (2001) acredita em uma única teoria e afirma que as empresas divulgam informações quando essas são favoráveis e omitem quando são desfavoráveis ou não são bem vistas pelo mercado.

Nesse sentido, a Teoria da Divulgação tem como princípio que as empresas busquem promover divulgações que lhe são favoráveis, inclusive de dados ambientais que são voluntários e passíveis de discricionariedade (Dye, 2001). Segundo o autor, as empresas comunicam desempenhos positivos e omitem outras informações com o objetivo de não causar prejuízos à empresa em função de má interpretação das narrativas por parte dos *stakeholders*. Ainda, Dye (2001) assevera que a Teoria da Divulgação é capaz de explicar as divulgações das informações pelas organizações, inclusive porque é de juízo do agente a escolha em divulgar.

Os custos e os benefícios de se divulgar são outros fatores importantes considerados por gestores antes mesmo da elaboração e publicação das informações, conforme aponta Verrecchia (2001). O custo principal é o de fornecer informações estratégicas, que podem ser utilizadas

pelos concorrentes, além dos custos de coleta, tratamento, organização e divulgação propriamente dita.

De acordo com Verrecchia (2001), os gestores detêm informações cuja divulgação não é obrigatória, logo eles avaliam em quais condições deveriam ser comunicadas. O autor afirma que, ao mesmo tempo em que não se veem obrigadas a divulgar totalmente suas informações, as empresas também não as retêm integralmente. Por fim, Verrecchia (2001) alerta que as empresas incorrem no ato de divulgar para mitigar problemas em decorrência de não se promover a divulgação.

Dentre os estudos que tratam da evidenciação obrigatória e voluntária, enfatiza-se o de Barth *et al.* (2021a), que investigaram se a evidenciação voluntária substitui a obrigatória. De forma sucinta, os autores constataram que a divulgação voluntária, no contexto de redações de contrato, mitiga a maior incerteza de informação associada à redução de divulgação obrigatória, mas não totalmente. E, ainda, as empresas substituem as divulgações voluntárias de não-lucros e lucros por divulgação obrigatória reduzida e fornecem mais divulgações voluntárias em antecipação à redução da divulgação obrigatória.

De acordo com Healy e Palepu (2001), a credibilidade da evidenciação voluntária é contestada, muitas vezes, em função dos diversos incentivos pessoais atribuídos aos executivos das organizações. Agrega-se, ainda, o fato de que as divulgações voluntárias, normalmente, não sofrem auditorias e/ou somente podem ser confirmadas em um período futuro (Ferreira; Rezende, 2007). Não obstante, existem premissas que fortalecem a confiabilidade na divulgação voluntária e que sugerem que a manipulação de informação pelos executivos geraria altos custos judiciais, levaria à deterioração da marca, bem como atingiria a reputação dos gestores (Verrecchia, 2001).

Três fatos, conforme sugerem Leuz e Wysocki (2008), contribuíram para o debate sobre o papel da evidenciação contábil, seja por relatórios contábeis ou por meio de evidenciação voluntária. Inicialmente, os autores destacaram os escândalos corporativos (Enron, Worldcom) e as crises financeiras (mercado de crédito ou *sub-prime*) que exigiram reformas na regulação e requereram o aumento de evidenciação e de transparência por parte das empresas. Em segundo lugar, os autores apontam a adoção do IFRS por diversos países, em busca da harmonização das normas contábeis. E, por fim, eles destacam que a crescente internacionalização dos mercados leva à competitividade a nível global, o que também exigirá a regulação de títulos e valores mobiliários no mesmo nível.

Apesar de a regulação impor uma variedade de divulgações obrigatórias, por meio dos relatórios contábeis, as empresas têm à sua disposição outras maneiras de gerar evidenciação

voluntária, como teleconferências, prospectos, comunicados à imprensa e *websites* (Hassan; Marston, 2019).

Para Yamamoto e Salotti (2006), é basilar entender as motivações que levam os executivos a realizarem a evidenciação voluntária e o modo como essa evidenciação se torna confiável. No estudo de Healy e Palepu (2001, p. 406), dentre os motivos que levam à divulgação voluntária, identificaram-se seis razões que afetam as decisões dos executivos: “transações no mercado de capitais, competição por controle empresarial, compensação de ações, custo de litígio, sinalização do talento dos gestores e custos de propriedade”. Healy e Palepu (2001) acrescentam, ainda, que o estudo sobre evidenciação voluntária tem como foco o papel das informações e dos relatórios contábeis para os mercados de capitais.

A motivação dos executivos quanto à evidenciação voluntária pode reduzir em função do aumento dos custos de evidenciação (Verrecchia, 2001). Como consequência, quando a divulgação voluntária ocorre, a empresa assume que os benefícios em divulgar superaram os custos atribuídos a essa evidenciação (Verrecchia, 2001).

Os benefícios podem se relacionar, por exemplo, à liquidez, à volatilidade das ações e à redução da assimetria das informações e dos custos de agência. Zhou (2004), em seu estudo, confirmou a influência positiva que o aumento da evidenciação tem na liquidez das ações das empresas. Medeiros e Quinteiro (2005), por sua vez, apresentaram evidências empíricas que a evidenciação é inversamente proporcional à volatilidade dos retornos das ações. Os resultados do estudo demonstraram que melhores níveis de evidenciação reduzem os riscos associados com as ações das empresas.

Ainda quanto ao aspecto dos benefícios da evidenciação voluntária, Verrecchia (2001) explana que o aumento da evidenciação pode reduzir a assimetria informacional entre a empresa e os investidores. Nesse sentido, haveria redução da incerteza quanto ao desempenho das ações, com aumento da confiança, resultando em menores custos de capital para as empresas. E, ainda, Frias-Aceituno, Rodríguez-Ariza e García-Sánchez (2014) asseveram que a prática de evidenciação de informações voluntárias tem a potencialidade de reduzir os custos de agência.

Ressalta-se que os custos de evidenciação sofrem aumentos à medida que o volume de informações divulgadas também se eleva, em função dos custos de preparação e divulgação. Outro custo relevante a ser considerado é o custo de propriedade. Segundo Leuz e Wysocki (2008), o custo de propriedade é aquele em que a empresa incorre porque realiza a divulgação de informações que podem ser utilizadas por concorrentes que conhecerão sobre as estratégias ou decisões da empresa.

Além dos benefícios que devem superar os custos, para que os relatórios voluntários sejam, de fato, elaborados e publicados, o IIRC (2018) considera que o mercado demanda, das evidenciações voluntárias, a superação de certos desafios ainda presentes na sua estrutura. A demanda do mercado é por maior coerência, consistência e comparabilidade entre as estruturas dos relatórios, seus padrões e requisitos relacionados (IIRC, 2018). Sierra-García, Zorio-Grima e García-Benau (2015) explicam que os relatórios anuais obrigatórios têm ênfase nas informações financeiras, enquanto os relatórios voluntários têm enfoque em questões sociais e ambientais, o que propiciaria uma complementação de informações para tomada de decisões.

A tendência de os relatórios voluntários estarem voltados para questões sociais e ambientais é oriunda de décadas de exploração descontrolada da natureza, especialmente, a partir da segunda metade do século XX (Virtania; Siregar, 2017). Contudo, o avanço da degradação ambiental promoveu uma maior conscientização dos cidadãos em relação à temática que trata da preservação ambiental (Crespi; Migliavacca, 2020). Adicionalmente, essa mudança de comportamento deixou de ser uma preocupação, que antes era limitada apenas a ambientalistas e cientistas, para se tornar uma pauta do cotidiano do cidadão, da sociedade, dos governos e das empresas (Zaccone; Pedrini, 2020).

Carvalho e Kassai (2014) afirmam que a Organização das Nações Unidas (ONU) promoveu três grandes reuniões mundiais que contribuíram para discussão e conscientização ambiental em níveis globais. Com o propósito de debater sobre problemas relacionados aos limites da natureza e sobre o futuro da humanidade, ocorreram as conferências internacionais em Estocolmo (1972), no Rio de Janeiro (1992), além da Rio+20 (2012).

Paralelamente, na década de 1970, começaram a ser publicados relatórios ambientais (tal como, *Bilan Social*) que divulgavam os impactos das firmas no ambiente natural, seguidos, na década de 1980, por relatórios de sustentabilidade mais amplos (inspirados no Relatório de Brundtland) com a finalidade de abordar as preocupações sobre saúde e segurança, direitos humanos e corrupção, o que se deu, principalmente, após vários escândalos (Nylander, 2015).

Nota-se que, nos anos que se seguiram, criaram-se iniciativas para desenvolvimento de divulgações voluntárias que viessem a comunicar e suprir as demandas informacionais do mercado. Expressões como *Triple Bottom Line (TBL - Planet, People, Profit)* estão sendo utilizadas há anos por gestores de empresas, com objetivo de incorporar, nos relatórios, a evidenciação de capital ambiental, capital humano e capital econômico (Setia *et al.*, 2015). Para Rizzi *et al.* (2019), conceitos mais abrangentes de desenvolvimento sustentável apoiam-se na integração de questões que envolvem as áreas sociais, ambientais e econômicas do TBL.

Como exemplificação das iniciativas e das inquietações dos aspectos ambientais, tem-se o *Bilan Social* na França (1977) como primeiro balanço social, além de relatórios de sustentabilidade no formato do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase) no Brasil (1997), do padrão da *Global Reporting Initiative* (GRI) (1997), da Demonstração do Valor Adicionado (DVA) no Brasil (2007) e do Relato Integrado (2013) (Carvalho; Kassai, 2014). Esses são relatórios com proposta de evidenciar, de maneira voluntária, informações para os mais variados tipos de *stakeholders*. Além disso, as empresas passaram a produzir, de forma voluntária, relatórios de RSC, com o objetivo de convencer a sociedade e os *stakeholders* quanto ao seu comportamento corporativo ligado às responsabilidades sociais e ambientais (Lozano; Huisinigh, 2011).

De acordo com a definição de Christensen, Hail e Leuz (2021, p.7) a RSC representa “atividades e políticas corporativas que avaliam, gerenciam e governam as responsabilidades de uma empresa e seus impactos na sociedade e no meio ambiente”. Os autores ainda informam que a RSC, frequentemente, tem como propósito desenvolver o bem-estar social, ou ainda, alcançar a sustentabilidade das atividades empresariais. A abrangência da RSC é ampla quanto aos tópicos relacionados aos aspectos ESG, os quais são capazes de se conectarem indireta ou potencialmente às principais atividades corporativas (Christensen; Hail; Leuz, 2021).

Definições como de RSC e de Sustentabilidade podem ocasionar dúvidas quanto a serem a mesma expressão ou se tratar de conteúdos divergentes. Os relatórios RSC e de Sustentabilidade preconizam que seus significados são próximos e são usados, frequentemente, como similares. Contudo, a RSC se apresenta de modo mais amplo e normativo, enquanto o termo sustentabilidade representaria o “horizonte de longo prazo” (Christensen; Hail; Leuz, 2021).

Neste estudo, são considerados relatórios com as denominações de Relatório de Sustentabilidade, Relatório de Responsabilidade Social Corporativa, Relatório de Responsabilidade Social Empresarial, Relatório Ambiental, Relato ou Relatório Integrado, desde que as empresas tenham declarado que os elaboram em conformidade com o *framework* do IIRC. Ademais, as firmas podem apresentar o relatório anual com a inclusão de informações de RSC, ou optarem por divulgar o relatório de RSC em separado, nomeando-o de Relatório de Sustentabilidade, de Responsabilidade Corporativa ou, ainda, Não Financeiro. Em termos de um relatório que combina as informações financeiras e não financeiras, a expressão Relato Integrado é utilizada pelas instituições na identificação desse documento (Barth *et al.*, 2017).

O sistema financeiro está em transformação, afastando-se de um paradigma exclusivamente de maximização de lucro para se conectar às externalidades corporativas, como

o impacto social e ambiental, promovidas pelas atividades operacionais e que afetam a dinâmica do mercado (Loorbach; Schoemaker; Schramade, 2020).

Em sua pesquisa, Cenci (2023) discute as contradições desse novo sistema financeiro em relação à fonte de informação disponível. Os investidores e analistas são participantes desse novo mercado que necessitam de informações a respeito do comportamento sustentável das corporações, interessados em alocar o capital de maneira mais produtiva e sustentável (Cenci, 2023). Entretanto, segundo a autora, as informações não financeiras são divulgadas, frequentemente, por meio de relatórios não regulamentados e voluntários. Por fim, a autora corrobora que os analistas e os investidores valorizam o conteúdo informativo das divulgações voluntárias de informações não financeiras, principalmente, quando integrada no contexto financeiro, como ocorre no Relato Integrado.

Conforme Hummel e Schlick (2016) a relação entre o desempenho da sustentabilidade das empresas e a sua divulgação voluntária permanece indefinida, tanto no campo teórico quanto no empírico. A teoria do *disclosure* voluntário sugeriria que o relacionamento deveria ser positivo, enquanto na teoria da legitimidade sinalizaria para uma relação negativa (Hummel; Schlick, 2016). Segundo os autores, as evidências empíricas apontam para uma relação mista, onde as teorias não seriam, necessariamente contraditórias, mas complementares.

Assim, Hummel e Schlick (2016) evidenciam a demanda por mudança do foco de investigação da quantidade de divulgação para a qualidade do que está sendo divulgado. Assim, os autores revelam que países com desempenho superior em sustentabilidade optam pela divulgação de sustentabilidade de alta qualidade, com objetivo de sinalizar ao mercado o seu desempenho superior, conforme a teoria da divulgação voluntária.

E ainda, que países com fraco desempenho de sustentabilidade elegem evidenciar a sustentabilidade em divulgações de baixa qualidade, ocultando o desempenho real e protegendo a sua imagem empresarial, com base na teoria da legitimidade (Hummel; Schlick, 2016). Os autores sugerem pesquisas futuras que investiguem a divulgação no período pré-regulatório, como acontece na Europa, com a Diretiva 2014, similar ao que ocorre no Brasil com as Resoluções da CVM 14/2020 e 59/2021, com as divulgações pós regulamentação para verificar a eficácia dos atos regulatórios.

A lógica por trás da adoção voluntária do *framework* do Relato Integrado, segundo Hsiao, De Villiers e Scott (2022), vincula-se ao fato dela ser ou não uma publicação dominante no país. De acordo com os autores, em países onde a divulgação voluntária do Relato Integrado não é dominante, a presença de um comitê de responsabilidade social corporativa, a experiência com as diretrizes da GRI e o desempenho social são determinantes importantes para adoção

voluntária do *framework*. Em outras palavras, em países onde o Relato Integrado não é uma divulgação voluntária predominante a adoção ocorrerá mais, provavelmente, por empresas que já possuem práticas de sustentabilidade estabelecidas.

Ao se analisar o impacto do *disclosure* ambiental negativo em relação ao retorno sobre o patrimônio líquido e o valor de mercado das empresas, Prudêncio *et al.* (2019) observaram não haver impacto sobre o desempenho operacional, mas constataram influência no desempenho de mercado. As autoras inferiram que o mercado de capitais tende a reagir quanto à divulgação ambiental negativa, onde os *stakeholders* podem suspeitar que as empresas apresentem falhas no processo de alocação de recursos. Nota-se, pelo estudo, que a variável de desempenho de mercado é mais sensível em demonstrar o impacto pela informação voluntária divulgada se comparada com a variável de desempenho operacional.

Os achados de Prudêncio *et al.* (2019) comprovaram as bases teóricas dos *stakeholders*, onde a informação auxilia à tomada de decisões, e do *disclosure* voluntário, a respeito do incentivo às empresas pela divulgação, ao passo que a divulgação voluntária impactou o valor de mercado das empresas estudadas. A pesquisa ratifica o relevante papel das divulgações voluntárias em comunicar aos *stakeholders*, particularmente os investidores, que demandam por diversas fontes de informação para contribuir no processo de avaliação, monitoramento e controle do desempenho das organizações.

Danisch (2021) discute o papel da teoria da legitimidade e da teoria do *disclosure* voluntário quanto à relação entre o desempenho dos relatórios de responsabilidade social corporativa e a extensão da divulgação ambiental e denota haver uma ambiguidade acadêmica, porque as teorias fornecem explicações concorrentes. O autor encontrou uma relação positiva entre o desempenho ambiental e a divulgação ambiental, contudo, não se mostrou significativa a relação entre o desempenho social e a divulgação social.

Apesar de parcial, Danisch (2021) explica haver evidências previstas na teoria da divulgação voluntária, porque as empresas sinalizam o seu desempenho ambiental superior por meio de uma divulgação mais extensa. O autor ainda aponta que o resultado sugere que a Diretiva 2014/95/EU se tornaria mais rigorosa, e em 2022, a atualização da referida diretiva se confirmou no sentido do rigor e ampliação das empresas a serem congregadas pela normativa.

De acordo com Park *et al.* (2023) não se pode afirmar, decisivamente, em termos da divulgação de sustentabilidade, que as teorias da legitimidade e do *disclosure* voluntário sejam concorrentes, mas sim compatíveis. Os autores reavaliam as duas teorias, usando medidas de divulgação climática baseadas na qualidade dos relatórios apresentados. As evidências dos achados repercutiram para explicações sobre os pressupostos da teoria da legitimidade, pois,

identificaram que as entidades com potencial de emissão de gases estufas estão mais propensas a optar por divulgação extensiva de baixa qualidade a respeito das alterações climáticas.

Não se encontrou indícios que apoiem a teoria da divulgação voluntária, na qual as empresas com desempenho superior preferem divulgações extensivas e de alta qualidade sobre as alterações climáticas (Park *et al.*, 2023). Apesar disso, os autores destacam possibilidade de estudos futuros que investiguem as motivações das empresas em optarem por divulgações de mudanças climáticas de alta ou baixa qualidade.

Este estudo se relaciona com duas categorias propostas por Verrecchia (2001): a Divulgação Baseada em Julgamento (ao estudar como os executivos e companhias decidem divulgar determinadas informações) e Divulgação Baseada em Associação (ao analisar como se comportam os investidores em busca da maximização da riqueza). Isso se dá, uma vez que a categoria de divulgação baseada em julgamento tem foco endógeno e no poder discricionário dos gestores de decidir o que será divulgado ou não quanto às informações a que têm acesso, mediante as motivações e incentivos que lhes são expostos. Por outro lado, a categoria de divulgação baseada em associação enfatiza o aspecto exógeno, portanto, os efeitos que a divulgação pode promover nas atitudes dos investidores no que se refere aos preços dos ativos, ao volume de negociação e os custos de capital envolvidos.

O Relato Integrado, por ser uma divulgação voluntária e os gestores deterem o poder de decidir o que será ou não informado e com qual abrangência, se relaciona diretamente com a categoria de divulgação baseada em julgamento, processo endógeno. Adicionalmente, ao verificar o efeito do conteúdo emocional do Relato Integrado sobre o valor de mercado e o custo de capital, se correlacionaria à categoria da divulgação baseada em associação, que está interligada ao comportamento de investidores e credores das companhias, processo exógeno. Ademais, os aspectos ESG são passíveis de discricionariedade pelos gestores, que podem levar ao gerenciamento de impressões, por meio do conteúdo emocional.

2.4 Gerenciamento de Impressões e Conteúdo Emocional na Divulgação Voluntária

A dinâmica do mercado de capitais é propícia para maiores incentivos às empresas de capital aberto realizarem divulgações voluntárias, se comparadas às empresas de capital fechado, em função de o custo de capital estar positivamente correlacionado à assimetria informacional. O fornecimento de informações adicionais, por meio das divulgações voluntárias, gera potencial vantagem em relação a aspectos como a assimetria informacional, o custo de capital e a acurácia de previsões dos analistas (Bernardi; Stark, 2018).

O Relatório Integrado é um exemplo dessa gama de benefícios identificados por estudos que conectaram a divulgação voluntária com a diminuição da assimetria informacional (Bernardi; Stark, 2018; García-Sánchez; Noguera-Gámez, 2017), com a redução do custo de capital (Zaro, 2019; Zhou; Simnett; Green, 2017) e, ainda, com o incremento do valor da empresa (Barth *et al.*, 2017; Cortesi; Vena, 2019). Contudo, conforme Soriya e Rastogi (2022), o Relatório Integrado enfrenta problemas de baixos atributos textuais, tais como: falta de legibilidade e uso excessivo de palavras.

Em busca de usufruir de benefícios indevidos, certos gestores podem agir de modo a manipular a informação divulgada pela empresa com o propósito de explorar a assimetria informacional existente entre ele e o investidor, tendo sido nomeada essa manipulação de gerenciamento de impressões (Merkl-Davies; Brennan, 2007). A natureza voluntária de uma divulgação pode acarretar um aumento potencial do gerenciamento de impressões (Beattie; Jones, 2000). Soma-se a isso o fato de que evidências voluntárias nem sempre estão obrigadas a auditorias externas, o que proporciona evidências discricionárias por parte dos gestores (Jones; Slack, 2010).

A terminologia gerenciamento de impressões originou-se no fim da década de 1950, na área de psicologia, por meio da obra de Goffman (1959), o qual afirmou que as pessoas se paramentam de uma personagem com habilidades de produzir boas impressões nos outros. Os estudos seminais da psicologia clínica, que abordaram o gerenciamento de impressões, foram desenvolvidos na década seguinte (Barocas; Christensen, 1968; Bidwell, 1969; Braginsky; Braginsky, 1967; Braginsky; Grosse; Ring, 1966).

Na perspectiva da psicologia, o gerenciamento de impressões, de acordo com Leary e Kowalski (1990), é entendido como um processo pelo qual os indivíduos buscam gerir as impressões que os demais formam a seu respeito. Conforme os autores, essas impressões promovem suposições na maneira como os outros indivíduos notam, julgam e os tratam, podendo alterar o seu próprio comportamento para criar emoções desejadas na visão dos outros.

No princípio da década de 1980, surgiram os primeiros estudos que abordaram a temática que trata do gerenciamento de impressões relacionado à área de negócios. Os primeiros estudos avaliaram a tentativa de gerenciamento de impressões de funcionários (Wood; Mitchell, 1981) e de executivos (Caldwell; O'Reilly, 1982) quando confrontados com suas falhas na execução de tarefas. Nesse sentido, os pesquisadores apontaram, respectivamente, desculpas ligadas a causas externas à empresa e à manipulação de informações a serem apresentadas a terceiros, sendo, nesses casos, o intuito de justificar suas falhas.

Mais adiante, Aerts (1994) investigou o gerenciamento de impressões nos relatórios contábeis. O autor analisou as explicações contábeis para o desempenho das empresas e identificou viés contábil, visto que as explicações para desempenhos negativos eram apresentadas com o uso de termos técnicos e complexos enquanto, para os desempenhos positivos, eram utilizadas terminologias de causa-efeito.

Na área de negócios, o gerenciamento de impressões é abordado como um mecanismo utilizado pelos executivos das empresas que buscam selecionar e divulgar informações, quantitativas ou qualitativas, de modo a desvirtuar a percepção dos usuários sobre as realizações da organização (Neu; Warsame; Pedwell, 1998). Nesse mesmo sentido, segundo Clatworthy e Jones (2001), o gerenciamento de impressões trata-se de uma técnica de controle de opinião das pessoas externas à empresa. Ainda no campo corporativo, Yuthas, Rogers e Dillard (2002) explicam que os gestores gerenciam as impressões dos *stakeholders*, por meio de procedimentos de manipulação estratégica dos relatórios com o objetivo de influenciar o pensamento e a tomada de decisões que lhes convém.

Por isso, o gerenciamento de impressões, ao exercer influência sobre a avaliação e, conseqüentemente, no juízo dos atos de investimentos a serem decididos pelos *stakeholders*, se aproxima da Teoria da Divulgação. Particularmente, essa sinergia se observa na vertente da divulgação voluntária de informações, classificada por Verrecchia (2001) como divulgação baseada em julgamento. Segundo Dye (2001) a Teoria da Divulgação tem como princípio que os gestores realizem divulgações que sejam favoráveis à empresa e passíveis de discricionariedade, com objetivo de controlar a impressão de terceiros. Verrecchia (2001) afirma que os gestores dispõem de informações adicionais e não obrigatórias de divulgação que são comunicadas mediante suas análises, evidenciando o gerenciamento de impressões.

O gerenciamento de informações se divide em gerenciamento de números e gerenciamento de apresentação (Beattie; Jones, 2000). Os autores explicam que, enquanto o primeiro envolve a manipulação básica da mensuração e divulgação dos números contábeis, o que também é conhecido por gerenciamento de resultados, o segundo está relacionado à manipulação do conteúdo e sintaxe de narrativas contábeis ou dos formatos de apresentação, como gráficos ou figuras, o que é denominado por gerenciamento de impressões.

O estudo de Merkl-Davies e Brennan (2007) investigou porque, como e se os preparadores de comunicação corporativa usavam divulgações discricionárias nas narrativas corporativas e, também, porque, como e se os usuários reagem a isso. Os autores categorizaram as práticas de gerenciamento em sete categorias: i) manipulação sintática; ii) manipulação retórica; iii) atribuição de resultados organizacionais; iv) seletividade; v) manipulação temática;

vi) efeitos de apresentação e visuais (ênfase); e vii) comparação de desempenho, conforme detalhado no Quadro 2:

Categorias	Práticas de Gerenciamento de Impressões Identificadas	Métodos de Análise
Manipulação Sintática	Uso de sentenças longas e palavras com o maior número de sílabas, que podem obscurecer a legibilidade das narrativas, dificultando a compreensão do texto.	São utilizadas fórmulas para pontuar ou classificar as narrativas quanto à legibilidade: Fog, Flesch, Kwolek, Dale-Chall, Fry, Cloze e Lix.
Manipulação Retórica	As escolhas linguísticas para as narrativas podem ter o propósito de ofuscar as informações negativas ou não favoráveis. A narrativa busca ser convincente, persuasiva e credível, dependendo do poder da retórica empregada.	São empregadas técnicas linguísticas como a Construção passiva, Transitivity Index, Diction, Vozes Múltiplas, Eufemismo, Compreensibilidade, Sinceridade.
Atribuição de Resultados Organizacionais	A gestão tende a atribuir a responsabilidade por resultados positivos alcançados pela empresa a fatores organizacionais internos e, às causas externas, os desempenhos negativos.	É usada a análise de explicação do desempenho.
Seletividade	São selecionados livremente pelos executivos quais números ou fatores acontecidos para serem relatados nas narrativas sobre o desempenho da empresa.	Análise da evidenciação de lucros proforma, análise das ênfases por meio de cores e grafia das palavras e números.
Manipulação Temática	Uso de temas positivos e negativos com intencionalidade, uso de palavras ou sentenças para direcionar o entendimento do leitor. Uso das narrativas com tom de discurso positivo ou negativo com frequência.	São feitas análises de palavras, palavras-chaves negativas e positivas, o tom do <i>disclosure</i> (otimista, pessimista), número de tons de palavras positivas ou negativas, comprimento das narrativas, sentenças passivas, referências pessoais, Diction.
Efeitos de Apresentação e Visual (ênfase)	Tornar a evidenciação das narrativas, em certos pontos, mais enfáticas, por meio de técnicas de apresentação (destaque de títulos, marcadores, cores, sombreados), ou pela repetição da informação, e ainda, por uso de termos adicionais que reforçam as palavras-chaves das sentenças com propósito de destacá-las ainda mais no contexto.	Análise dos destaques e do posicionamento dos termos de divulgação na narrativa.
Comparação de Desempenho	Selecionar parâmetros tendenciosos de comparação, que permitem ao gestor mostrar o melhor desempenho da empresa em relação aos dados enviesados, para atender esta necessidade.	Análise das referências de comparação selecionadas, sejam elas internas (como desempenho do passado) quanto externas (como concorrentes e médias do setor).

Quadro 2 – Categorias de Gerenciamento de Impressões

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e Merkl-Davies e Brennan (2007)

O estudo de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) permitiu compreender que as pesquisas sobre gerenciamento de impressões são, em sua maioria, motivadas pelo pressuposto de que os executivos fazem uso de linguagem técnica e complexa, com o objetivo de ofuscar o desempenho, especialmente, quando esse é desfavorável. Os autores ratificaram essa hipótese,

ao analisarem as sete categorias de gerenciamento de impressões que podem ser reconhecidas por meio da análise de conteúdo.

Dentre as motivações de um gestor em realizar o gerenciamento de impressões estaria o fato de manipular a imagem da empresa, pois existiria uma divergência considerável entre o seu desempenho alcançado e o nível de expectativa de analistas e investidores (Healy; Wahlen, 1999). Em busca da legitimação da firma, os gestores acabam por reconstruir essa imagem, criando uma realidade da contabilidade em vez de apenas representá-la (Hines, 1988).

A manipulação das narrativas por meio do gerenciamento de impressões, que distorce a imagem da empresa, tem como objetivo alcançar analistas e investidores, porém com efeito positivo para os próprios executivos (Hooghiemstra, 2000). Dessa forma, eles levam os usuários externos à interpretações incorretas quanto ao passado e as projeções futuras da firma.

A respeito do comportamento dos gestores quanto à condução do gerenciamento de impressões, Merkl-Davies e Brennan (2007) presumem que isso ocorra pela ocultação ou pela atribuição. Para os autores, a atribuição é uma tática defensiva pela qual os gestores transferem a culpa dos resultados negativos para longe deles, muitas vezes, associando-os a fatores externos. Já a ocultação pode ocorrer de duas formas: i) ofuscando resultados negativos (más notícias) ou ii) enfatizando resultados positivos (boas notícias). Na Figura 4, são exibidos esses comportamentos e apresentados os tipos de informações impactadas, as formas de manipulação e a estratégia de gerenciamento de impressões.

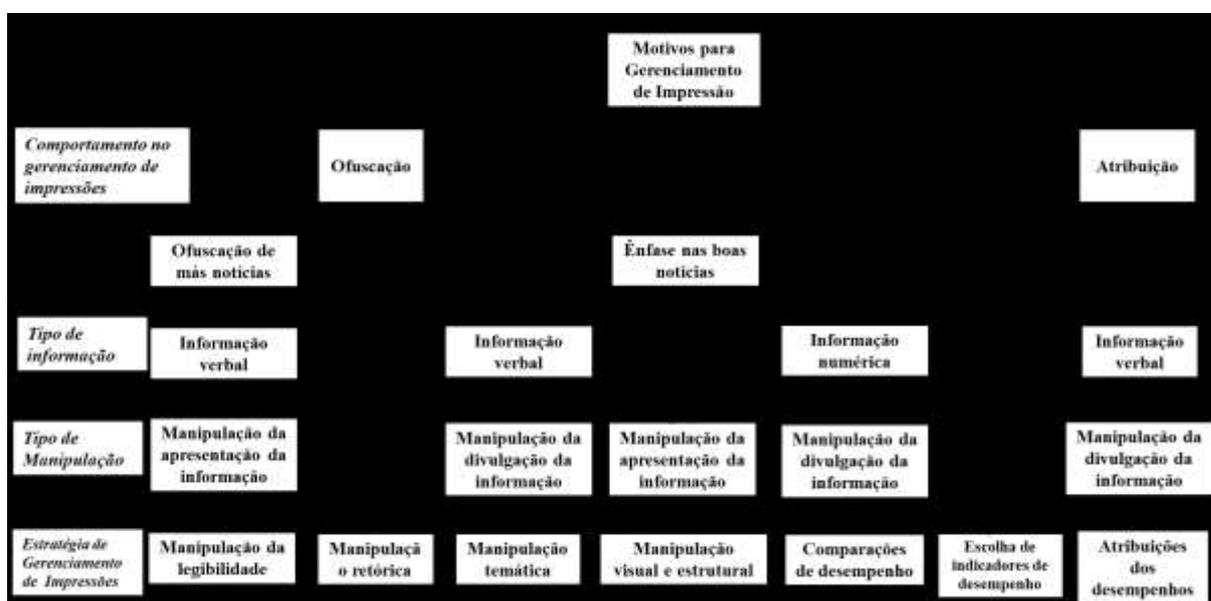


Figura 4 – Motivos e Estratégias de Gerenciamento de Impressões

Fonte: Adaptado de Merkl-Davies e Brennan (2007)

Das sete estratégias de gerenciamento de impressões de Merkl-Davies e Brennan (2007), seis se relacionam com ocultação da informação (exceto Atribuições dos Desempenhos). Dessas, a Manipulação de Legibilidade e a Manipulação de Retórica se utilizam da ofuscação de más notícias, por meio da técnica de manipulação verbal. As quatro estratégias seguintes da ofuscação privilegiam o destaque às boas notícias (“*good news*”) e se relacionam com o viés das narrativas e ênfases das informações positivas. A estratégia de atribuição dos desempenhos é classificada, pelos autores, como uma tática de defesa, por meio da qual os executivos direcionam a culpa dos maus resultados corporativos a fatores externos à empresa.

As várias estratégias de gerenciamento de impressões podem ser utilizadas para distorcer a percepção do usuário. A estratégia de “Manipulação Temática” é comumente utilizada em pesquisas contábeis e está relacionada ao uso de “tom positivo” na divulgação, para se criar uma boa imagem da empresa (Brennan; Guillamon-Saorin; Pierce, 2009). Descobertas sobre o tom da informação nas narrativas contábeis mostram que a maioria das divulgações tende a ser positiva em vez de negativa ou neutra (Abhayawansa, 2011).

Malaquias e Borges Júnior (2021) explicam que relatórios extensos têm uma tendência de apresentar um tom neutro de suas divulgações em função do grande número de palavras, tanto positivas como negativas, mas, por outro lado, relatórios breves seguem uma tendência de tom mais positivo. Assim, maiores proporções de palavras negativas em um documento indicam um tom mais pessimista, por outro lado, quanto maior for a frequência de palavras positivas, maior é a tendência a referenciar um tom mais otimista (Loughran; McDonald, 2016).

Qualquer divulgação evidenciada pela organização, seja financeira ou não financeira, pode ser alvo de gerenciamento de impressões, se for de interesse de seus executivos. Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), ao investigarem sobre os principais métodos de gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis expedidas pela empresa, identificaram que o foco do gerenciamento estava nas cartas do presidente, nos relatórios com análise e discussão da gestão, em análises financeiras e operacionais, nos relatórios de auditoria, em notas explicativas, nos comunicados à imprensa e nas divulgações sobre práticas ambientais.

Tradicionalmente, os estudos relatam sobre a manipulação de informações em relatórios financeiros e em relatórios de sustentabilidade. Clatworthy e Jones (2003) verificaram o uso de estratégias de gerenciamento de impressões em relatórios financeiros e apontaram que as empresas preferem enfatizar os aspectos positivos de seu desempenho, culpando o ambiente externo pelas más notícias. No mesmo sentido, no contexto de relatórios de sustentabilidade, Cho, Roberts e Patten (2010) afirmam que estudos anteriores demonstram que os gerentes

utilizam a divulgação social e ambiental de forma oportunista, a fim de gerenciar as impressões de públicos relevantes.

Com o surgimento de novos meios de comunicação com os usuários externos, os estudos passaram a verificar a presença do gerenciamento de impressões promovido pelas empresas. Yang e Liu (2017) descobriram que as empresas de seu estudo minimizaram a divulgação de informações negativas e, ao mesmo tempo, empregaram padrões e técnicas para disseminação, nas redes sociais, como o Twitter, para enfatizar informações positivas. O Relato Integrado é indicado por alguns autores como uma ferramenta potencial para o gerenciamento de impressões, em função de ocultar prováveis fragilidades corporativas quanto aos aspectos sociais e ambientais, ou ainda, para a manipulação do tom das informações (Melloni; Caglio; Perego, 2017; Stacchezzini; Melloni; Lai, 2016).

O tom de uma narrativa pode ser definido como afeto ou sentimento de uma comunicação (Henry, 2008). Com o foco em compreender se um tom mais positivo no comunicado à imprensa influenciava os investidores, Henry (2008), a partir dos resultados obtidos em seu estudo, reconhece que pode haver interferência do elaborador da comunicação por meio do tom positivo de comunicação com os investidores. Nesse sentido, questiona-se a possibilidade de atribuir às empresas um perfil de expressão de sentimento ou estado emocional como alegria ou medo. Não seria o caso, visto que o propósito não está em atribuir emoções às empresas, mas em compreender o que os gestores pretendem transmitir ao comunicarem-se com os usuários externos.

Conforme Ferreira (2007), existem indícios de que a emoção está presente no cotidiano dos seres humanos em suas mais variadas formas de expressão, podendo estar presente, tanto na comunicação verbal e escrita, quanto na tomada de decisões. Nesse sentido, o estudo de Buechel *et al.* (2016) procurou investigar se grandes organizações se comunicam com emoção. Os autores estudaram 1.676 relatórios anuais e de sustentabilidade de 90 empresas de alto desempenho dos Estados Unidos, Reino Unido e Alemanha. Os resultados apontaram que os relatórios anuais se demonstraram neutros de emoção, similarmente ao que ocorre com as notícias econômicas típicas.

Além disso, Buechel *et al.* (2016) se depararam com indícios de que os relatórios de sustentabilidade apresentavam uma carga muito maior de emoções, se comparados aos noticiários sobre esporte ou moda, imprimindo, assim, um perfil emocional para as empresas. Outra característica observada pelos autores indica que as organizações demonstram uma inclinação de apresentar um conteúdo emocional específico, contínuo e de longo prazo. Em outras palavras, as companhias apresentariam um perfil emocional peculiar e duradouro, que,

no âmbito dos conteúdos dos relatórios, se habilitaria como uma identidade organizacional única, assemelhando-se, ao que ocorre com o ser humano (Buechel *et al.*, 2016).

Ao examinar a linguagem gerencial utilizada nos Comunicados à Imprensa e nos Comunicados da Administração sobre o Desempenho, Davis e Tama-Sweet (2012) constataram divergência quanto ao nível de linguagem otimista e pessimista usada. Os autores notaram que as firmas divulgam níveis mais altos de linguagem otimista e níveis mais baixos de linguagem pessimista nos comunicados à imprensa em relação aos comunicados da administração. O potencial efeito da comunicação sobre o mercado pode motivar os gestores a exercerem arbitrariedade em relação ao *disclosure* de informações, confirmados pelos achados do estudo que reforçam a prática dos gestores em fazer uso de um conteúdo emocional específico diante de eventos adversos, no intuito de persuadir o seu público-alvo (Davis; Tama-Sweet, 2012).

Para Tetlock, Saar-Tsechansky e MacKassy (2008) o uso de palavras de emoção negativa, aplicadas em contexto de desempenho, revelam uma previsibilidade superior do que quando aplicadas em outros cenários. Os autores alegam que os economistas negligenciam a probabilidade de quantificar a linguagem para medir os fundamentos das firmas, diferentemente dos investidores de mercado de capitais, que monitoram e leem notícias diariamente.

Ao lidar com expressões tais como Emoção, Sentimento, Conteúdo Emocional e Emoção Textual, há uma possibilidade de gerar certa confusão ou insegurança se essas são similares ou tenham diferenças práticas. Cada uma das expressões é apresentada no Quadro 3:

Expressão	Descrição
Emoção	Termo usado para tratar do assunto emocional de forma geral e abrangente. A emoção é composta por vários sentimentos, que correspondem a episódios rápidos de alteração cerebral e podem exprimir: alegria, tristeza, medo, raiva, repugnância ou surpresa.
Sentimento	Sentimentos incontroláveis ou subjetivos direcionam o estado de espírito do indivíduo e correspondem às necessidades, motivações e personalidade de cada pessoa. Como são oriundos das emoções vividas, os sentimentos são reações mais duradouras e estáveis, que podem exprimir sensação positiva ou negativa sobre algo.
Conteúdo Emocional	Expressão associada à emoção textual presente nos relatórios corporativos, portanto, menos abrangente do que a emoção.
Emoção Textual	Similar ao conteúdo emocional, corresponde às expressões de emoção presentes nos textos.

Quadro 3 – Abrangência das Expressões de Natureza Emocional

Fonte: Adaptado de Kos, Scarpin (2021) e Kos, Scarpin e Pinto (2020)

Nesta tese, o termo e o significado a ser utilizado alinham-se à expressão de conteúdo emocional ou emoção textual. A seleção rigorosa das expressões que podem transmitir emoção, segundo Kos e Scarpin (2021), constitui-se em uma estratégia organizacional que visa aproximar os *stakeholders* e gerar um maior envolvimento com eles. Jones e Pittman (1982)

relacionaram uma emoção (afeto, respeito, culpa, medo, solidariedade) que se manifestaria nos usuários das informações em função de uma estratégia de gerenciamento de impressão.

No Brasil, os estudos sobre o gerenciamento de informações se concentram na vertente do gerenciamento de resultados, portanto, com ênfase nas informações numéricas das divulgações. As pesquisas nacionais sobre o gerenciamento de impressões (informações não-numéricas) têm a seu dispor um campo vasto para a ser explorado. Segundo Cunha e Silva (2009) informações qualitativas, apresentadas na forma de narrativas ou ilustrações, dominam grande parte dos relatórios corporativos. Por isso, os autores sugerem que os usuários das informações poderiam usar mais desta fonte de informação do que dados numéricos quando forem realizar a tomada de decisões.

As pesquisas nacionais envolvendo o gerenciamento de impressões investigaram a dinâmica do mercado de capitais em relação ao sentimento textual e ao desempenho das empresas, bem como acerca do tom das divulgações com aspectos ligados ao desempenho empresarial (Machado; Silva, 2017), do tom das notícias, do risco sistemático de ações (Silva; Machado, 2019), do tom das divulgações e da legibilidade dos relatórios contábeis (Gomes; Ferreira; Martins, 2018; Silva; Fernandes, 2009).

No âmbito dos estudos internacionais, que fazem a interação entre o Relato Integrado e a temática do gerenciamento de impressões, têm-se algumas abordagens. Enslin, du Toit e Puane (2023) avaliaram se as divulgações de risco nos Relatos Integrados eram legíveis e imparciais. Para isso, os autores analisaram a legibilidade e o tom narrativo das divulgações de risco e gestão de risco das empresas sul-africanas de 40 empresas listadas em bolsa, no período de 2015 a 2019. Os achados mostraram que as divulgações de risco e de gestão de riscos eram ilegíveis e o tom narrativo específico de conformidade e certeza permaneceram predominantes ao longo do tempo. Os autores afirmam que as empresas tendem a redigir divulgações de uma forma que manipula sutilmente as impressões dos leitores sobre a empresa.

Phesa e Sibanda (2023) investigaram as práticas de gerenciamento de impressões das divulgações de narrativas voluntárias das declarações dos presidentes, extraídas dos Relatos Integrados. Foram analisadas 40 companhias listadas na Bolsa de Valores de Joanesburgo, dos anos de 2019 e 2020. Segundo os autores, os achados indicam que as empresas lucrativas e não lucrativas usam o gerenciamento de impressão por meio da extensão da declaração do presidente e do uso de um tom positivo.

Ng e Gul (2024) investigaram se os gestores de firmas em dificuldades utilizaram voluntariamente o Relato Integrado como uma ferramenta de gerenciamento de impressões. Os autores observaram que empresas saudáveis financeiramente são menos propensas a utilizar o

Relato Integrado para gerenciar as impressões, e que, por outro lado, as firmas em dificuldades financeiras estavam propícias a utilizar o Relato Integrado como meio de gerir as impressões. Os autores ainda alertam que o Relato Integrado beneficia acionistas e *stakeholders*, desde que, não tenham motivos alternativos como o de ofuscar o mau desempenho da firma.

Nos Relatórios de Sustentabilidade e no Relato Integrado, Velte (2023) investigou as Análises Automatizadas de Texto (ATA). O autor avaliou 38 estudos quantitativos, distinguindo as análises quanto à legibilidade, tom e tópicos específicos. As descobertas sinalizam que variáveis específicas de governança corporativa e questões regulamentares têm impacto na qualidade da divulgação do relatório de sustentabilidade e do Relato Integrado. O autor afirma que, de acordo com os achados, a melhora na qualidade da divulgação, gera uma reação positiva do mercado. Para Velte (2023), a aplicação de ATA nos estudos contribui ao elevar a validade da pesquisa empírico-quantitativa em comparação com as análises de conteúdo manuais clássicas, especialmente devido a futuras análises de *greenwashing*.

Em relação à temática que trata da emoção e do conteúdo emocional, no âmbito da área de negócios ou da contabilidade, Kos, Scarpin e Pinto (2020) propuseram um dicionário de termos referentes à emoção presente em textos com teor financeiro, para detectar a presença ou não de emoções. O dicionário desenvolvido pelos autores, a partir do dicionário de Loughran e McDonald (2011), é pertinente para compreender como o conteúdo emocional se relaciona com desempenho econômico no Relato Integrado, que se trata de um documento que contempla informações financeiras e não financeiras.

Outros estudos ainda pesquisaram sobre o tom das palavras contidas nos *Press Releases*, o gerenciamento de resultados (Souza; Silva, 2020) e a qualidade das informações contábeis a partir de listas de palavras desenvolvidas por outros autores (Souza; Silva, 2020), bem como sobre os efeitos do *disclosure* e do tom dos relatórios RSC em suas dimensões ambiental, social e econômica (ESG) (Borges Júnior; Malaquias, 2022).

Como assinalado anteriormente que a emoção pode se manifestar na comunicação verbal, escrita e, ainda, na tomada de decisões, uma narrativa pode ser construída com emoções devidamente selecionadas intencionalmente. Essa narrativa representa o conteúdo emocional estrategicamente manipulado, com objetivo de alcançar um certo público-alvo e persuadi-lo em suas tomadas de decisões.

As narrativas contábeis contêm termos emocionais (Buechel *et al.*, 2016; Davis; Tama-Sweet, 2012; Huang; Teoh; Zhang, 2014; Tetlock; Saar-Tsechansky; MacSkassy, 2008) em razão de elementos emocionais identificados nos relatórios corporativos. Esses estudos, notaram que as narrativas contábeis, substancialmente racionais e técnicas, concederam espaço

para aspectos emocionais em suas comunicações, reforçando indícios de que sentimentos e aspectos emocionais são maneiras de gerenciar impressão de terceiros. Assim, como na pesquisa de Kos e Scarpin (2021), neste estudo compreende-se o conteúdo emocional como uma variável de gerenciamento de impressão, correlata à técnica de manipulação temática, portanto, passível de discricionariedade pelos gestores das empresas.

Dentre as técnicas e estratégias de influência, apresentadas nesta seção, este estudo focaliza sua análise na manipulação temática, que observa a intencionalidade de uso de temas positivos ou negativos, utiliza-se de palavras com o propósito de direcionar o entendimento do leitor e, ainda, aplica-se com frequência determinados tons de discurso nas narrativas para convencer o público-alvo a ser atingido.

A Teoria da Divulgação, que parte do princípio de que as firmas divulgam informações adicionais quando lhes são favoráveis e omitem no momento em que são desfavoráveis, ou não são bem interpretadas pelo mercado, se conecta com o Gerenciamento de Impressão, porque informações voluntárias, em particular os aspectos sociais e ambientais, são passíveis de discricionariedade. A arbitrariedade empodera o gestor quanto à manipulação das informações a seu juízo, por influência da pressão, benefícios ou incentivos que o cargo lhe proporciona.

Assim, se de um lado a Teoria da Divulgação Voluntária focaliza na decisão de divulgar informações adicionais, por outro lado, o gerenciamento de impressão se destaca quanto às estratégias de como as informações são elaboradas e comunicadas, visando influenciar a opinião e a interpretação das pessoas sobre a empresa. Ambas linhas teóricas estão relacionadas em razão de circunstâncias em que a empresa aplica a divulgação voluntária como parte de sua estratégia de gerenciamento de risco.

Exposto sobre o gerenciamento de impressão e o conteúdo emocional, resume-se que o conteúdo emocional pode estar presente nos Relatos Integrados por meio das narrativas destinadas aos vários *stakeholders* e, intencionalmente manipulados tematicamente para direcionar suas decisões, como no gerenciamento de impressões.

2.5 Hipóteses da Pesquisa

Verrechia (2001) assevera que o julgamento e a decisão do gestor é uma discricionariedade em relação às informações que serão direcionadas ao mercado. Dye (2001) complementa, afirmando que o julgamento é direcionado por questões internas da empresa, portanto, endógenas. Ao realizar julgamento, o gestor da empresa avalia se os benefícios da

divulgação das informações superam os custos e as incertezas geradas, caso contrário, tenderá em não promovê-la, conforme apontam Dye (2001) e Verrecchia (2001).

Nessa perspectiva, Buallay (2019) procurou descobrir os custos e os benefícios relacionados à publicação de relatórios de sustentabilidade. Os resultados revelaram que a divulgação de aspectos ESG impacta positivamente na rentabilidade (ROA e ROE), visto que esses aspectos apresentaram alta significância estatística e alto poder explicativo. Borges Júnior e Malaquias (2022) encontraram associação positiva e estatisticamente significativa entre o tom do *disclosure* de RSC e o retorno sobre o ativo. Segundo os autores, a descoberta fornece indícios de que relatórios corporativos com maior proporção de expressões otimistas gerariam melhores índices de rentabilidade da empresa. O resultado alinha-se com a premissa de que a decisão de divulgar informações voluntárias estaria vinculada a alguma motivação ou benefício com efeito econômico positivo, conforme prevê a Teoria da Divulgação.

A empresa ao adotar práticas de sustentabilidade responsável (redução de resíduos, investimento em tecnologias limpas, eficiência energética) podem ocasionar na redução de seus custos operacionais e mitigar os riscos ambientais e sociais (materialidade de impacto) (Christensen; Hail; Leuz, 2021; Fasan, 2024; Oliari; Guardia, 2024; PWC, 2022). Estas práticas podem levar a uma gestão mais eficiente de seus ativos e, assim, a um ROA mais elevado (materialidade financeira). De outro lado, empresas que rejeitam considerar estes avanços enfrentam custos adicionais (multas regulatórias, prejuízos à reputação, perda de produtividade) que geram efeito negativo sobre o ROA (Christensen; Hail; Leuz, 2021; Fasan, 2024; Oliari; Guardia, 2024; PWC, 2022). A materialidade do ROA é analisada pela perspectiva de dentro para fora da empresa.

Além das questões operacionais, as práticas de sustentabilidade responsável podem contribuir na elevação da confiança de investidores e clientes na firma. Firmas compromissadas com questões ambientais e sociais (materialidade de impacto) podem atrair investidores responsáveis e clientes conscientes, que podem proporcionar o aumento do patrimônio líquido da firma, por meio de investimentos adicionais ou pelo aumento do valor da marca, por sua vez, elevando o ROE (materialidade financeira) (Christensen; Hail; Leuz, 2021; Fasan, 2024; Oliari; Guardia, 2024; PWC, 2022). Por outro lado, ao ignorar os aspectos socioambientais pode gerar perda de confiança dos investidores e consumidores, afetando negativamente o ROE (Christensen; Hail; Leuz, 2021; Fasan, 2024; Oliari; Guardia, 2024; PWC, 2022). Assim, a materialidade do ROE é avaliada pela perspectiva de fora para dentro da empresa.

O Relato Integrado visa explicar, aos provedores de capital financeiro, como uma entidade cria, preserva e destrói valor ao longo do tempo (IIRC, 2021). Assim, o Relato

Integrado pode gerar benefícios aos *stakeholders* que estejam interessados na capacidade que uma firma tem de criar valor ao longo do tempo, incluindo empregados e clientes (IIRC, 2021). Por outro lado, o Relato Integrado descreve os principais impactos nas organizações, que se caracterizam por consequências internas e externas (positivas e negativas) para os capitais, em decorrência das atividades empresariais e produção da organização. O IIRC (2021) exemplifica como impactos internos a moral dos funcionários, reputação da organização, receitas, e como impactos externos, satisfação dos clientes, lealdade à marca e efeitos sociais e ambientais.

Em relação aos utilizadores de relatórios financeiros, o mercado é formado por utilizadores informados, por exemplo, pelos administradores da empresa e acionistas majoritários, e utilizadores desinformados, dentre outros, por funcionários da empresa e acionistas minoritários (Cohen; Karatzimas, 2015). Utilizadores desinformados podem ser convencidos da legitimidade de uma empresa por meio do gerenciamento de impressões (Neu, 1991). Adicionalmente, técnicas de gerenciamento de impressões podem ser aplicadas afim de mitigar o impacto de desgaste da reputação de uma entidade ou restaurar a confiança dos utilizadores de relatórios voluntários (Merkl-Davies e Brennan, 2007).

O Relato Integrado não é direcionado exclusivamente ao leitor especializado, como investidores institucionais e analistas financeiros, mas também a um público mais abrangente de *stakeholders*, formado, inclusive, por empregados da própria entidade e clientes (Rensburg; Botha, 2014). De acordo com du Toit (2017) a informação que vai além das questões financeiras se faz necessária nesta nova era, em que um volume significativo de ativo de uma empresa é intangível, como, por exemplo, a imagem corporativa, reputação e motivação dos funcionários.

As empresas com objetivo de ter uma maior visibilidade e reconhecimento podem participar de premiações, tais como “Melhores empresas para se trabalhar”, organizado pela *Great Place to Work* (GPTW), ou “Melhores ESG”, organizado pela Revista Exame. Seus funcionários são convidados ou convocados a participar como respondentes dos questionários dessas avaliações e podem se utilizar de documentos como o Relato Integrado, por ter uma linguagem mais acessível e não apenas técnica, para ter uma visão global da organização. As narrativas positivas podem desencadear, nos funcionários, um dever de responsabilidade quanto a temas de adesão aos projetos de otimização e modernização da empresa e, também, no empenho de cumprir as metas de redução de custos, que, conseqüentemente, serão favoráveis aos resultados. Uma vez divulgados, os *rankings* destas avaliações podem ter impacto na legitimação das entidades perante o consumidor, também, favorecendo a rentabilidade por crescimento de vendas.

De acordo com Brown e Dacin (1997), mercados consumidores, que desenvolvem uma melhor consciência social de consumo, têm um maior potencial de reconhecer, as organizações com melhor desempenho social, o crescimento do valor da marca e da reputação da organização. Empresas que constroem uma melhor reputação e desenvolvem políticas de bem-estar para funcionários, que são divulgadas em seus relatórios de responsabilidade corporativa, podem atrair talentos e motivar os funcionários a melhorar a produtividade (Edmans, 2011; Roberts; Dowling, 2002), enquanto uma possível elevação da satisfação dos empregados se traduzirá em um superior desempenho financeiro no futuro (Banker; Mashruwala, 2007).

Na literatura, nota-se que a divulgação de aspectos ESG e como são divulgadas estas informações não financeiras, impactam a rentabilidade da empresa. Os estudos de Inoue e Lee (2011) e Ilmi, Kustono e Sayekti (2017) revelaram que os consumidores tendem a preferir comprar produtos de organizações com reputação socialmente responsáveis, de modo que pode gerar crescimento de receitas e, por conseguinte, elevação da rentabilidade.

Na pesquisa de Alsayegh, Rahman e Homyoun (2020) os achados demonstraram que o desempenho social e o ambiental estão significativamente relacionados positivamente com o desempenho econômico, sinalizando que o valor econômico e a criação de valor para sociedade são interdependentes. E ainda, são atribuídos como fatores determinantes de um maior desempenho empresarial o aumento da reputação corporativa e a confiança dos consumidores.

De acordo com Barringer e Harrison (2000), empresas que fazem adoção de uma gestão socialmente responsável e consistente com os objetivos e valores da comunidade, criam uma vantagem competitiva relacionada à reputação corporativa e à capacidade de recrutar e reter funcionários de qualidade. Segundo os autores, estes atributos atraem consumidores e *stakeholders* como comportamento socialmente alinhados à estratégia, que permite aumentar as receitas e melhora o desempenho econômico da firma.

Os consumidores podem ser manipulados conforme são expostos a dados, informações e comunicações em geral. O comportamento dos consumidores é influenciado, significativamente, por avaliações e classificações corporativas independentes, como por exemplo, *Consumer Reports Moody's* (Sen; Bhattacharya, 2001). Delmas e Burbano (2011) citam um tipo específico de *greenwashing* que, ao invés de atuar ao nível de empresa, ele se concentra ao nível de produto. Para Delmas e Burbano (2011) as empresas podem exagerar quanto à apresentação dos benefícios ambientais de um produto para aumentar as vendas.

O gerenciamento de impressões está presente em diversas disciplinas, tais como, marketing, política e psicologia social e, inclusive, pode oferecer novas aplicações no contexto de relatórios corporativos (Merkl-Davies; Brennan, 2007). Existem indícios empíricos em

estudos de marketing e comportamento do consumidor sobre a manipulação das percepções dos consumidores pelas firmas, que podem se apresentar potencialmente relevante para a pesquisa contábil (Huang, 2003).

No contexto do Relato Integrado, os consumidores buscam por informações financeiras, como os custos de produção da organização (Vitolla *et al.*, 2019b), mas também, por informações não financeiras relacionadas ao impacto ambiental da produção, saúde e segurança do cliente, marketing e rotulagem e, privacidade do cliente (Vitolla *et al.*, 2019b).

Assim, a constância de comunicações positivas ao longo de alguns períodos poderá promover uma elevação de vendas, em decorrência da manutenção dos clientes que se encontram engajados e, também, pela atração de novos consumidores com perfil sustentável. Inclusive, a reação de prováveis aumentos dos preços de produtos e serviços deste perfil de consumidores podem ser melhor absorvidos pela interpretação dos desafios e diferenciais que as marcas construíram no decorrer da jornada de comunicação.

Especificamente no âmbito das emoções presentes em relatórios corporativos, Kos e Scarpin (2021) investigaram quais efeitos o desempenho econômico-financeiro produziriam no conteúdo emocional do Relatório da Administração. As descobertas indicaram que medidas de desempenho, como a rentabilidade alcançada pelas empresas, influenciam de maneira significativa o conteúdo emocional presente no relatório. Para os autores, os resultados sinalizam que, à medida que o desempenho da empresa piora, mais expressões de Medo, Repugnância e Tristeza se tornam presentes no Relatório da Administração. Por outro lado, as empresas empregam mais termos que denotam Alegria nos textos financeiros à medida que apresentam desempenhos melhores.

Albitar, Abdoush e Hussainey (2022) analisaram a existência de relação entre a divulgação ESG e o tom das narrativas de RSC em uma amostra de empresas do Reino Unido, no período de 2008 a 2017. Os autores descobriram que os diretores mais independentes tenderiam a uma linguagem menos otimista (tom positivo) e mais pessimista (tom negativo) nos documentos. Os resultados do estudo também mostraram que uma pontuação ESG mais alta leva a um tom narrativo de RSC mais positivo. Diante disso, percebe-se que os gestores, não sofrendo o impacto dos incentivos, podem transformar a divulgação das narrativas e, também, que “boas notícias”, como têm uma pontuação ESG superior, levariam a evidências mais positivas.

No que tange aos Relatos Integrados, Melloni, Caglio e Perego (2017) buscaram identificar possíveis fatores associados aos seus vários níveis de concisão, completude e equilíbrio. Os autores descobriram que empresas com desempenho financeiro (medido pelo

ROE) mais baixo inclinam-se a elaborar relatórios mais otimistas, com um maior número de páginas e com menor legibilidade. Os autores avaliaram que os Relatos Integrados sinalizavam a prática do gerenciamento de impressão pelo emprego da estratégia da manipulação de divulgação, visto que as empresas com desempenho financeiro mais fraco redirecionavam a atenção dos resultados ruins, presentes nos números, para as informações não financeiras “mais suaves” de seu desempenho. Diante da Teoria da Divulgação e dos estudos anteriores apresentados, tem-se a seguinte hipótese:

H₁: O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.

H_{1a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.

H_{1b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.

Entre os benefícios externos obtidos a partir da divulgação de informações corporativas, segundo Dye (2001) e Verrecchia (2001), está o aumento do valor da empresa, o qual é proporcionado em função da maior transparência. As empresas, ao realizarem, voluntariamente, divulgações de informações, buscam mudar a percepção dos diversos participantes do mercado e legitimar suas ações, o que pode gerar o aumento do seu valor no mercado (Deegan, 2002). Para Dye (1985), o *disclosure* voluntário é uma oportunidade para o gestor realizar divulgação de informações adicionais, com vistas à maximização do valor da empresa.

Huang, Teoh e Zhang (2014) descobriram que as empresas adotam tom anormal para influenciar as percepções dos investidores conforme a força dos incentivos. Os autores explicam que o tom das narrativas tende a ser mais positivo que o normal em situações em que as empresas alcançam ou superam os lucros anteriores ou as previsões dos analistas. Em contraste, os autores afirmam que o tom é manipulado para baixo quando as empresas concedem opções de ações aos executivos como um incentivo gerencial e com o propósito de reduzir o preço das ações. Os achados também sinalizaram que os comunicados a imprensa com conteúdo positivo excessivo se relacionava com fluxos de caixa operacional e resultados futuros fracos (Huang; Teoh; Zhang, 2014).

O estudo de Yekini, Wisniewski e Millo (2016) indica que o tom otimista, normalmente, leva a aumentos estatisticamente significativos nos preços das ações. De acordo com os autores, isso ocorre porque os investidores, quando analisam os relatórios divulgados, são manipulados pelas estratégias de narrativas utilizadas pelas empresas, afetando as decisões de alocação de capital. Os autores ainda complementam que, quanto maior é a proporção de termos positivos

adotados nos relatórios, maior será o efeito otimista exercido nas narrativas e na percepção do investidor, de modo a afetar o desempenho de mercado.

Em seu estudo, Buallay (2019) encontrou uma relação positiva entre os relatórios ESG e o desempenho de mercado das empresas. A autora afirma que pontuações ESG mais altas reduzem os riscos dos negócios e podem proporcionar uma sobrevivência a longo prazo.

Por sua vez, Du e Yu (2021) encontraram associação positiva entre o desempenho socioambiental e as mudanças na legibilidade e no tom dos relatórios de RSC, sugerindo que os relatórios com maior legibilidade e um tom mais otimista são indícios de um melhor desempenho socioambiental da firma. Os autores justificam que essa associação positiva ocorre em função da mudança na proporção de palavras positivas, sugerindo que os gestores passaram a utilizar mais palavras positivas em detrimento de palavras negativas ao transmitir informações sobre o seu desempenho futuro. Os autores ainda asseveram que a associação positiva entre a legibilidade e o desempenho socioambiental da empresa promove reações otimistas do mercado, uma vez que incrementa os níveis de retorno e de volume das ações negociadas.

Especificamente no âmbito do Relato Integrado, Melloni (2015) encontrou significância estatística entre o valor de mercado e o tom positivo nas narrativas contidas nesse documento. Ao examinar os benefícios econômicos associados aos atributos textuais e à garantia externa quanto ao Relato Integrado, Caglio, Melloni e Perego (2019) descobriram que a legibilidade do relatório está associada a uma melhor avaliação de mercado, à concisão com maior liquidez das ações e ao viés de tom com estimativas de analistas menos dispersas. De acordo com os autores, os resultados sugerem que os participantes do mercado buscam por Relatos Integrados legíveis, curtos e diretos, bem como estratégias de gerenciamento de tom direcionadas aos analistas.

Borges Júnior e Malaquias (2022) encontraram uma associação positiva e estatisticamente significativa entre o tom da divulgação e o valor de mercado das empresas. Depreende-se dos achados que, quanto mais otimista é o tom adotado nas publicações de RSC, maior será o valor de mercado das empresas. Além disso, sendo o relatório de RSC voluntário, permite-se afirmar que tal efeito possa ocorrer, também, com os Relatos Integrados. Assim, tem-se a seguinte hipótese:

H₂: O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.

H_{2a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.

H_{2b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.

Outro potencial benefício em se realizar a divulgação voluntária de informações está relacionado à redução do custo de capital, o qual ocorreria em função da divulgação baseada na eficiência, pautada na redução da assimetria informacional entre a empresa e o investidor (Verrecchia, 2001). Dye (2001) defende que a divulgação voluntária de informações depende dos incentivos (custos em detrimento aos benefícios) que os gestores possam obter com essa ação. Nesse sentido, os estudos de Dye (1985) e Verrecchia (1983) sugerem que as empresas com “boas notícias” produziram a redução do custo de capital, criando incentivos para divulgação de tais informações, se comparadas àquelas que divulgam “más notícias”, bem como a omissão ou o adiamento de sua divulgação, o que elevaria o custo de capital.

Virtania e Siregar (2017) buscaram determinar se há impacto significativo da divulgação ambiental e alguma relação da natureza da divulgação (positiva, neutra ou negativa) no custo de capital. Contrariando as expectativas dos autores, os achados mostraram que há um impacto positivo significativo da divulgação ambiental no custo de capital. As autoras descobriram, ainda, que um tipo leve de divulgação ambiental e natureza positiva de divulgação exerce efeito positivo no custo de capital próprio.

Buallay (2019) investigou a relação entre o relatório de sustentabilidade e o desempenho financeiro, operacional e de mercado de 342 instituições nos anos de 2007 a 2016. Os achados mostraram que, por um lado, o ESG afeta positivamente o desempenho de mercado, o que suporta a teoria da criação de valor. Por outro lado, o ESG afeta negativamente o custo de capital, o que apoia a teoria da redução do custo de capital.

Destaca-se que pesquisas empíricas sobre o custo de capital se apresentam inconclusivas e se constituem em instrumento de novos estudos em todo o mundo (Leuz; Wysocki, 2016). Para exemplificar, por um lado, Vitolla *et al.* (2019b) descobriram uma associação negativa entre o Relato Integrado e o custo de capital próprio em sua amostra limitada de empresas globais. De modo contrário, Hsiao, De Villiers e Scott (2022), que fizeram um estudo sobre empresas globais adotantes e não adotantes de Relato Integrado, não encontraram associação entre adoção voluntária do Relato Integrado e o custo de capital.

Por outro lado, Borges Júnior e Malaquias (2022) verificaram que o *disclosure* de RSC demonstrou que o predomínio de expressões positivas nos relatórios promove reduções no custo de capital em firmas brasileiras. O achado leva à suposição de que outros relatórios voluntários, como o Relato Integrado, poderiam apresentar o mesmo desempenho neste contexto (Brasil).

Além disso, Rjiba *et al.* (2021) investigaram a relação da legibilidade dos relatórios anuais e o custo de capital próprio no contexto americano. Os achados sinalizaram que a relação da legibilidade e o custo de capital depende do tom dos registros 10-K. Os autores afirmam que

o efeito da complexidade do relatório anual sobre o custo de capital próprio é maior quando o tom de divulgação é mais negativo ou mais ambíguo.

Jian *et al.* (2024), descobriram sobre a relação entre o custo de capital e o tom dos relatórios anuais de firmas chinesas cotadas no período de 2007 a 2019 que, quanto maior o custo de capital próprio da empresa, mais positivo era o tom do relatório anual manipulado. Também afirmam que firmas com menor qualidade da informação contábil e maior grau de competição setorial o impacto do custo de capital no grau de manipulação do tom é mais significativo. Destarte, tem-se como hipótese:

H₃: O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

H_{3a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito negativo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

H_{3b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito positivo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

Resume-se, no Quadro 4, as hipóteses do estudo expostas anteriormente:

Hipótese Principal	Sinal Esp.	Sub-hipóteses	Sinal Esp.
H₁ : O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.	+ / -	H_{1a} : A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.	+
		H_{1b} : A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.	-
H₂ : O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.	+ / -	H_{2a} : A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.	+
		H_{2b} : A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.	-
H₃ : O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.	- / +	H_{3a} : A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito negativo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.	-
		H_{3b} : A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito positivo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.	+

Quadro 4 – Síntese das Hipóteses do Estudo

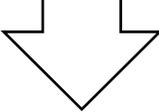
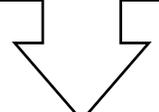
Fonte: Elaborado pelo autor.

A rentabilidade e o valor de mercado são influenciados pelas emoções de forma direta, enquanto o custo de capital é afetado de maneira oposta. Nas hipóteses principais, por reunir emoções contrárias, não se indicou um sinal esperado específico.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Desenho da Pesquisa

Trata-se de um estudo descritivo, com abordagem quantitativa, procedimentos de pesquisa documental (dados primários) e banco de dados (dados secundários), com utilização da técnica de análise de conteúdo e regressão linear multivariada. No Quadro 5, apresenta-se o desenho da pesquisa para melhor visualização e compreensão.

Tese: O conteúdo emocional do Relato Integrado exerce efeito no desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG.			
Etapas de Pesquisa	Objetivo da Pesquisa	Hipóteses da Pesquisa	Técnica de Análise
<p>Selecionar as companhias listadas na B3 que possuem <i>Score</i> ESG da LSEG e Relato Integrado entre 2014 e 2022.</p> 	<p>Analisar a relação entre o conteúdo emocional do Relato Integrado e o desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG</p>	<p>H₁: O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG. H_{1a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG. H_{1b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.</p>	<p>Estatística Descritiva e Regressão Linear Multivariada</p>
<p>Aplicar o Dicionário de Termos de Emoção em Contabilidade e Finanças nos Relatos Integrados para encontrar o conteúdo emocional.</p> 		<p>H₂: O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG. H_{2a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG. H_{2b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.</p>	
<p>Relacionar o conteúdo emocional com o desempenho econômico e os <i>Scores</i> ESG.</p>		<p>H₃: O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG. H_{3a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito negativo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG. H_{3b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito positivo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.</p>	

Quadro 5 – Desenho da Pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2 Amostra e Coleta de Dados

A amostra da pesquisa se define como não probabilística do tipo intencional, porque há a escolha dos elementos da amostra, conforme um determinado critério (Freund, 2006). Para alcançar o objetivo do estudo, foram identificadas, entre as companhias cadastradas na CVM e listadas na B3, aquelas com *score* ESG na LSEG, no período de 2014 a 2022, e que declararam, no Formulário de Referência, utilizar o *framework* do IIRC para elaboração do Relato Integrado.

A escolha das empresas brasileiras se deu em função de o Brasil estar entre os países pioneiros na participação do Projeto Piloto do Relato Integrado do IIRC (Carvalho; Kassai, 2014). Dentre os países de adoção voluntária do Relato Integrado, o Brasil ocupa a quarta posição, com 33 empresas que realizaram a divulgação em 2020, atrás apenas do Japão, Sri Lanka e da França (KPMG, 2020). Contudo, Fernandes e Barbosa (2022) explicam que apesar do destaque do mercado brasileiro quanto à divulgação voluntária do Relato Integrado, ainda, existe um caminho desafiador para se alcançar a totalidade de empresas listadas na B3. Por outro lado, observa-se um crescimento de empresas adotantes, nos anos de 2021 e 2022, conforme descrito na seção 4.1. Além disso, o Brasil é cada vez mais relevante nos mercados internacionais (Fernandes; Barbosa, 2022).

Outra justificativa de selecionar as companhias brasileiras está relacionada ao fator metodológico, ao fazer uso de dicionário da área de negócios em língua portuguesa. Neste estudo, utilizou-se, o Dicionário de Termos de Emoção em Contabilidade e Finanças, desenvolvido por Kos, Scarpin e Pinto (2020) a partir do dicionário de Loughran e McDonald (2011), instrumentalizado para investigar o conteúdo emocional dos Relatos Integrados.

O fato de estudar o Relato Integrado em contexto brasileiro está conectado, também, à importância mundial do país em áreas econômicas e sociais, tais como, agricultura e pecuária, mas também, no campo ambiental, em termos de recursos naturais, representados pelas suas florestas. As características ambientais e econômicas de cada país são aspectos explicativos para adoção do Relato Integrado, que trata-se de um documento de comunicação com vistas de alcançar uma abrangência global de convergência pelo IIRC (Jensen; Berg, 2012). E, ainda, a revisão sistemática sobre o Relato Integrado de Jayasiri, Kumarasinghe e Pandey (2022) destaca a lacuna de se realizar mais pesquisas em contextos de países em desenvolvimento ou emergentes, além da África do Sul.

Como delimitações desta tese, destaca-se o período temporal, o número de empresas analisadas, o objeto de análise e o *score* ESG adotado. A emoção positiva e negativa (variáveis

independentes), correspondem ao conteúdo emocional dos Relatos Integrados referentes ao período de 2014 a 2022, e as variáveis dependentes e de controle, relativas ao desempenho econômico, retratam o período de 2015 a 2023, delimitam o período de análise em função dos dados disponíveis publicamente na época de realização da pesquisa. Nos anos de 2012 e 2013 não foram identificadas, nos Formulários de Referência, empresas que declararam seguir as diretrizes do IIRC para elaboração do Relato Integrado, limitando o período da amostra a partir de 2014.

A identificação do Relato Integrado, por meio da declaração de elaboração segundo as diretrizes do IIRC, no Formulário de Referência, tornou-se critério acessível, verificável e transparente para possíveis comparabilidades, decorrente de autodeclaração, em documento oficial direcionado ao órgão regulador (CVM) e aos agentes de mercado (analistas e investidores), difundido de forma ampla e gratuita no *site* da CVM. Outros critérios foram considerados e descartados por serem mais subjetivos, evitando considerar na análise algum relatório que não representasse um Relato Integrado. Observar a nomenclatura do relatório foi um critério descartado, porque os documentos receberam uma variedade de nomeações, a citar: Relato Integrado, Relatório Integrado, Relatório Anual, Relatório de Sustentabilidade, Relatório Anual e de Sustentabilidade, e outros, sem que o conteúdo correspondesse, efetivamente, a um Relato Integrado.

Também não foi adotado o critério de seleção de três a quatro aspectos contidos no *framework* do Relato Integrado que, apesar da justificativa de serem os pontos mais relevantes, deixaria à margem tantos outros fatores que formam a definição do Relato Integrado. Por fim, não se aderiu ao critério de fazer uso de um *check-list* do *framework* ou de um índice de qualidade de elaboração do Relato Integrado, ambos testados internacionalmente (Kiliç; Kuzey, 2018) ou nacionalmente (Romão; Ribeiro, Vieira Neto, 2022), porque não se tem garantia de representar o Relato Integrado, notadamente no período em que o relatório possui uma certa liberdade de estruturação e de quais conteúdos devem ser comunicados ou não, características de uma divulgação voluntária.

A pesquisa no banco de dados da CVM ocorreu pela plataforma *online* (rad.cvm.gov.br) e a leitura de cada um dos Formulários de Referência, especificamente, o item 7 ‘Atividades do Emissor’ e subitem 7.8 ‘Políticas socioambientais, para se identificar a referência de elaboração do Relato Integrado segundo as diretrizes do IIRC. No decorrer do primeiro semestre de 2023, a CVM cumpriu o Ofício Circular Anual que orienta sobre a nova configuração do Formulário de Referência (estabelecida pela Resolução CVM n. 80/22 e com redação dada pela Resolução

CVM n. 59/21) o que alterou a disposição das informações para o item 1 ‘Atividades do Emissor’ e subitem 1.9 ‘Informações ambientais sociais e de governança corporativa (ASG)’.

Além disso, dentre as entidades de classificação ESG atuantes globalmente, o *score* ESG da LSEG foi utilizado neste estudo, devido à metodologia de coleta e julgamento dos dados para classificação de ESG e, ainda, pela sua disponibilidade para consulta. Para determinação do *score* ESG, a LSEG faz a coleta de dados a partir de várias fontes, como relatório anual, relatório voluntário de sustentabilidade (por exemplo, Relato Integrado), *sites* de Organizações Não-Governamentais (ONG), *site* da empresa e de relacionamento com investidores, documentos arquivados na bolsa de valores, na CVM e em outros órgãos reguladores e, ainda, fontes de notícias seguras na *internet* (LSEG, 2023).

Na Figura 5 resume-se a metodologia e os critérios adotados pela LSEG.

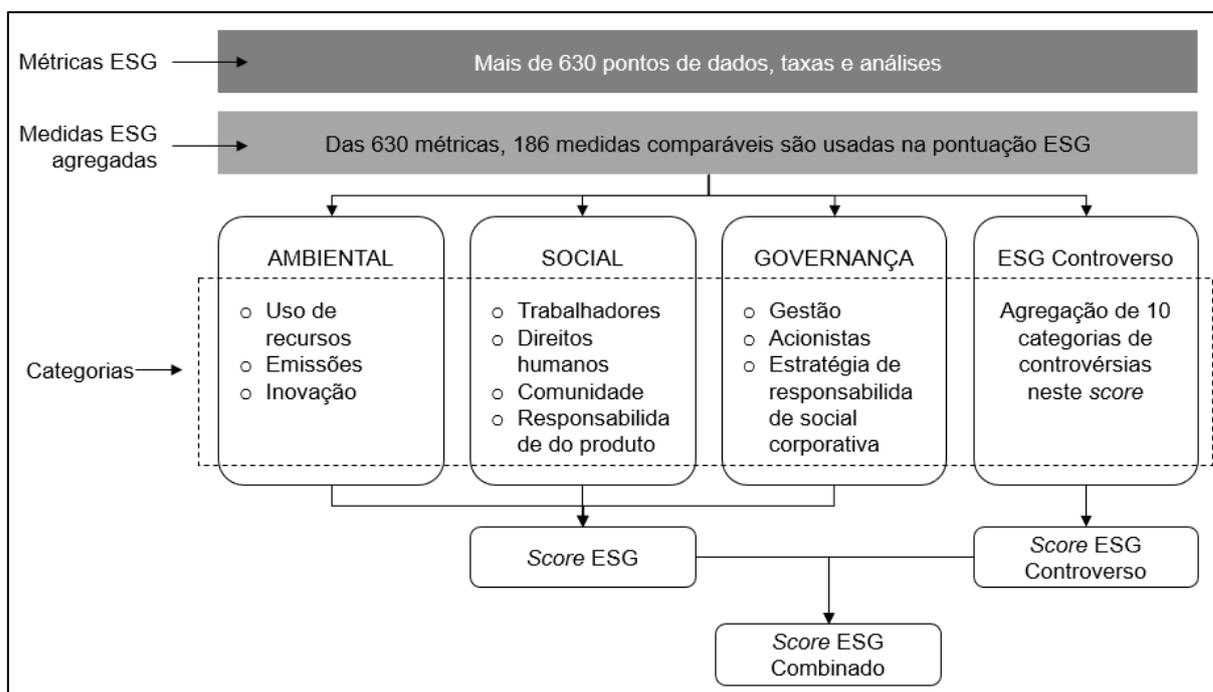


Figura 5 – Fluxo de Elaboração dos *Scores* ESG pela LSEG

Fonte: LSEG (2023)

A classificação do *score* ESG é obtida considerando-se aspectos dos pilares ambiental, social e de governança corporativa a partir de 630 métricas, sendo 186 dessas medidas comparáveis (LSEG, 2023). O *score* ESG é mensurado e divulgado anualmente, enquanto os *scores* Controversos e Combinados são atualizados semanalmente, quando existirem eventos relevantes que gerem efeitos sobre o valor da companhia (LSEG, 2023). Após cinco anos, os *scores* se tornam fixos e não sofrem atualização.

Os Relatos Integrados foram coletados, manualmente, dos *sites* de Relações com Investidores e/ou próprio *site* oficial das companhias. Na base LSEG, além dos *scores* ESG, foram coletados o setor de atuação e os dados econômico-financeiros das empresas, no mesmo período, para estimar as variáveis rentabilidade, valor de mercado, custo de capital e tamanho da empresa.

Os dados foram extraídos da Plataforma LSEG em 13 de maio de 2024. A listagem apresentou 734 companhias abertas brasileiras listadas na B3. Destas, 130 companhias apresentaram *score* ESG da LSEG. Após a conferência do Formulário de Referência quanto à autodeclaração de seguir as diretrizes do IIRC para elaboração do Relato Integrado, foram identificadas 67 companhias, perfazendo 232 Relatos Integrados. A frequência mínima de uma ocorrência de *score* ESG ou declaração de elaboração do Relato Integrado poderia ser de um ano. Empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico, que utilizavam do mesmo Relato Integrado, foram excluídas da amostra (por exemplo, Metalúrgica Gerdau).

O número de empresas que publicam o Relato Integrado em cada ano conforme a metodologia adotada neste estudo assemelha-se à quantidade de empresas apuradas pela Comissão Brasileira de Acompanhamento do Relato Integrado (CBARI). Esta semelhança reforça que a amostra em investigação representa as empresas que elaboram e divulgam o Relato Integrado no Brasil.

Neste estudo, o período “t” corresponde aos anos de 2014 a 2022, quanto aos Relatos Integrados, para obtenção das variáveis independentes, relacionadas ao conteúdo emocional. O período “t + 1” equivale ao período de 2015 a 2023, para avaliação do efeito econômico (variáveis dependentes e de controle), similarmente a outros estudos, como Borges Júnior e Malaquias (2022) e Hsiao, De Villiers e Scott (2022). Em outras palavras, a análise, contemplou os Relatos Integrados até o ano de 2022, porque os dados econômicos como Rentabilidade, Valor de Mercado e Custo de Capital, que estão disponíveis em 2024, se referem ao ano subsequente à divulgação do Relato Integrado (2023) para examinar o efeito econômico esperado.

3.3 Instrumento de Pesquisa

O Dicionário de Termos de Emoção em Contabilidade e Finanças, elaborado por Kos, Scarpin e Pinto (2020), doravante apenas denominado como dicionário, contou com duas etapas de construção. Na primeira etapa, os autores traduziram o dicionário proposto por Loughran e McDonald (2011), considerando o contexto financeiro das empresas. Na etapa de validação

(segunda etapa), os termos foram traduzidos e analisados pelos autores e pelos validadores, com apoio de dicionários de termos financeiros. O resultado, após a validação, produziu 398 termos positivos e 1.371 negativos, perfazendo 1.769 termos ao todo.

A segunda etapa da pesquisa de Kos, Scarpin e Pinto (2020) consistiu na classificação dos termos por especialistas em finanças/contabilidade e psicologia quanto à emoção que cada termo se relacionaria. Os termos que não expressassem emoção poderiam ser interpretados, pelos especialistas, como sem relação de emoção. Os termos foram classificados em emoções de “alegria”, “medo”, “tristeza”, “raiva”, “repugnância” e “surpresa”. Para compreender como ocorreu a construção do dicionário, apresenta-se a Figura 6.

Após o trabalho de classificação das emoções por especialistas de finanças/contabilidade e psicologia e retirados os termos que foram considerados como sem representação de nenhuma emoção, estabeleceu-se o dicionário final. O dicionário alcançou um total de 1.004 termos, subdivididos nas categorias de emoção, das quais 301 são de Alegria, 155 referem-se a Medo, 136 representam Raiva, 109 estariam relacionadas à Repugnância, 70 alocadas como Surpresa e 233 como Tristeza.

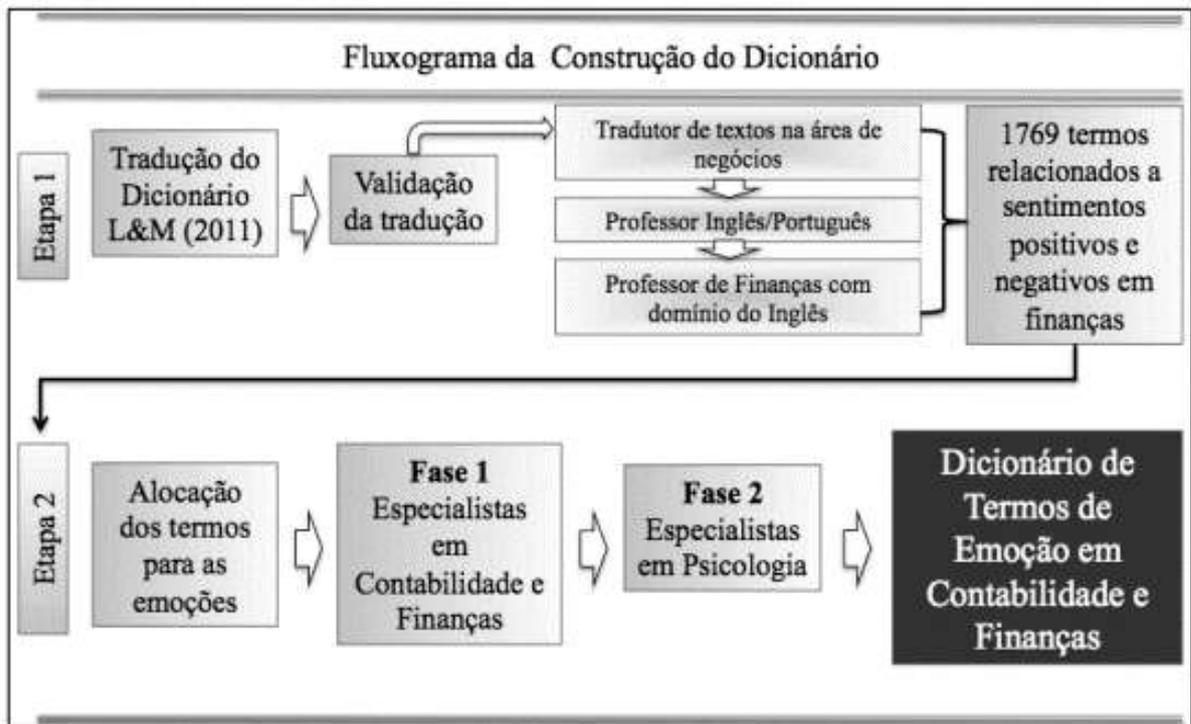


Figura 6 – Fluxograma da Construção do Dicionário

Fonte: Elaborado por Kos (2017) e Kos, Scarpin e Pinto (2020)

O dicionário contempla, para cada termo, a inclusão das flexões das palavras para considerar as possibilidades de sua ocorrência no texto (Kos; Scarpin; Pinto, 2020). Por exemplo, para o termo adular, foram incluídas as flexões: adularam, adulará,

adulteraremos, adultera, adulteram, adulteramos, adulterava, adulteravam, adulterávamos, adulterou, adulterando, adulterado, adulterada, adulteradamente, adulteração. Com a inclusão das derivações, as categorias de palavras para cada emoção ficaram compostas assim: 2.375 termos de Alegria; 1.636 de Medo; 1.110 de Raiva; 1.219 de Repugnância; 484 de Surpresa; e 2.130 de Tristeza, perfazendo um total de 8.954 termos (Kos; Scarpin; Pinto, 2020).

A partir do dicionário de Kos, Scarpin e Pinto (2020), desenvolveu-se a análise de conteúdo e extração dos termos de emoção pelas etapas resumidas e demonstradas na Figura 7.

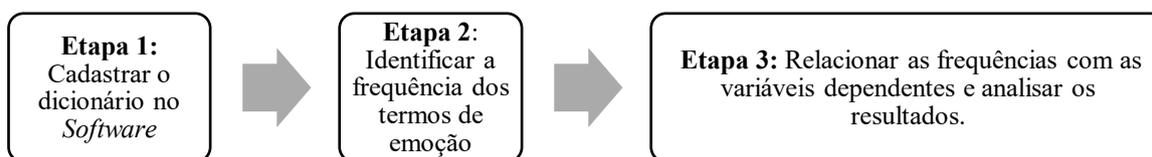


Figura 7 – Esquema Resumido das Etapas de Aplicação da Análise de Conteúdo

Fonte: Elaborado pelo autor.

Segundo Bardin (2011) ao realizar a análise de conteúdo, a codificação corresponde ao processo de tratamento dos dados a serem examinados em unidades de registro (palavra ou tema) que permite descrever exatamente as características pertinentes ao conteúdo. De acordo com a autora, todas as palavras podem ser levadas em consideração, ou apenas as palavras-chave ou, ainda, as palavras-temas. O tema, amplamente utilizado em análise temática corresponde à característica da análise de conteúdo (Bardin, 2011). A análise temática consiste em encontrar os “núcleos de sentidos”, por meio da presença/ausência ou frequência de aparição de palavras, que podem corresponder a algum significado para o objetivo traçado no estudo (Bardin, 2011).

De acordo com Bryman (2012), em uma análise de conteúdo podem ser contados os significados dos atores, as palavras, os assuntos ou temas, ou aquilo que representar sentido para o problema de pesquisa a ser investigado, seguindo as regras de análise. As regras de análise para Bardin (2011) correspondem às regras de enumeração, que podem ser realizadas por meio da identificação da presença (ou ausência), frequência, frequência ponderada, intensidade, direção, ordem ou escala dos itens a serem analisados. Estudos como de Kos (2017); Kos, Scarpin e Pinto (2020) e Marçal, Neumann e Sanches (2022) tiveram, em suas etapas, a contagem e análise de frequência de palavras para realização da análise de conteúdo, como demonstrados por Bardin (2011) e Bryman (2012).

Na primeira etapa, conforme a Figura 7, ocorreu a importação do dicionário para o *software*, onde os termos que correspondem à emoção textual foram incluídos no *software* Tropes. O Tropes é um *software* livre de análise textual (mineração de textos), frequentemente

utilizado em pesquisas internacionais (Fartoukh; Chanquoy; Piolat, 2012; Gignon *et al.*, 2012; Gómez, 2009; Piolat; Bannour, 2009; Santos *et al.*, 2023) e nacionais (Albieri; Terra, 2022; Alencar, 2017; Bertucci, 2018; Borges; Maculan; Lima, 2008; Costa; Fernandez, 2014; Ferreira, A. A. G., 2007) que visam fazer análise de conteúdo ou utilizar dicionários de termos.

Por meio da importação do dicionário para o *software*, ocorreu o abastecimento do banco de dados dos termos de emoções, subdivididos em suas categorias, conforme nota-se na Figura 8.

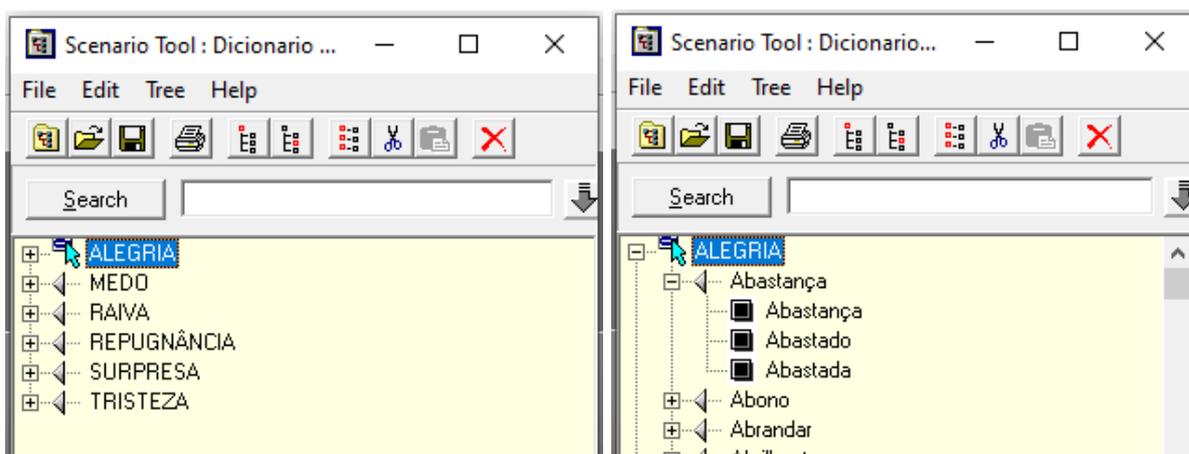


Figura 8 – Importação do Dicionário para o *Software Tropes*

Fonte: *Software Tropes*.

O dicionário, uma vez importado, apresenta as seis categorias de emoções, os termos e suas derivações, que passam a compor o Dicionário de Termos de Emoção em Contabilidade e Finanças. Para realização da próxima etapa, realizou-se o *download* dos Relatos Integrados a partir do *site* de Relações com Investidores ou do *site* oficial da companhia. Os arquivos foram obtidos no formato de documento portátil (.PDF) que foram convertidos para o formato de documento do *Microsoft Word*® (.DOC), sem perda de formatação, inclusive das tabelas, quadro e gráficos. Os documentos em formato (.DOC) permitiu a leitura e análise do Tropes inclusive destas informações.

A segunda etapa, conforme a Figura 7, correspondeu à fase de execução pela qual o *software* extraiu a frequência de palavras que correspondem à emoção textual da divulgação no Relato Integrado, conforme Kos, Scarpin e Pinto (2020) realizou com Relatórios de Administração para os termos financeiros.

A Figura 9 demonstra um exemplo da estrutura do relatório gerado pelo *software*.

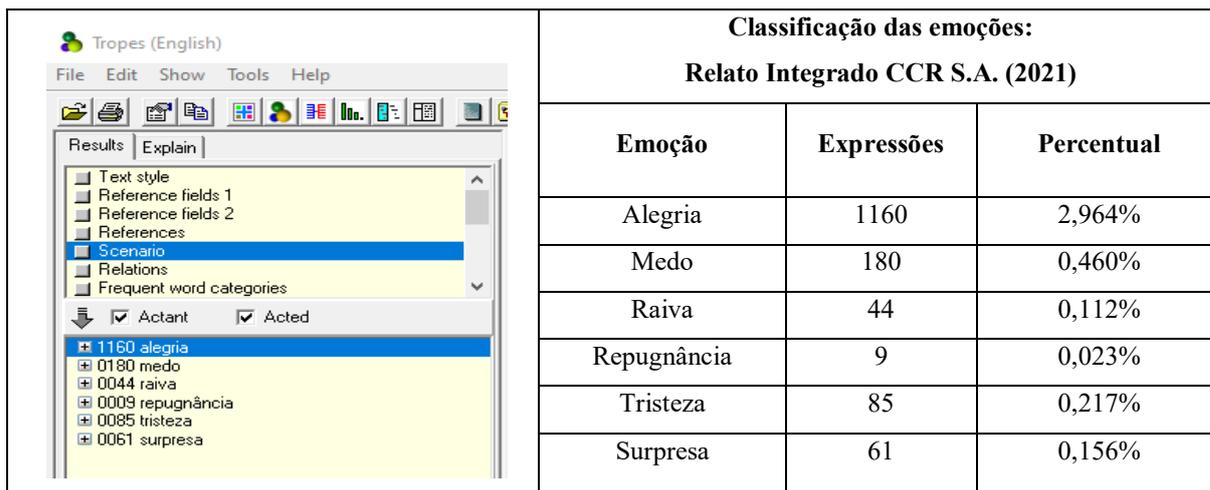


Figura 9 – Exemplo de Estatística de Frequência gerado pelo *Software Tropes*

Fonte: *Software Tropes* – Nota: Exemplo para empresa CCR S.A no ano de 2021

A Figura 9 demonstra a frequência de termos, por categoria de emoção, do Relato Integrado da companhia CCR S.A. no ano de 2021. Nota-se que a emoção preponderante é a Alegria, a qual representa 2,964% do total de termos contidos no texto. Por outro lado, todos os demais termos juntos representam, aproximadamente, um terço dos termos de alegria contidos no texto.

O valor percentual é calculado estatisticamente, o qual corresponde ao número de palavras, por categoria, encontradas no Relato Integrado dividido pelo número total de palavras contidas no texto. Para o cálculo, seguiu-se os mesmos procedimentos metodológicos utilizados por Kos e Scarpin (2021) e Kos, Scarpin e Pinto (2020), em que relatou utilizar, na íntegra, o texto, sem eliminar artigos, preposições, conjunções e demais elementos que somam no número de palavras, mas não representam conteúdo informacional. Segundo os autores, a consideração de todas as palavras impacta no percentual total, mas não afeta o resultado, por ser indiferente para o estudo se a emoção identificada no texto representa 2% do todo, ou 10% dos adjetivos, verbos ou substantivos. Dessa forma, as informações quantitativas geradas pelo Tropes, em relação às emoções presentes nos Relatos Integrados, posicionam cada categoria entre 0 e 100% de participação no texto.

Para identificar a natureza da divulgação, quanto à emoção positiva ou emoção negativa, estabeleceu-se dois grupos. O primeiro, para representar divulgação da emoção positiva, foi composto pela categoria Alegria. No segundo grupo, para representar divulgação de emoção negativa, foram agrupadas as emoções Medo, Raiva, Tristeza e Repugnância. A categoria Surpresa não foi atribuída a nenhum dos grupos (positivo ou negativo) porque, conforme identificado por Kos e Scarpin (2021) e Kos, Scarpin e Pinto (2020), as palavras desta categoria, dependendo do contexto, podem referenciar sentido positivo ou negativo, portanto, possui

caráter ambíguo. Assim, apesar da utilização da categoria Surpresa na análise de conteúdo dos Relatos Integrados, a mesma foi excluída da composição dos grupos de emoções positivas e emoções negativas. Na terceira etapa, conforme a Figura 7, a variável independente (conteúdo emocional) foi relacionada com as variáveis dependentes (desempenho econômico).

3.4 Descrição das Variáveis da Pesquisa

O Quadro 6 resume as variáveis deste estudo.

Variáveis Dependentes	Sigla	Medida e Operacionalização	Embasamento Teórico
Rentabilidade	ROA	$ROA_t = \frac{\text{Lucro Operacional}_t}{\text{Ativo Total}_{\text{médio}}}$	Albitar, Abdoush e Hussainey (2022); Anantharaman, Huang e Zhao (2021); Borges Júnior e Malaquias (2022); Buallay (2019); Caglio, Melloni e Perego (2019); Kos e Scarpin (2021)
	ROE	$ROE_t = \frac{\text{Lucro Líquido}_t}{\text{Patrimônio Líquido}_{\text{médio}}}$	Aouadi e Marsat (2016); Buallay (2019)
Valor de Mercado	VRM(ln)	<i>Valor</i> = Logaritmo Natural (Preço das ações × Quantidade de Ações em Circulação)	Borges Júnior e Malaquias (2022); Buallay (2019); Caglio, Melloni e Perego (2019); Du e Yu (2021); Huang, Teoh e Zhang (2014); Yekini, Wisniewski e Millo (2016)
Custo de Capital	WACC	$WACC_t = We_t \times Ke_t + Wi_t \times Ki_t \times (1 - 0,34)$ $Ke = R_f + \beta \times [(R_m - R_f) + Risco_{BR}]$ $Ki_t = \frac{\text{Despesas Financeiras}_t}{\text{Emprést. e Financ.}_{t-1} \text{ (média do período)}}$	Borges Júnior e Malaquias (2022); Buallay (2019); Hsiao, de Villiers e Scott (2022); Leuz e Wysocki (2016); Virtania e Siregar (2017); Vitolla <i>et al.</i> (2019a)
Variáveis Independentes	Sigla	Medida e Operacionalização	Embasamento Teórico
Emoção Positiva	EPOS	Frequência das palavras de emoção positiva do dicionário no relatório, dividida pela quantidade de palavras no relatório.	Kos (2017), Kos e Scarpin (2021); Kos, Scarpin e Pinto (2020)
Emoção Negativa	ENEG	Frequência das palavras de emoção negativa do dicionário no relatório, dividida pela quantidade de palavras no relatório.	
Variáveis de Controle	Sigla	Medida e Operacionalização	Embasamento Teórico
Tamanho da Empresa	TAM(ln)	Logaritmo natural (LN) do Ativo Total ao final de cada ano.	Caglio, Melloni e Perego (2019); Du e Yu (2021); Melloni, Stacchezzini e Lai (2016)
Perspectiva de Crescimento	CRESC	$CRESC = \frac{\text{Vendas}_t - \text{Vendas}_{t-1}}{\text{Vendas}_{t-1}}$	Anantharaman, Huang e Zhao (2021); Aouadi e Marsat (2016)
Alavancagem	ALAV	$ALAV = \frac{\text{Dívidas Totais}}{\text{Ativo Total}}$	Christensen, Serafeim e Sikochih (2022); Yekini, Wisniewski e Millo (2016)

Setor de Atuação	SETOR	<i>Dummy</i> que identifica os setores de atuação correspondentes das companhias da amostra.	Karafiath (1988); Kos e Scarpin (2021); Melloni, Caglio e Perego (2017); Plumlee <i>et al.</i> (2015); Borges Júnior (2020)
Ano	ANO	O próprio ano no período de 2014 a 2022.	Li; Xiang, Liu e Cai (2020); Taylor; Vithayathil e Yim (2018)
<i>Score</i> ESG	ESGS	<i>Score</i> ESG da LSEG.	Aoudi e Marsat (2016); Grassmann (2021); Mervelskemper e Streit (2017)

Quadro 6 – Descrição das Variáveis da Pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor

Os dados econômico-financeiros, os *scores* ESG e a classificação setorial foram obtidas da plataforma da LSEG. Em particular, o custo médio ponderado de capital (WACC), igualmente foi fornecido pela plataforma LSEG, considerada pelo mercado uma fonte confiável pelas premissas teóricas adotadas para o seu cálculo. A emissão e disponibilização dos Relatos Integrados ocorrem em datas diversas no decorrer do ano. Para o ano de referência de 2022, por exemplo, algumas companhias efetuaram a publicação do Relato Integrado nas seguintes datas: CCR S.A (06/03/2023), Ecorodovias (24/05/2023), BRF S.A (26/05/2023).

A disparidade de datas inviabiliza a utilização do valor de mercado individualmente, como também a aplicação de uma data fixa anterior a 30/06, que poderia incorrer num período em que o relatório não foi emitido. Em razão de haver uma flexibilidade de publicação dos Relatos Integrados do ano anterior em quaisquer meses do ano seguinte até a data de captação dos dados da pesquisa e, também, por entender que a metodologia de *score* da LSEG abrange diversas fontes de informações no decorrer dos meses, considera-se que o efeito das informações não financeiras sobre o valor de mercado ocorreu até 30/06. Ou seja, entende-se que o efeito da divulgação do Relato Integrado tenha uma abrangência ao longo do período e não apenas próximo da data de sua publicação.

Dessa forma, neste estudo, o valor de mercado considera a capitalização de mercado no dia 30 de junho de cada ano, enquanto o custo de capital, a rentabilidade e as variáveis de controle se referem a 31 de dezembro de cada ano. Por exemplo, enquanto o Relato Integrado refere-se a 31 de dezembro de 2022, a rentabilidade e o custo de capital, para representar os efeitos da divulgação dos documentos, referem-se a 31 de dezembro de 2023 e, no caso específico do valor de mercado, é considerada a capitalização de mercado no dia 30 de junho de 2023.

3.5 Procedimentos de Análise dos Dados

Foi aplicada estatística descritiva (máximo, mínimo, média, desvio-padrão e coeficiente de variação) nas variáveis para análise preliminar dos dados do estudo. Com a finalidade de testar as hipóteses do estudo e verificar a relação entre o conteúdo emocional do Relato Integrado e o desempenho das empresas, torna-se necessário analisar uma série temporal de dados. Dessa forma, o estudo exige uma técnica estatística com estimação de um modelo longitudinal de regressão, a qual considera a base de dados como uma grande *cross-section* por meio do Método OLS, *Ordinary Least Squares*, ou MQO - Mínimos Quadrados Ordinários (Fávero; Belfiore, 2017). O modelo econométrico geral é apresentado na Equação 1:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_n x_{nit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

No modelo, o Y corresponde às variáveis dependentes que, neste estudo, correspondem à Rentabilidade (ROA e ROE), ao Valor de Mercado (VRM(ln)) e ao Custo de Capital (WACC). Os diferentes indivíduos que, neste estudo, são as empresas, estão representadas pelo i e o período por t , que corresponde aos anos de 2014 a 2022. O intercepto do modelo é designado por β_0 , é referenciado a cada indivíduo e corresponde ao ponto da reta da regressão que toca o eixo y. O coeficiente angular, simbolizado por β_1 , corresponde ao coeficiente que estará relacionado às variáveis explicativas ou variáveis independentes (x_1 : EPOS; x_2 : ENEG) e também às variáveis de controle (x_3 : TAM(ln), x_4 : ALAV, x_5 : CRESC e x_6 : ESGS). O termo de Erro é dado por ε_{it} . Os modelos econométricos utilizados para testar cada hipótese são apresentados nas Equações 2 a 13:

H1: O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPOS_{1it} + \beta_2 ENEG_{2it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPOS_{1it} + \beta_2 ENEG_{2it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

H1a: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPOS_{1it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPOS_{1it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

H1b: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_2 ENEG_{2it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_2 ENEG_{2it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

H₂: O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.

$$VRM(ln)_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPOS + \beta_2 ENEG_{2it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

H_{2a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.

$$VRM(ln)_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPOS + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

H_{2b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.

$$VRM(ln)_{it} = \beta_0 + \beta_2 ENEG_{2it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

H₃: O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPOS_{1it} + \beta_2 ENEG_{2it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

H_{3a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito negativo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPOS_{1it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

H_{3b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito positivo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_2 ENEG_{2it} + \beta_3 TAM(ln)_{3it} + \beta_4 ALAV_{4it} + \beta_5 CRESC_{5it} + \beta_6 ESG_{6it} + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

O ano, para as variáveis dependentes, corresponde a $t + 1$, enquanto na variável independente foi t . Gujarati e Porter (2011) explicam que, embora as vantagens substanciais da regressão longitudinal, a técnica impõe problemas quanto à estimação e inferência que devem ser superadas. Os autores explicam que os dados podem abranger tanto dimensões temporais quanto de corte transversal. Os problemas inerentes aos dados de corte transversal (como exemplo, a heterocedasticidade) e de séries temporais (como, a autocorrelação) devem ser tratados. O banco de dados desta pesquisa é caracterizado pela ausência de dados ao longo do período para certas empresas, constituindo-se em painel desbalanceado, que é tratado pelo Stata por meio dos mínimos quadrados ordinários (OLS) agrupados e pelo Erros-Padrão Robustos.

Quando o fenômeno principal sobre o qual há interesse de estudo é designado por uma variável dependente quantitativa, é fundamental a estimação de modelos lineares de regressão de dados em painel curto ou longo. Dados em painel curto, refere-se quando a quantidade de indivíduos é maior que a quantidade de períodos analisados e, será longo, quando o inverso

ocorrer (Gujarati; Porter, 2011). Neste estudo, o número de indivíduos (67 empresas) é superior ao número de períodos (9 anos), portanto, se caracteriza como estudo de dados em painel curto.

Para definição do modelo de dados em painel têm-se a possibilidade de adotar os estimadores de Efeitos Fixos, ou Efeitos Aleatórios, ou ainda, *POLS Pooled Ordinary Least Squares* (ou dados empilhados). Optou-se por aplicar o modelo *Pooled* com Erros-Padrão Robustos, em razão da baixa quantidade de empresas e sua diversidade de setores para a amostra e por não haver uma variação de conteúdo emocional relevante, independentemente do ano (vide seção 4.3), o que torna desnecessário o controle por ano.

De acordo com Fávero e Belfiore (2017, p. 797) sobre o método *Pooled*, “mesmo que essa estimação não leve em consideração a existência de efeitos fixos ou aleatórios, este método é bastante utilizado e aplicado”. Na literatura contábil observa-se a aplicação do método *Pooled* em estudos nacionais (Borges Júnior; Malaquias, 2019; Funchal; Lourenço; Motoki, 2016) e internacionais (Nag; Bhattacharyya, 2016; Vitolla *et al.*, 2019b). A escolha também se fundamenta no estudo de Melloni, Caglio e Perego (2017) com Relato Integrado e variáveis de gerenciamento de impressões, tal como, tons positivos das narrativas em reportes.

Em conjunto, faz-se necessário realizar o teste de Erros-Padrão Robustos que, segundo Wooldridge (2010), assegura a consistência dos parâmetros analisados e afasta o problema de heteroscedasticidades e de autocorrelação. De acordo com Fávero *et al.* (2014) a regressão com Erro-Padrão Robusto permite que a estimação obtenha estimadores não enviesados.

Um dos fatores que ocasionam a heterocedasticidade em uma amostra, segundo Gujarati e Porter (2011), é a presença de valores discrepantes (*outliers*) em relação ao todo dos dados em análise. Fávero e Belfiore (2017) indicam o procedimento de *winsorise* (winzorização) até o limite de 5% para tratamento dos *outliers*, e, assim, prevenir-se da heterocedasticidade. Nesta pesquisa os dados foram tratados, de modo cautelar, ao limite de 2,5%.

Outro ponto de atenção ocorre quando as variáveis independentes são colineares (medidas similares). Gujarati e Porter (2011) explicam que os coeficientes das variáveis independentes da regressão podem ser estimados de maneira imprecisa ou inexata incorrendo no problema de multicolinearidade, onde as variáveis fornecem os mesmos resultados interferindo na análise dos dados. O procedimento adotado para verificar se os modelos regressão estavam sujeitos à multicolinearidade foi o Fator de Inflação das Variâncias (FIV). De acordo com Fávero e Belfiore (2017), um FIV superior a 10 indica alta multicolinearidade, valores entre 5 e 10 correspondem a uma situação preocupante, e valores abaixo de 5 seria o mais adequado. Neste estudo, adotou-se o valor de até 5 como parâmetro máximo de FIV para não realizar exclusões de variáveis.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Panorama de divulgação do Relato Integrado

O número de Relatos Integrados identificados por ano e o acumulado no período são apresentados no Gráfico 1.

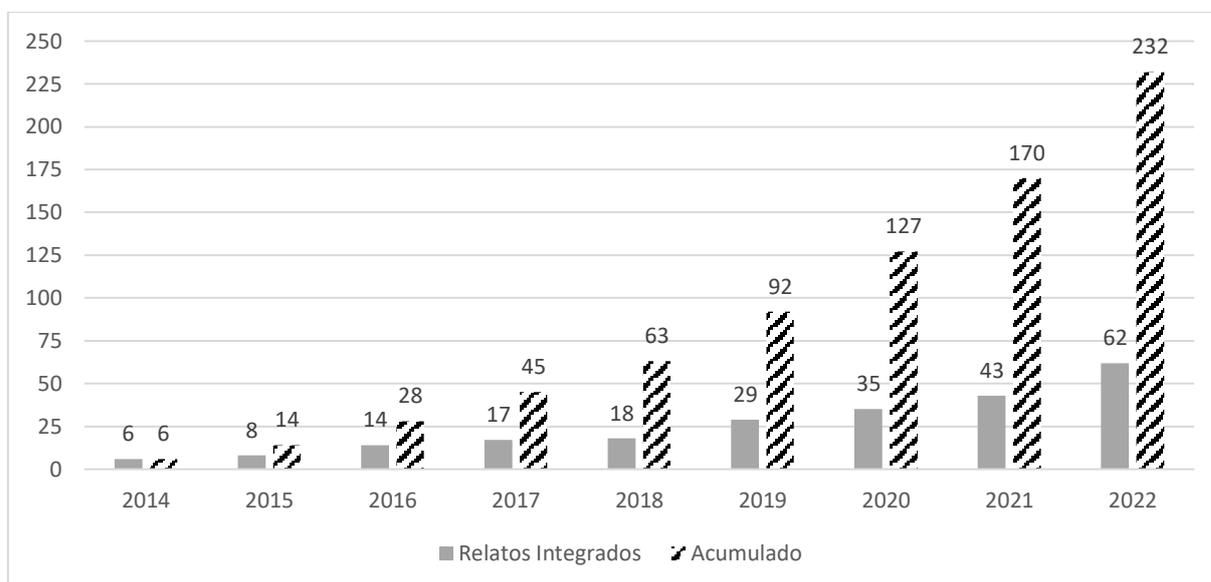


Gráfico 1 – Evolução das Publicações do Relato Integrado

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se, no Gráfico 1, que o número de publicações do Relato Integrado, no período de 2014 a 2022, em termos relativos, aumentou progressivamente. Destacam-se os anos de 2021 e 2022, nos quais foi atingindo o maior volume de divulgações. Nesse sentido, nota-se que a publicação de Relatos Integrados, no período de 2014 a 2018, ocorreu de maneira tênue, quando comparado com o período de 2019 a 2022, no qual o número de relatos publicados alcançou crescimento. Em comparação com a pesquisa de Nada e Gyori (2023), considerando o ano de 2020, o Brasil apresentou número de adotantes do Relato Integrado páreo a Espanha (37 empresas) e acima de França e Holanda, respectivamente 32 e 23 empresas, que figuravam entre os países com maior publicação desse documento na União Europeia.

Em termos percentuais, os anos de 2016, 2019 e 2022 foram aqueles que obtiveram a maior taxa de crescimento de Relatos Integrados em relação ao ano anterior, alcançando, respectivamente, 75%, 61,1% e 44,2% de aumento. Todos os anos apresentaram aumento das publicações dos Relatos Integrados, sendo que o ano de 2018 apresentou a menor taxa de crescimento (5,9%).

A amostra, iniciou com 6 companhias em 2014 e alcançou 62 no ano de 2022 e, após levantamento, nos Formulários de Referência, foram identificados 232 Relatos Integrados mediante a declaração de elaboração do documento seguindo as diretrizes do *framework* do IIRC. Vale destacar que um total de 67 empresas neste período publicaram o Relato Integrado ao menos em um ano e, cinco empresas que haviam publicado o documento em 2021 não o fizeram no ano de 2022.

4.2 Visão dos *scores* ESG e das melhores práticas das companhias da amostra

Quanto ao *score* ESG, as companhias foram divididas em dois grupos. O primeiro grupo representa as empresas do 1º e 2º quartil da LSEG, onde os *scores* ESG atingem, no máximo, 50 pontos (a escala de pontuação da LSEG pode alcançar até 100 pontos) e, neste estudo, classificou-se como menor desempenho ESG. O segundo grupo retrata as firmas do 3º e 4º quartil da LSEG, onde os *scores* ESG ficaram acima de 50 pontos até o limite de 100 e, assim, denominou-se de melhores práticas ESG (melhor desempenho). O número de firmas identificadas por ano e por quartis são mostradas no Gráfico 2.

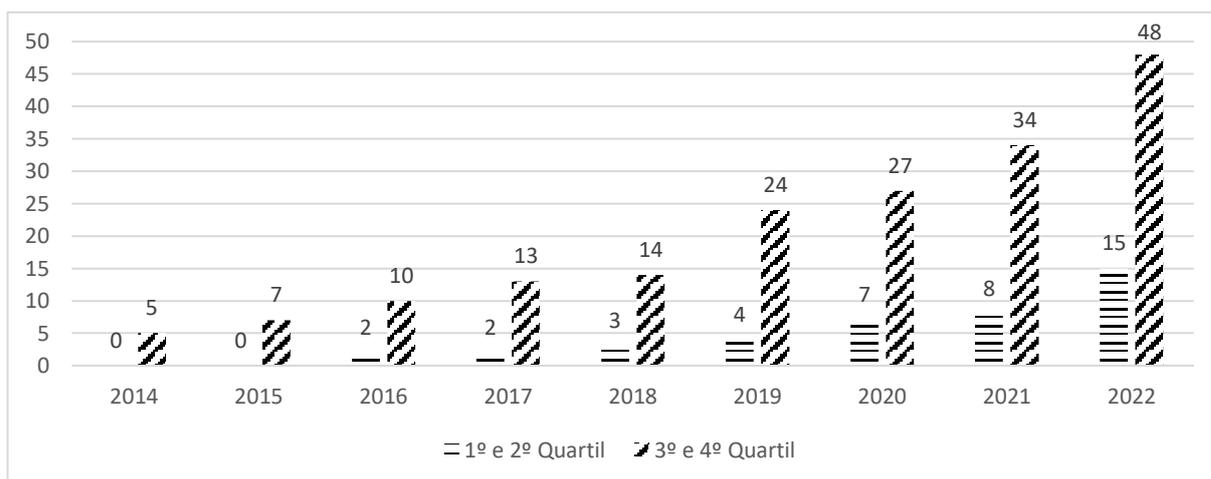


Gráfico 2 – Comparação de Companhias com menor e melhor Desempenho ESG

Fonte: Elaborado pelo autor.

A amostra para qual se examinou os *scores* ESG é a mesma utilizada para avaliar a evolução das publicações de Relato Integrado no Gráfico 1. Contudo, a divergência do número de companhias entre o Gráfico 1 e o Gráfico 2 ocorre pela ausência de informações. Para exemplificar, a empresa Magazine Luiza publicou Relatos Integrados em todo o período de 2014 a 2022, porém, não possui *score* ESG para o período de 2014 a 2017. Outro exemplo é a

empresa Americanas, que possui o *score* ESG para o ano de 2022, mas não realizou a publicação de seu Relato Integrado até 13 de maio de 2024.

No período de 2014 a 2022, houve um acumulado de menor desempenho ESG de 41 incidências, em contrapartida, as ocorrências de melhor desempenho ESG foram de 182. O levantamento demonstra que o cenário para melhores práticas ESG (melhor desempenho) é predominante entre as companhias, por representar, aproximadamente, 82% das ocorrências. Compreende-se, desta forma, que a amostra deste estudo representa em sua maioria as empresas com as melhores práticas ESG, demonstrando ser inviável uma estratificação entre as companhias com menor e melhor desempenho.

4.3 Cenário do conteúdo emocional dos Relatos Integrados no período

No Gráfico 3, apresenta-se o comportamento do conteúdo emocional do Relato Integrado (emoções positiva e negativa) no período.

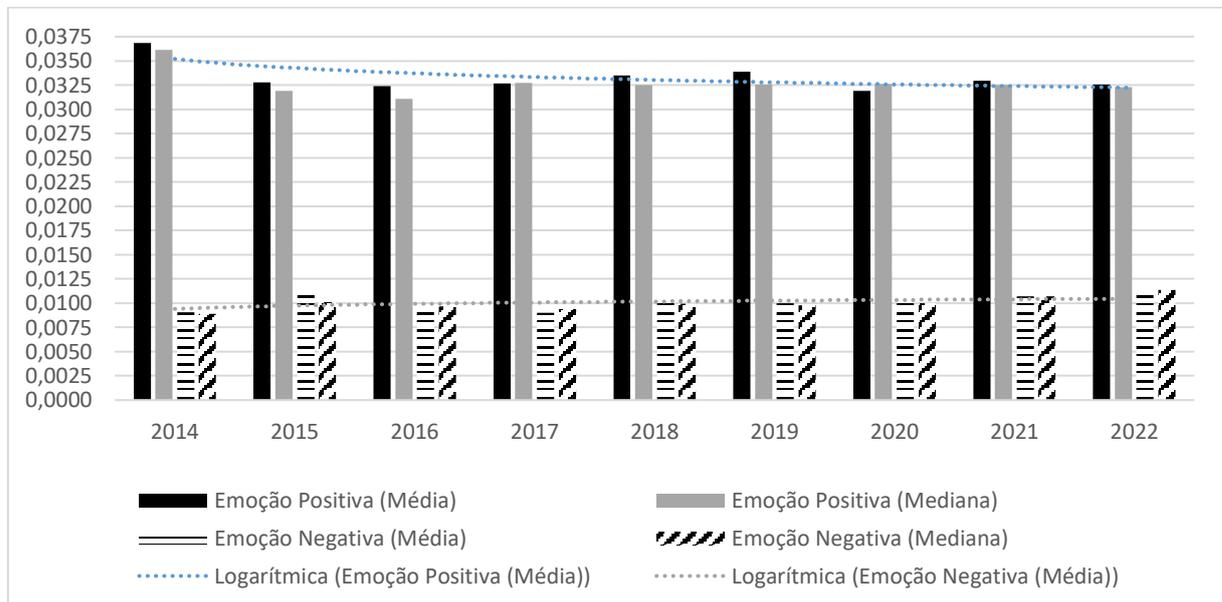


Gráfico 3 – Medidas de Tendência Central para os Índices de Emoção Positiva e Negativa
Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir dos índices das emoções positiva e negativa calculou-se as medidas de tendência central, média e mediana, com interesse de analisar se as emoções sofreram alterações relevantes no decorrer do período analisado. De modo geral, nota-se que a média e a mediana estão muito próximas entre si o que revela que o conjunto de valores não possui uma distorção relevante quanto à presença de valores extremamente altos ou baixos. Os Relatos Integrados revelam predominância de palavras positivas.

Mesmo assim, destaca-se uma análise dos anos 2016 e 2020, quanto à emoção positiva. No ano de 2016, a média da emoção positiva está ligeiramente acima da mediana, podendo ser reflexo de valores mais altos elevando a média para cima. Neste ano, tem-se como fato histórico o alcance do ápice da crise financeira-política interna do país, que culminou no *impeachment* da presidenta Dilma Russef. No ano de 2020, ao contrário, a média da emoção positiva está ligeiramente abaixo da mediana, podendo representar valores mais baixos, ou seja, Relatos Integrados com quantidade ligeiramente menor de palavras positivas. O destaque histórico do ano é refletido pela crise sanitária e financeira mundial, gerada pela pandemia da Covid-19.

Com auxílio da planilha eletrônica, foi incorporada, no Gráfico 3, uma linha de tendência logarítmica, gerada automaticamente a partir dos dados, tanto para a emoção positiva (média) quanto para a emoção negativa (média), visando retratar uma expectativa de alta/baixa dos valores no período. Quando se observa a linha de tendência logarítmica traçada para as médias dos índices de emoção positiva, nota-se uma leve tendência de queda, que vai do ano de 2014 até 2018. No ano de 2019 há um leve aumento da média da emoção positiva, seguida de uma linearidade da tendência logarítmica até o ano de 2022.

Quanto ao índice de emoção negativa, a linha de tendência logarítmica da média praticamente também não variou com relevância. Contudo, vale destacar a variação ocorrida na média das emoções negativas para os anos de 2015, 2017 e 2022. Uma leve variação para cima do índice de emoção negativa no ano que antecedeu o *impeachment*, o que pode representar um momento de indefinições para o país e para os negócios. No ano de 2017, há um pequeno recuo do índice de emoção negativa, que pode representar a suavização do discurso negativo pós-crise financeira-política. Iniciada leve tendência de alta em 2020, seguido em 2021 e alcançado uma leve tendência de alta do índice de emoção negativa pós-período pandêmico.

Em resumo, as médias de palavras positivas e negativas em relação ao total de palavras dos Relatos Integrados mantiveram-se com baixa variação, mesmo nos anos de crise financeira-política e sanitária-financeira. O destaque da análise seria a leve redução média de palavras positivas ocorridas no ano de 2020, em relação ao ano de 2019, porque o ano de 2020 foi o principal ano da pandemia e, assim, maior proporção de palavras negativas para este período.

4.4 Análise descritiva

Por meio da análise visual de gráficos Box Plot, gerados pelo *software* estatístico Stata, identificou-se a presença de *outliers* nas variáveis Tamanho da Empresa (TAM(ln)), Alavancagem (ALAV), Rentabilidade (ROA, ROE), Custo de Capital (WACC), Perspectiva de

Crescimento (CRESC) e Valor de Mercado (VRM). Para tratar os *outliers* da amostra, as variáveis foram winsorizadas a 2,5% e identificadas com a letra “w” após sua sigla (por exemplo, “ROAw”). Na Tabela 2 são apresentadas as estatísticas descritivas para as variáveis estudadas.

Tabela 2: Estatísticas Descritivas

Variáveis	Período	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	C.V.
ROAw	t + 1	160	0,05212	0,06013	-0,16161	0,26178	115,37%
ROEw	t + 1	160	0,15770	0,19750	-0,44880	0,70402	125,24%
VRM(ln)w	t + 1	160	23,61766	1,06510	20,81563	25,72842	4,51%
WACCw	t + 1	160	0,09033	0,03643	0,02975	0,18241	40,33%
EPOS	t	160	0,03269	0,00507	0,01050	0,04765	15,51%
ENEG	t	160	0,01034	0,00235	0,00380	0,02086	22,73%
TAM(ln)w	t + 1	160	24,17924	0,90012	21,49521	25,64795	3,72%
ALAVw	t + 1	160	0,37611	0,17391	0,01681	0,76710	46,24%
CRESCw	t + 1	160	0,14764	0,22024	-0,36169	1,02322	149,17%
ESGS	t + 1	160	63,23219	18,19560	1,32297	91,56147	28,78%

Fonte: Dados da pesquisa. **Notas:** ROAw = retorno sobre ativo winsorizado; ROEw = retorno sobre o patrimônio líquido winsorizado; VRM(ln)w = valor de mercado winsorizado; WACCw = custo médio ponderado de capital winsorizado; EPOS = Emoção Positiva; ENEG = Emoção Negativa; TAM(ln)w = tamanho da empresa winsorizada; ALAVw = endividamento winsorizada; CRESCw = perspectiva de crescimento winsorizada; ESGS = *score* ESG; N = número de observações da amostra; C.V. = Coeficiente de Variação. Conforme destacado no corpo da tabela e especificado na metodologia do estudo, as variáveis dependentes e de controle desta pesquisa encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2015 a 2023, enquanto as variáveis independentes tratam do conteúdo emocional e ESGS para os exercícios de 2014 a 2022.

Observa-se na Tabela 2, que o ROAw, na média (0,05212), sinaliza que as firmas conseguem gerar lucro a partir dos investimentos realizados, apesar de existirem empresas com prejuízos. Do mesmo modo, o ROEw, na média (0,15770), demonstrou que as companhias têm capacidade de remunerar o capital investido pelos acionistas. Observa-se, ainda, empresas com elevados retornos sobre o capital próprio (0,70402), outras não conseguem remunerar aqueles que nelas investiram (-0,44880). Borges Júnior (2019), também identificou médias positivas e superiores do ROAw, contudo, sua amostra foi composta em sua maioria por empresas que publicaram o relatório de sustentabilidade e o relatório de responsabilidade social corporativa em relação às firmas que não realizavam tal publicação.

As empresas apresentaram desvio-padrão superiores às médias para a rentabilidade (ROAw, ROEw) e a perspectiva de crescimento de vendas (CRESCw). Trata-se de um indicativo de maior variabilidade dos dados entre as firmas, o que é reforçado pelos elevados valores dos coeficientes de variação apontados na última coluna da Tabela 2. Essa discrepância de valores entre as firmas pode ser em função dos segmentos de atuação, tipo de negócio que opera e pelos resultados negativos obtidos. Percebe-se a similaridade entre o comportamento da rentabilidade e da perspectiva de vendas quanto à apresentação valores mínimos negativos.

As características das rentabilidades médias, demonstradas na Tabela 2, se assemelham aos resultados achados por Kos e Scarpin (2021), ao examinarem o conteúdo emocional dos Relatórios da Administração das firmas brasileiras, no período de 2011 a 2015. Há similaridade tanto nas médias do ROA e ROE quanto nos retornos mínimos desses índices serem negativos.

Por outro lado, valor de mercado ($VRM(\ln)w$), tamanho da empresa ($TAM(\ln)w$), Emoção Positiva (EPOS) e Emoção Negativa (ENEG) apresentaram o desvio-padrão abaixo das médias. Esse indicativo de baixa dispersão é reforçado pelos coeficientes de variação, apontando maior uniformidade entre as empresas, particularmente, em relação ao tamanho da empresa e o valor de mercado. A partir do cenário de rentabilidades médias favoráveis, como mostradas na Tabela 2, as empresas sinalizam ao mercado a capacidade que têm de gerar lucro e remunerar aqueles que nelas investem.

A baixa variabilidade entre as emoções positivas e negativas das empresas, constatada na seção 4.3, foi reforçada pelos coeficientes de variação. A sinalização de baixa dispersão da emoção positiva e da emoção negativa representa que, na média, as firmas possuem pontuações similares dentro de cada categoria de emoção, sendo levemente menos dispersas para emoções positivas do que para emoções negativas. Também se nota que, na média, a presença da emoção positiva (3,27%) nos Relatos Integrados é preponderante em relação à emoção negativa (1,03%), que representa uma narrativa com tom majoritariamente otimista ao relatar informações voluntárias destinadas aos usuários externos.

O custo de capital ($WACCw$), a alavancagem ($ALAVw$) e o *Score* ESG (ESGS) também apresentaram desvios-padrão abaixo das médias, indicando baixa variabilidade. Os coeficientes de variação confirmaram a baixa dispersão dos dados, porém, a um nível um pouco superior de variabilidade, quando comparado com o valor de mercado, tamanho da empresa e as emoções positivas e negativas. Essas dispersões indicam que as firmas são mais semelhantes quanto ao custo assumido com terceiros do que em relação aos retornos trazidos aos acionistas das firmas.

A redução do custo de capital, mantidas as demais variáveis constantes, implicaria no declínio de novas despesas financeiras e aumento no lucro, com impacto de elevação das taxas de rentabilidade. Como consequência, o mercado pode reagir positivamente a esse cenário de aumento de rentabilidade, ampliando os preços das ações em negociação, porém, em situação de elevação do custo de capital o resultado sobre o valor de mercado seria o contrário. A relação entre o custo de capital e o tom positivo do *disclosure* pode alcançar um resultado similar ao encontrado por Borges Júnior e Malaquias (2022), que demonstraram que os relatórios de RSC com tom predominantemente otimista acarretavam a redução do custo de capital.

Os resultados estão em sinergia com a teoria da divulgação voluntária (Dye, 1985; Verrecchia, 1983), particularmente sobre o aspecto de existirem incentivos aos gestores que tornam públicas informações voluntárias que caracterizam-se por serem boas notícias e favoráveis às companhias (Healy; Palepu, 2001).

Por fim, destaca-se o *score* ESG (ESGS). As empresas com média de 63,23% estão localizadas no terceiro quartil de classificação da LSEG, o que sugere que as companhias, em média, possuem bom desempenho ESG e grau médio de transparência em seus relatórios. Vale ressaltar que, apesar da seleção da amostra limitar-se às empresas que divulgam o Relato Integrado, o valor mínimo (1,32) e máximo (91,56) e o desvio-padrão (18,19) reforçam que exclusivamente a divulgação do documento não garante um *score* elevado. Esse achado se assemelha aos encontrados por Albitar, Abdoush e Hussainey (2022), onde a classificação de divulgação ESG mais alta levava a um tom narrativo dos relatórios de RSC mais positivo.

4.5 Análise multivariada

Na sequência, as variáveis foram submetidas ao teste de Correlação de Pearson, e os resultados podem ser observados na Tabela 3.

Tabela 3: Correlações entre Variáveis da Pesquisa (Correlação de Pearson)

	ROAw	ROEw	WACCw	VRMw	EPOS
ROAw	1,0000				
ROEw	0,6892 *	1,0000			
WACCw	0,1320 *	-0,0060	1,0000		
VRMw	0,2737 *	0,1339 *	-0,0114	1,0000	
EPOS	0,0028	0,0186	-0,1396 *	0,0176	1,0000
ENEG	-0,2174 *	-0,1338 *	-0,0557	-0,2342 *	0,2727 *
TAM(ln)w	-0,0652	-0,0420	-0,0881	0,6288 *	0,0169
ALAVw	-0,4014 *	-0,0221	-0,4566 *	-0,3146 *	-0,0009
CRESCw	0,3132 *	0,2906 *	0,1210	-0,0795	-0,1269
ESG	0,0767	0,0685	-0,0250	0,2274 *	0,1039
	ENEG	TAM(ln)w	ALAVw	CRESCw	ESGS
ROAw					
ROEw					
WACCw					
VRMw					
EPOS					
ENEG	1,0000				
TAM(ln)w	0,0781	1,0000			
ALAVw	0,1208	-0,0060	1,0000		
CRESCw	-0,0519	-0,1210	0,0503	1,0000	
ESG	0,0503	0,1225	0,0028	-0,1995 *	1,0000

Fonte: Dados da pesquisa. Notas: ROAw = retorno sobre ativo winsorizado; ROEw = retorno sobre o patrimônio líquido winsorizado; WACCw = custo médio ponderado de capital winsorizado; VRM(ln)w = valor de mercado winsorizado; EPOSw = Emoção Positiva winsorizada; ENEGw = Emoção Negativa winsorizada.

* A correlação é significativa ao nível de 0,10.

O teste de correlação não objetiva inferir sobre uma relação de causa e efeito entre as variáveis, mas sim, compreender associações entre as variáveis. Nota-se, pela Tabela 3, que o comportamento de associação entre as variáveis apresenta correlações que variam de forte à fraca. Realizou-se os testes estatísticos de correlação ao nível de significância de 10%.

Ao considerar as variáveis emoção positiva (EPOS) e custo de capital (WACC), percebe-se uma correlação negativa e fraca, fornecendo indícios de que, conforme a emoção positiva aumenta, o custo de capital reduz. Os estudos de Verrecchia (1983) e Dye (1985), sobre a Teoria da Divulgação, indicam que empresas com notícias positivas podem reduzir o custo de capital, incentivado pela divulgação dessas informações e pela redução da assimetria informacional (Verrecchia, 2001).

Observa-se também, uma associação negativa e fraca entre a emoção negativa e a rentabilidade (ROAw e ROEw), podendo representar que, à medida que a narrativa incorpora mais o tom negativo, menores são os indicadores de rentabilidade. O resultado confirma a Teoria da Divulgação, sugerindo que a divulgação de informações voluntárias está ligada a uma motivação econômica positiva (Verrecchia, 2001), de outra forma, se as narrativas são influenciadas por tons mais negativos, em função do julgamento de questões internas da empresa e de conhecimento do gestor, transcorrerá no efeito de redução da rentabilidade.

Por fim, a Tabela 3 sinaliza uma correlação negativa e fraca entre a emoção negativa e o valor de mercado (VRM), indicando que narrativas de tons mais negativos resultam na redução no valor de mercado das companhias. Sobre as empresas realizarem divulgações voluntárias, Deegan (2002) afirma que se trata de um processo que busca mudar a percepção dos participantes do mercado sobre a empresa e legitimar suas ações, o que pode resultar no aumento do seu valor de mercado. Nesse sentido, percepções negativas poderiam influenciar de modo contrário, atuando na redução do valor da empresa.

O procedimento preliminar às regressões consistiu em realizar o teste de multicolinearidade por meio do Fator de Inflação das Variâncias (FIV). Neste estudo, adotou-se o valor máximo de 5 para o FIV como parâmetro para não realizar exclusões de variáveis. Assim, após a realização do teste de multicolinearidade, identificou-se que a variável “Ano” apresenta valores de FIV superiores a 5 e a 10 para os anos analisados, justificando a exclusão desta variável de controle.

O “Setor” é outra variável não adotada em função da baixa incidência de companhias por categoria, o que incorreria em baixa explicação por esta classificação. Ao contrário, o estudo de Nada e Gyori (2023) mostrou que os setores das empresas da União Europeia que se dedicam a elaborar e publicar o Relatório Integrado estão mais concentrados nos setores

financeiros e industrial. Apesar disso, verificou-se a viabilidade de se empregar a variável setor classificando as companhias em setores regulados e não regulados, e ainda, em companhias potencialmente poluidoras e não poluidoras. Contudo, os achados não foram minimamente significantes para justificar a adoção, privilegiando a lógica da parcimônia das informações. Por fim, testamos a inclusão da variável que corresponderia a listagem de mercado como Novo Mercado ou outros, mas também, não apresentou significância em caso de sua incorporação.

Visando garantir o tratamento de eventuais problemas em decorrência de heterocedasticidade e autocorrelação, procedeu a estimação dos modelos (Tabelas 4, 5 e 6) com Erros-Padrão Robustos, segundo preconiza Wooldridge (2010). Após as parametrizações, as hipóteses foram testadas para verificar o efeito do conteúdo emocional (Emoção Positiva e Emoção Negativa), presente no Relato Integrado, em relação às variáveis Rentabilidade, Valor de Mercado e Custo de Capital. Para esse fim, as hipóteses testadas foram:

- H₁:** O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG;
- H₂:** O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG;
- H₃:** O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

Os achados da regressão com dados empilhados são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4: Efeito da Emoção Positiva e Negativa sobre os Indicadores Econômico-Financeiros

	ROAw	ROEw	WACCw	VRM(ln)w
EPOS	0,96578	3,30587	-0,99918 *	14,58998
ENEG	-4,56536 ***	-12,09360 *	0,78423	-124,87360 ***
TAM(ln)w	-0,00202	-0,00214	-0,00325	0,74766 ***
ALAVw	-0,13783 ***	-0,02408	0,09837 ***	-1,71441 ***
CRESCw	0,09869 ***	0,28708 ***	0,02058 **	0,18627
ESGS	0,00051 **	0,00143 **	0,00004	0,00967 ***
Constante	0,12158	0,10234	0,22444	6,35990
Núm. Obs.	160	160	160	160
R ² :	0,3260	0,1237	0,2525	0,5855
FIV Max.	1,10	1,10	1,10	1,10

Fonte: Dados da pesquisa. Notas: ROAw = retorno sobre ativo winsorizado; ROEw = retorno sobre o patrimônio líquido winsorizado; WACCw = custo médio ponderado de capital winsorizado; VRM(ln)w = valor de mercado winsorizado; EPOS = Emoção Positiva; ENEG = Emoção Negativa; TAM(ln)w = tamanho da empresa winsorizada; ALAVw = endividamento winsorizada; CRESCw = perspectiva de crescimento winsorizada; ESGS = *score* ESG; Núm. Obs. = número de observações da amostra; FIV Max. = Fator de Inflação das Variâncias Máximo. *** estatisticamente significativo ao nível de 1%; ** = estatisticamente significativo ao nível de 5%; * estatisticamente significativo ao nível de 10%.

Na Tabela 4, os achados dos testes de FIV para cada modelo revelaram o valor máximo de 1,10, afastando de qualquer problema em decorrência de multicolinearidade.

Os achados da Tabela 4, analisados ao considerar, conjuntamente, as emoções positivas e negativas dos Relatos Integrados, revelaram ao menos uma relação de dependência entre o conteúdo emocional e as variáveis de desempenho. A emoção positiva apresentou uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 10% com o custo de capital. No caso do custo de capital, o coeficiente de determinação sinaliza que, aproximadamente, 25% dessa relação podem ser explicados pelas variáveis do modelo. O resultado dá suporte para hipótese **H₃** de que o conteúdo emocional exerce efeito no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

No que se refere à emoção negativa, apontou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa, ao nível de 1% e 10%, respectivamente, com o retorno sobre o ativo e o retorno sobre o patrimônio líquido. Em termos de rentabilidade, os coeficientes de determinação apontaram aproximadamente 32% para o retorno sobre o ativo e 12% para o retorno sobre o patrimônio líquido, quanto ao poder explicativo dos modelos. Os achados dão suporte para hipótese **H₁** de que o conteúdo emocional exerce efeito na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG.

Ainda sobre a Tabela 4, a emoção negativa revelou uma relação negativa e estatisticamente significativa, ao nível de 1%, com o valor de mercado. No que diz respeito ao valor de mercado, o coeficiente de determinação indica que, aproximadamente, 58% dessa relação podem ser explicados pelas variáveis do modelo. A descoberta oferece suporte para hipótese **H₂** de que o conteúdo emocional exerce efeito no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.

Portanto, ao se analisar, conjuntamente, a emoção positiva e negativa em relação às variáveis de desempenho, os achados dão indícios de que se deve observar para além das narrativas com tons positivos quanto à influência nas variáveis de desempenho econômico. Assim, há que se considerar as narrativas em tons negativos e suas consequências sobre as variáveis de desempenho.

Complementarmente, ao se observar a relação da variável de controle do *Score* ESG, nota-se sua relação de dependência positiva e significativa estatisticamente, ao nível de 5%, com o retorno sobre o ativo e o retorno sobre o patrimônio líquido, mas também positiva, ao nível de 1%, com o valor de mercado. Interpreta-se que *Scores* ESG mais altos teriam relação com rentabilidade e valor de mercado mais elevados e, vice-versa. Assim, além do conteúdo emocional, os *scores* ESG apresentariam efeitos sobre o desempenho econômico.

Visando encontrar elementos que elucidem ainda mais os achados da Tabela 4, elaborou-se as Tabelas 5 e 6, para avaliação das demais hipóteses do estudo. Distintivamente,

as Tabelas 5 e 6 aplicam a análise exclusiva e consecutivamente das emoções positivas e negativas. Diante dessas análises, buscou-se relacionar os argumentos presentes na literatura contábil e na Teoria da Divulgação Voluntária. Dessa maneira, nas hipóteses seguintes, examinou-se, especificamente, o efeito da emoção positiva nos Relatos Integrados sobre a rentabilidade, o valor de mercado e o custo de capital. Para isso, as hipóteses testadas foram:

H_{1a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG;

H_{2a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG;

H_{3a}: A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito negativo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

Os resultados da regressão com dados empilhados estão na Tabela 5.

Tabela 5: Efeito da Emoção Positiva sobre os Indicadores Econômico-Financeiros

	ROAw	ROEw	WACCw	VRM(ln)w
EPOS	0,39759	1,80075	-0,90158 *	-0,95131
TAM(ln)w	-0,00287	-0,00438	-0,00310	0,72443 ***
ALAVw	-0,14534 ***	-0,04399	-0,09708 ***	-1,91999 ***
CRESCw	0,09932 ***	0,28877 ***	0,02047 **	0,20371
ESGS	0,00050 **	0,00142 *	0,00004	0,00949 ***
Constante	0,11663	0,08922	0,22529	6,22442
Núm. Obs.	160	160	160	160
R ² :	0,2973	0,1051	0,2502	0,5170
FIV Max.	1,07	1,07	1,07	1,07

Fonte: Dados da pesquisa. Notas: ROAw = retorno sobre ativo winsorizado; ROEw = retorno sobre o patrimônio líquido winsorizado; WACCw = custo médio ponderado de capital winsorizado; VRM(ln)w = valor de mercado winsorizado; EPOS = Emoção Positiva; ENEG = Emoção Negativa; TAM(ln)w = tamanho da empresa winsorizada; ALAVw = endividamento winsorizada; CRESCw = perspectiva de crescimento winsorizada; ESGS = *score* ESG; Núm. Obs. = número de observações da amostra; FIV Max. = Fator de Inflação das Variâncias Máximo. *** estatisticamente significativo ao nível de 1%; ** = estatisticamente significativo ao nível de 5%; * estatisticamente significativo ao nível de 10%.

Na Tabela 5, os achados dos testes de Fator de Inflação da Variância para cada modelo identificaram o valor máximo de 1,07, distanciando de qualquer adversidade decorrente de multicolinearidade. Os resultados sinalizam a presença de uma relação de dependência negativa entre a emoção positiva e o custo de capital, com significância estatística ao nível de 10%, reforçando a descoberta demonstrada na Tabela 4.

O coeficiente de determinação manteve o poder explicativo do modelo em, aproximadamente, 25%. Desse modo, o achado dá suporte para hipótese **H_{3a}** de que a emoção positiva exerce efeito negativo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

Por não encontrar relação significativa da emoção positiva com a rentabilidade e o valor de mercado as hipóteses **H_{1a}** e **H_{2a}** não são suportadas. De acordo com as hipóteses **H_{1a}** e **H_{2a}**, seria esperada a existência de relação de dependência positiva significativa entre a emoção positiva e a rentabilidade e, também, com o valor de mercado, mas que não se confirmaram com os achados deste estudo.

Em termos da hipótese **H_{1a}** na qual a rentabilidade não sinalizou relação com a emoção positiva, diferentemente de estudos anteriores, como o de Li (2010), Kos e Scarpin (2021) e Borges Júnior e Malaquias (2022) que encontraram uma relação positiva entre o desempenho econômico e o tom positivo/otimista, como também, as pesquisas de Cho, Roberts e Patten (2010) e Bushee, Gow e Taylor (2018) que sinalizaram um relação negativas entre o desempenho e o tom, não foram corroborados nesta hipótese testada.

No caso da hipótese **H_{2a}** em que o valor de mercado não indicou relação com a emoção positiva, os estudos anteriores, como Huang, Teoh e Zhang (2014), Melloni (2015), Du e Yu (2021), Borges Júnior e Malaquias (2022), sinalizaram existir relação entre o valor de mercado e o tom mais otimista da narrativas contábeis. Um fator explicativo para que os resultados não indicarem essa relação neste estudo, ainda que a narrativa fosse predominantemente positiva, presume-se que a mesma não foi positiva suficientemente elevada de modo que persuadissem os investidores à negociação das ações a valores superiores ou, ainda, que o equilíbrio de mercado possa ter ocorrido mais brevemente no decorrer do período. No âmbito da Teoria da Divulgação Voluntária, o pressuposto da divulgação de informações adicionais favoráveis é confirmado pela presença de tom narrativo mais otimista nos Relatos Integrados. Mas, não se apresentou como significativo quanto ao valor de mercado, porque o mercado pode interpretar as informações positivas como pretexto para ocultar desempenho real inferior ou como mecanismo de proteção da imagem empresarial.

Diante da hipótese **H_{3a}**, seria esperado que a emoção positiva tivesse uma relação de dependência negativa significativa com o custo de capital, que se confirmou com os achados deste estudo. A Teoria da Divulgação sugere que as firmas com “boas notícias” potencialmente propiciariam a redução do custo de capital, em decorrência da divulgação baseada em eficiência, pautada na redução da assimetria informacional (Verrecchia, 1983; Dye, 1985).

Quanto à hipótese **H_{3a}**, em que o custo de capital assinalou uma relação de dependência com a emoção positiva, a pesquisa anterior, como de Borges Júnior e Malaquias (2022), na qual o predomínio de expressões positivas nos relatórios promoveu redução no custo de capital das empresas analisadas. O estudo de Rjiba *et al.* (2021) mostrou que a relação entre a complexidade do relatório anual sobre o custo de capital próprio é maior quando o tom de

divulgação é mais negativo ou mais ambíguo. E por fim, a investigação de Jian *et al.* (2024) revelou que quanto maior o custo de capital próprio da empresa, mais positivo era o tom do relatório anual.

Vale evidenciar, em relação à emoção positiva, que os resultados desta pesquisa estão em linha com o estudo de Melloni (2015), o qual revelou que os Relatos Integrados são elaborados com o tom significativamente mais otimista do que pessimista. A respeito das melhores práticas ESG adotadas pelas empresas, os resultados obtidos por Melloni, Caglio e Perego (2017) indicaram que empresas com pior desempenho social fornecem relatórios menos concisos e com menos informações sobre o seu desempenho em sustentabilidade.

Os resultados também revelaram a preponderância da emoção positiva sobre a emoção negativa nos Relato Integrados, conforme demonstrado no Gráfico 3 e na Tabela 2. A presença de narrativas contábeis com tendências predominantemente positivas está em sinergia com a teoria da divulgação voluntária (Dye, 2001), em que a entidade, ao cogitar a divulgação adicional, realizará com a intenção de ser favorável à empresa em detrimento das informações desfavoráveis.

Por fim, verificou-se as hipóteses que visaram identificar, em particular, o efeito da emoção negativa nos Relatos Integrados sobre a rentabilidade, valor de mercado e custo de capital. Para tanto, as hipóteses avaliadas foram:

H_{1b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG;

H_{2b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG;

H_{3b}: A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito positivo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.

As descobertas da regressão com dados empilhados estão na Tabela 6.

Tabela 6: Efeito da Emoção Negativa sobre os Indicadores Econômico-Financeiros

	ROAw	ROEw	WACCw	VRM(ln)w
ENEG	-4,00365 **	-10,17087	0,20310	-116,38790 ***
TAM(ln)w	-0,00216	-0,00260	-0,00310	0,74557 ***
ALAVw	-0,13863 ***	-0,02684	-0,09753 ***	-1,72661 ***
CRESCw	0,09646 ***	0,27948 ***	0,02288 **	0,15275
ESGS	0,00053 **	0,00150 **	0,00003	0,00996 ***
Constante	0,15006	0,19984	0,19498	6,79018
Núm. Obs.	160	160	160	160
R ² :	0,3200	0,1172	0,2350	0,5811
FIV Max.	1,06	1,06	1,06	1,06

Fonte: Dados da pesquisa. Notas: ROAw = retorno sobre ativo winsorizado; ROEw = retorno sobre o patrimônio líquido winsorizado; WACCw = custo médio ponderado de capital winsorizado; VRM(ln)w = valor de mercado winsorizado; EPOS = Emoção Positiva; ENEG = Emoção Negativa; TAM(ln)w = tamanho da empresa winsorizada; ALAVw = endividamento winsorizada; CRESCw = perspectiva de crescimento winsorizada; ESGS = *score* ESG; Núm. Obs. = número de observações da amostra; FIV Max. = Fator de Inflação das Variâncias Máximo. *** estatisticamente significativo ao nível de 1%; ** = estatisticamente significativo ao nível de 5%; * estatisticamente significativo ao nível de 10%.

Na Tabela 6, os resultados dos testes de Fator de Inflação da Variância para cada modelo indicaram o valor máximo de 1,06, afastando qualquer problema de origem de multicolinearidade. Os achados indicaram a presença de uma relação de dependência negativa entre a emoção negativa e o retorno sobre o ativo, com significância estatística ao nível de 5%, reforçando o resultado da Tabela 4. O coeficiente de determinação manteve o poder explicativo do modelo em, aproximadamente, 32%.

Por outro lado, apesar de existir uma associação negativa entre a variável emoção negativa e o retorno sobre o patrimônio líquido, observada na Correlação de Pearson (Tabela 3), na regressão (Tabela 6) esta relação de dependência não se mostrou significativa. Dessa maneira, o achado dá suporte para hipótese H_{1b} de que a emoção negativa exerce efeito negativo na rentabilidade, particularmente no retorno sobre o ativo, das companhias com melhores práticas ESG.

Em termos da hipótese H_{1b} , em que a rentabilidade indicou uma relação negativa com a emoção negativa, os estudos anteriores, como o de Kos e Scarpin (2021), Albitar, Abdoush e Hussainey (2022) e Borges Júnior e Malaquias (2022), que encontraram uma relação positiva entre a rentabilidade e o tom positivo, admite-se presumir que, quando analisado pelo tom negativo (emoção negativa) permitiria encontrar, também, uma relação, contudo, de dependência negativa, em razão dos efeitos que a emoção negativa proporcionaria.

Ainda sobre a relação do conteúdo emocional e a rentabilidade, Kos e Scarpin (2021) afirmam que, à medida que os resultados de desempenho das empresas pioravam, mais termos relacionados à emoção negativa eram incorporados à narrativa do Relatório da Administração. Desse modo, o estudo corrobora com a hipótese H_{1b} .

A Teoria da Divulgação Voluntária tem como premissa que as companhias divulgam informações adicionais quando essas são favoráveis e as omitem quando são desfavoráveis (Verrecchia, 1983; Dye, 1985). Contudo, as informações voluntárias não são retidas integralmente, porque a divulgação é algo esperado pelo mercado e, se fossem totalmente omitidas, enfraqueceria a confiabilidade quanto a potenciais altos custos judiciais futuros, que levaria à deterioração da marca e da reputação dos gestores (Verrecchia, 2001).

Conforme visto na Tabela 5, não se encontrou indícios de relação da emoção positiva com a rentabilidade, apesar de que, as narrativas dos Relatos Integrados se mostraram predominantemente elaboradas com tom positivo. A Teoria da Divulgação Voluntária explica o fato como consequência do poder discricionário do gestor em decidir o que divulgar (Verrecchia, 1983; Dye, 1985).

O tom positivo empregado nas comunicações empresariais pode influenciar consumidores e funcionários, de modo que melhore a rentabilidade corporativa por meio de duas direções. Internamente nas empresas, por meio da melhoria da imagem corporativa, atração de talentos e motivação dos funcionários que resultaria na elevação da produtividade (Edmans, 2011; du Toit, 2017). E externamente, mediante a melhoria da reputação da empresa, implicaria no incentivo do consumo dos clientes, por conseguinte aumento das receitas (Inoue; Lee, 2011; Ilmi; Kustono e Sayekti, 2017). Assim, depreende-se que a emoção negativa quando percebida com mais clareza do que o tom positivo, por funcionários e consumidores, teria o poder de influenciar negativamente a rentabilidade, pela desmotivação da equipe, fuga de capital humano, perda de produtividade e substituição da marca consumida por outras.

Nesse sentido, em seu estudo Prudêncio *et al.* (2019) observaram que a variável valor de mercado é mais sensível em demonstrar o impacto pela informação voluntária divulgada se comparada com a variável de rentabilidade. Segundo as autoras, os achados confirmam as premissas da Teoria dos *Stakeholders* e a Teoria da Divulgação Voluntária quanto à reação dos *stakeholders* à divulgação de informações ambientais negativas. Além disso, expressões negativas, presentes em narrativas de desempenho, causam maior previsibilidade do que as expressões positivas (Tetlock, Saar-Tsechansky e Mackassy, 2008).

Também na Tabela 6, as descobertas apontaram a presença de uma relação de dependência negativa entre a emoção negativa e o valor de mercado, com significância estatística ao nível de 1%, reforçando a descoberta da Tabela 4. O coeficiente de determinação manteve o poder explicativo do modelo em, aproximadamente, 58%. Dessa maneira, o resultado dá suporte para hipótese **H_{2b}**, de que a emoção negativa exerce efeito negativo sobre o valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG. Segundo a hipótese **H_{2b}**, seria esperada a existência de relação de dependência negativa significativa entre a emoção negativa e o valor de mercado, confirmados pelos achados deste estudo.

No caso da hipótese **H_{2b}**, em que o valor de mercado sinalizou uma relação negativa com a emoção negativa, os estudos anteriores, como de Melloni (2015), Caglio, Melloni e Perego (2019) e Borges Júnior e Malaquias (2022) encontraram uma relação significativa em que o aumento do tom positivo da narrativa elevou o valor de mercado das firmas. Dessa forma,

presume-se, a partir de uma relação significativa entre tom e valor de mercado, que o aumento do tom negativo da narrativa representaria na redução no valor de mercado. De acordo com Yekini, Wisniewski e Millo (2016) seus achados apontam que o tom otimista, normalmente incorrem em aumentos significativos estatisticamente nos preços das ações, por isso, supõe-se que o tom negativo seria um fator colaborativo na redução dos preços das ações. Diante disso, os estudos corroboram com a hipótese **H_{2b}**.

Ainda sobre o efeito do tom da narrativa sobre o valor de mercado, Huang, Teoh e Zhang (2014) afirmam que as companhias fazem uso de tom anormal com objetivo de persuadir os investidores. Os autores explicam que o tom mais positivo é aplicado em situações em que o lucro anterior é alcançado ou superado ou mesmo as previsões dos analistas. Mas também, o tom é manipulado para baixo quando as firmas concedem ações aos executivos como um incentivo gerencial e com o objetivo de diminuir o preço das ações. Correlaciona-se com a Teoria da Divulgação Voluntária, a qual sinaliza que as evidenciações ocorrem mediante incentivos recebidos por gestores ou empresa (Dye, 2001). Conforme Deegan (2002), as divulgações voluntárias têm o papel de alterar a percepção dos participantes do mercado para legitimar suas ações visando o aumento do valor de mercado da companhia.

Por não encontrar relação significativa da emoção negativa com o custo de capital a hipótese **H_{3b}** não é suportada. De acordo com a hipótese **H_{3b}**, seria esperada a existência de relação de dependência positiva significativa entre a emoção negativa e o custo de capital, mas que não se confirmou com os resultados deste estudo. Apesar de não encontrar relação do custo de capital com a emoção negativa foi identificada relação significativa estatisticamente com a emoção positiva, que se apoia nos estudos, conforme discorrido na explicação da Tabela 5.

No Quadro 7, resume-se as conclusões das hipóteses testadas nas Tabelas 4, 5 e 6.

Hipóteses	Sinal Esp.	Sinal Obs.	ROA ou ROE	Conclusão
H₁ : O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG;	+ / -	-	Suportada para ENEG	Suportada
H_{1a} : A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG;	+	∅	Não Suportada	<i>Não Suportada</i>
H_{1b} : A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo na rentabilidade das companhias com melhores práticas ESG;	-	-	Suportada para o ROA	Suportada
Hipóteses	Sinal Esp.	Sinal Obs.	VRM	Conclusão
H₂ : O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG;	+ / -	-	Suportada para ENEG	Suportada
H_{2a} : A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito positivo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG.	+	∅	Não Suportada	<i>Não Suportada</i>

H_{2b} : A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito negativo no valor de mercado das companhias com melhores práticas ESG;	-	-	Suportada	Suportada
Hipóteses	Sinal Esp.	Sinal Obs.	WACC	Conclusão
H₃ : O conteúdo emocional (emoção positiva e negativa) do Relato Integrado exerce efeito no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.	- / +	-	Suportada para EPOS	Suportada
H_{3a} : A emoção positiva no Relato Integrado exerce efeito negativo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.	-	-	Suportada	Suportada
H_{3b} : A emoção negativa no Relato Integrado exerce efeito positivo no custo de capital das companhias com melhores práticas ESG.	+	∅	Não Suportada	<i>Não Suportada</i>

Quadro 7 – Conclusões sobre as Hipóteses do Estudo.

Fonte: Elaborado pelo autor. Notas: ROA = retorno sobre o ativo; ROE = retorno sobre o patrimônio líquido; VRM = valor de mercado; WACC = custo médio ponderado de capital; Sinal Esp. = Sinal Esperado; Sinal Obs. = Sinal Observado; + = relação positiva significativa; - = relação negativa significativa; ∅ = relação não significativa.

Diante do Quadro 7, buscou-se sintetizar e avaliar o quanto os achados em conjunto se relacionam com a tese declarada que o conteúdo emocional do Relato Integrado exerce efeito no desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG.

As descobertas sinalizaram que o conteúdo emocional no Relato Integrado, seja positivo ou negativo, afetou o desempenho econômico das companhias listadas na B3. A emoção negativa mostrou relações significativas com o retorno sobre o ativo e o valor de mercado, sugerindo que os *stakeholders* podem ser mais sensíveis à narrativa negativa, mesmo predominando a emoção positiva.

A própria estrutura do Relato Integrado é especialmente propícia para evidenciação da emoção negativa, seja pela força dos princípios de elaboração ou pelos elementos de conteúdo de seu *framework*. No que tange aos seus princípios orientadores, a completude ou integridade recomenda que informações materiais, tanto, positivas quanto negativas, devam ser identificadas (IIRC, 2021). E no que compete aos elementos de conteúdo, temas como a visão geral da organização e do ambiente externo, os riscos e oportunidades e as perspectivas, abrem possibilidades para receber narrativas negativas (IIRC, 2021). Inclusive, Baditoui *et al.* (2023) recomendou, em sua pesquisa, que estudos futuros devessem avaliar a intensidade das reações do mercado para julgar se seriam mais fortes no que se refere às informações negativas ou más notícias do que em relação às boas notícias ou informações positivas.

As questões ESG auxiliaram nas explicações dos achados desta pesquisa, pois, segundo Bizoumi, Lazaridis e Stamou (2019), tais aspectos são considerados importantes em função de afetar o desempenho e a capacidade de criação de valor ao longo do tempo. Corrobora com a pesquisa de Buallay (2019) que revelou alta significância estatística positiva e poder explicativo

dos aspectos ESG na rentabilidade das companhias. Os estudos de Alsayegh, Rahman e Homayoun (2020) e Yu e Du (2021) confirmam que os aspectos ESG colaboram, respectivamente, com o desempenho da rentabilidade e do valor de mercado.

É pertinente destacar que a análise de Zaccone e Pedrini (2020), a respeito dos principais *stakeholders* e suas ações de influência, em função da mudança de comportamento das firmas, indicaram que cada vez mais consumidores exigem das empresas produtos sustentáveis, funcionários que buscam das empresas equilíbrio entre vida pessoal e profissional em detrimento apenas de salário e, também, que aspectos ESG fazem parte da tomada de decisão de investimentos para reduzir os riscos de longo prazo e aumentar os retornos.

Depreende-se dos resultados obtidos que os participantes do mercado, como os credores, seriam mais sensíveis à comunicação da emoção positiva, enquanto, consumidores, funcionários e investidores responderiam mais sensivelmente às emoções negativas contidas nas divulgações. De acordo com o IIRC (2021) o Relato Integrado expõe os principais impactos nas empresas, que se caracterizam por efeitos internos e externos (positivos ou negativos) para os capitais, em razão de suas operações empresariais. Os efeitos internos corresponderiam à moral dos empregados, reputação da firma, receitas, e como efeitos externos, satisfação dos clientes, lealdade à marca e impactos sociais e ambientais (IIRC, 2021).

Desse modo, um potencial aumento da satisfação dos empregados se traduziria em um superior desempenho financeiro no futuro (Banker; Mashruwala, 2007), pois, empresas socialmente responsáveis geram boa reputação corporativa, capaz de atrair e reter funcionários de qualidade e consumidores alinhados ao comportamento social, que permitiria elevar as receitas e melhorar o desempenho econômico da companhia (Barringer; Harrison, 2000).

Entende-se que a emoção negativa gera reflexos mais evidentes sobre as divulgações do que uma comunicação positiva, especificamente, de modo superior no valor de mercado do que na rentabilidade. A ideia é corroborada por Tetlock, Saar-Tserchansky e MacKassy (2008), que afirmam que o emprego de termos de emoção negativa, aplicados em contexto de desempenho, mostram uma previsibilidade superior do que quando utilizados em outros cenários.

Ao se analisar o impacto do *disclosure* ambiental negativo sobre a rentabilidade e o valor de mercado, Prudêncio *et al.* (2019) observaram que o desempenho de mercado é mais sensível à divulgação voluntária se comparada com o desempenho de rentabilidade. Os achados confirmariam as bases teóricas dos *stakeholders*, que a informação contribui com a tomada de decisão e, da teoria da divulgação voluntária, onde a divulgação voluntária impactou o valor de mercado das empresas pesquisadas (Prudêncio *et al.*, 2019). Este estudo corrobora com a

pesquisa de Prudêncio *et al.* (2019) porque também descobriu que o valor de mercado se mostrou mais sensível a emoção negativa do que a rentabilidade.

As emoções negativas podem ser incorporadas às narrativas de relatórios voluntários, não de forma corriqueira ou despreziosa, mas sim de forma planejada e intencional, como identificado por Hummel e Schlick (2016). Aspectos como o gerenciamento de impressões e a teoria da divulgação voluntária se relacionam com os achados e, portanto, com a tese desta pesquisa. Pelo fato de o gerenciamento de impressões exercer influência sobre a percepção e o julgamento dos *stakeholders*, ele se aproxima da teoria da divulgação voluntária, especialmente a vertente da divulgação baseada em julgamento (Verrecchia, 2001).

O resultado, dessa pesquisa, que indicou relação entre a emoção positiva e o custo de capital se alinha com a teoria da divulgação que tem como princípio de que os gestores realizam divulgações que lhes sejam favoráveis (Dye, 2001), ao passo que são passíveis de discricionariedade, com objetivo de gerenciar a impressão de terceiros.

A emoção negativa pode ser adicionada à narrativa visando justificar resultados ruins do momento ou de um futuro próximo, mas de tal maneira que seja atribuído a outros agentes externos ou a fatores macroeconômicos (Brennan; Guillamon-Saori; Pierce, 2009), diminuindo a responsabilidade da empresa e de seus gestores. Outros resultados obtidos desta pesquisa, sinalizaram que a emoção negativa tem uma relação com a rentabilidade e o valor de mercado, onde a proporção de emoção negativa contida nos Relatos Integrados pode refletir o comportamento de gerenciamento de impressões pelos gestores, ocorrendo pela ocultação ou pela atribuição de informações (Merkl-Davies; Brennan, 2007).

Diante dos achados, atende ao chamado para pesquisas sobre o Relato Integrado Songini *et al.* (2023), particularmente, que se dedique a investigar o tom da comunicação e a forma como a informação é evidenciada. E ainda, reforça, como nos estudos de Melloni, Caglio e Perego (2017) e Stacchezzini, Melloni e Lai (2016), o poder de gerenciamento de impressões que o conteúdo emocional pode exercer sobre o desempenho das companhias.

Num país de economia emergente como o Brasil, onde o mercado financeiro não é desenvolvido, marcado por desigualdades sociais históricas e com crises internas recentes, sejam elas, políticas (processo de *impeachment*), econômicas (greve de caminhoneiros, alta do dólar, desemprego), se somam às crises externas (*subprime* americano, recessão europeia, guerras, pandemia da Covid-19), fazem com que um longo período seja comprometido com alguma forma de justificativa para os resultados desfavoráveis do momento ou do futuro.

Entretanto, os relatórios ou comunicados empresariais, estranhamente negligenciam advertir claramente sobre potenciais problemas e riscos internos conhecidos pelos gestores,

mas, que passam ser de domínio dos *stakeholders*, à medida que os escândalos são revelados, como no caso de rompimento das barragens da Vale, operação de risco sacado das Lojas Americanas, colapsos de minas subterrâneas da Braskem, para citar alguns exemplos. Estes exemplos demonstram a discricionarietà de informações por parte dos gestores, que não omitem totalmente as informações negativas, mas fazem a seleção de quais serão divulgadas e com o propósito de manipular a percepção dos leitores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo analisou a relação entre o conteúdo emocional do Relato Integrado e o desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG.

Os achados do estudo admitem que o conteúdo emocional, presente no Relato Integrado, exerce efeito sobre o desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG, dentro dos limites expostos por esta pesquisa. Os resultados indicaram que, tanto a emoção positiva quanto a emoção negativa exerceram efeito sobre o desempenho econômico.

A emoção positiva apresentou uma relação negativa com o custo de capital, sugerindo por exemplo que, narrativas mais/menos positivas teriam menor/maior custo de capital. E ainda, a emoção negativa revelou uma relação negativa com a rentabilidade e com o valor de mercado, indicando por exemplo que, narrativas menos/mais negativas tenderiam a uma maior/menor rentabilidade e maior/menor valor de mercado.

A confirmação de que o conteúdo emocional apresenta relação com o desempenho atenta para o potencial emprego de gerenciamento de impressões, por parte dos gestores, apoiando estudos anteriores (Kos; Scarpin, 2021; Melloni, 2015; Melloni; Stacchezzini; Lai, 2016; Melloni; Caglio; Perego, 2017; Phesa; Sibanda, 2023).

Os resultados permitiram vislumbrar quatro potenciais implicações para a ciência, particularmente, na literatura contábil. Inicialmente, ao discutir o gerenciamento de impressões por meio do conteúdo emocional e no âmbito contábil, colaborando com novas frentes de estudos, não se limitando às tradicionais e predominantes análises sobre relatórios financeiros. Em segundo, disseminar a influência dos aspectos ESG, representados no Relato Integrado, que podem interferir na eficiente tomada de decisões de alocação de capital ou de desinvestimento. Terceiro, aplicar o Dicionário de Termos de Emoção em Contabilidade e Finanças em um relatório corporativo diferente do seu originário e verificar o seu potencial explicativo. Por fim, elucidar que as narrativas das divulgações voluntárias apresentaram indícios de atingir algum objetivo da gestão, seja pela intensidade de expressões positivas, ou pela variação de termos negativos aplicados na divulgação corporativa.

A pesquisa oportunizou identificar implicações práticas. A predominância do tom positivo nos Relatos Integrados, bem como a relação entre emoções positivas e o custo de capital e entre emoções negativas e a rentabilidade e valor de mercado, podem influenciar as decisões ou opiniões dos *stakeholders*, conforme os achados desta pesquisa.

Assim, a intensidade de uso da emoção positiva ou emoção negativa, aplicada com propósito de manipular e direcionar decisões dos *stakeholders*, deve ser combatida. Órgãos

reguladores e normatizadores devem acompanhar esse potencial indício de interferência e reagir com prescrição de condutas para proteção de investidores e demais *stakeholders*. Isso porque, narrativas contábeis de informações financeiras e não financeiras, quando manipuladas pelo conteúdo emocional, podem produzir cenários que não retratam a realidade da companhia, ao atrair o foco para temas irrelevantes, desviar o foco de temas significativos, ocultar informações negativas, atribuir resultado desfavorável para terceiros ou para os elementos macroeconômicos, visando minimizar ou isentar-se das responsabilidades.

Além disso, esta pesquisa expôs um fator contraditório, no qual as empresas identificadas como de melhores práticas ESG apresentam indícios de gerenciamento de impressão, em função das relações dos conteúdos emocionais com o desempenho econômico. O Relato Integrado é um documento defendido pelo ISSB para representar as informações financeiras e não financeiras com confiabilidade, transparência e sem manipulação que possa gerar benefícios indevidos para a empresa, os gestores ou acionistas. Mas, no período analisado, contraditoriamente, sinaliza para evidências de que os gestores podem ter comunicado informações manipuladas.

Os gestores podem colaborar com órgãos reguladores e normatizadores para elaborar comunicações corporativas equilibradas. Os relatórios podem alcançar o equilíbrio quando as narrativas não são tendenciosas, ponderadas, enfatizadas, minimizadas, combinadas, compensadas ou manipuladas de modo que modifiquem a probabilidade de serem divulgadas de maneira favorável ou desfavorável (IIRC, 2021). Os aspectos ESG, presentes no Relato Integrado, mostram que as organizações podem auxiliar a atenuar o impacto negativo no meio ambiente e na sociedade, ao realizar ações que visem, conjuntamente, os objetivos financeiros e metas socioambientais. Essa conduta, por parte das organizações, desenvolve uma vida de melhor qualidade para a sociedade ao seu redor e maximizará os seus valores como empresa.

Ainda sobre as implicações práticas, agora com ênfase nos estudantes e profissionais de contabilidade, o estudo aponta caminhos de conhecimento exigidos para estes profissionais. Em função dos aspectos ESG que, além sofrer demandas dos *stakeholders* quanto à conduta sustentável e evidenciações com maior transparência por parte das firmas, também neste estudo, observou uma relação de efeito com o desempenho econômico, que deve ser compreendida pelos estudantes e profissionais de contabilidade. O próprio Relato Integrado, ou qualquer outra divulgação que envolva informações financeiras para sustentabilidade, pertence ao rol de atividades do contador, que deve ser atualizar constantemente sob a nova demanda de conhecimento.

Implicações práticas, relacionadas à educação, como a ética e a moral, são relevantes porque se existem indícios de gerenciamento de impressões, pode ser um alerta quanto a alguma falha na formação incorrupta dos profissionais de contabilidade para transparência e imparcialidade de sua conduta de comunicação empresarial. E ainda, conhecimentos relacionados à análise de conteúdo, análises qualitativas oriundas da gestão do tom ou do conteúdo emocional, emprego de *software* de análises devem se fazer presentes na formação de contadores contemporâneos.

Nesse sentido, vale destacar o alinhamento desta pesquisa com alguns elementos da Resolução n.º 1 do Conselho Nacional de Educação (CNE) de 27 de março de 2024, quanto às novas Diretrizes Curriculares Nacionais (DCN) de Ciências Contábeis, dentre elas, as habilidades e competências, tais como: i) fazer uso de métodos qualitativos e quantitativos para geração de análises de informação; ii) interpretar relatórios de informações não financeiras; iii) compreender questões sociais e ambientais no ambiente contábil; iv) posicionar-se eticamente em relação aos *stakeholders*, considerando o código de ética e demais normas de conduta do contador.

Há implicações também quanto à literatura. Primeiro, por cooperar com as preocupações quanto ao gerenciamento de impressões e conteúdo emocional em divulgações voluntárias. Segundo, em atender aos chamados para estudos do Relato Integrado em países emergentes, exceto à África do Sul. Terceiro, por estender o campo de investigação para as consequências e a forma de divulgação dos Relatos Integrados, que podem expor os usuários para além de temas já abordados, como adoção do *framework*, estudo dos elementos de conteúdo ou avaliação da qualidade da publicação. Por fim, ao aplicar um instrumento de análise de conteúdo automatizado, que contribuiu para reduzir a subjetividade, favorece a replicação e o uso de medidas padronizadas ao aplicar o dicionário com imparcialidade.

A julgar pelas conclusões e pela própria operacionalização da pesquisa, pode-se depreender que algumas contribuições foram atingidas, a saber: (i) atender aos chamados de publicações internacionais (Hossain, Bose e Shamsuddin, 2022) ; Jayasiri, Kumarasinghe e Pandey, 2022) para pesquisas sobre Relato Integrado em países emergentes ou em desenvolvimento, além da África do Sul, colaborando com a comunidade acadêmica; (ii) contribuir com os pesquisadores quanto à ampliação do conhecimento na área contábil, ao promover uma discussão sob a ótica do gerenciamento de impressão, a partir de um relatório que envolve informações financeiras e não financeiras; (iii) avaliar, em conjunto, o gerenciamento de impressão, os aspectos ESG representados no Relato Integrado e o desempenho econômico, antes tratados de forma dissociada, apoiando os interesses de diversos

stakeholders; (iv) aplicar, de maneira automatizada, em estudo contábil, a análise de conteúdo para obtenção de imparcialidade e extrair, a partir de emoções textuais, categorias de tom positivo e tom negativo das narrativas e em conjunto; (v) aplicar em mais documentos contábeis o dicionário de contexto contábil-financeiro e no idioma português, auxiliando pesquisadores em novos desafios de pesquisas; (vi) apresentar mais um item informacional (impressão, emoções) para análise do risco, além dos indicadores financeiros já conhecidos e contribuir com tomadores de decisões de investimento; (vii) contribuir para análise de desempenho econômico das companhias, sujeitas a avaliações de alocação eficiente de capital por investidores e analistas financeiros; (viii) explorar análise de Relatos Integrados que servirão de *benchmarking* quando da adoção obrigatória pelas companhias abertas brasileiras nos próximos anos e, por isso, podem ser de interesse de órgãos reguladores, normatizadores e contadores; mas também, (ix) contribuir com elementos morais/éticos e sociais, ao apresentar a contradição de que empresas com melhores práticas ESG potencialmente praticaram o gerenciamento de impressões, por meio do conteúdo emocional, em função das evidências; além disso (x) contribuir educacionalmente, ao congregando métodos qualitativo e quantitativo, ao analisar o material textual do Relatos Integrados e, depois, transformar em medida estatística, assim como prevê, as competências preconizadas na nova DCN para análise de informações não financeiras e de visão não reducionistas, isto é, pautadas não exclusivamente em demonstrações financeiras.

A tese permite concluir que os Relatos Integrados divulgados possuem uma carga emocional oriunda de seus elaboradores, que afeta os desempenhos econômicos das companhias, não somente pela predominância dos tons positivos, mas também, pela variação dos tons negativos de cada empresa que compõem a amostra.

As pesquisas, normalmente, não estão isentas de limitações, o que também ocorre neste estudo, que apresenta algumas restrições. Em termos de período temporal, o estudo é limitado quanto à abrangência da coleta dos Relatos Integrados, que se deu a partir de 2014 até o ano de 2022, e das variáveis dependentes com efeito econômico esperado no período de 2015 a 2023, publicados até março de 2024. Pelo fato de examinar divulgações voluntárias, o estudo fica dependente da disponibilidade de publicação à critério das companhias, incorrendo na ausência de relatórios, caracterizando o painel em desbalanceado. E ainda, limitar-se a analisar os Relatos Integrados das firmas que realizaram a declaração de seguir as diretrizes do *framework* do IIRC no Formulário de Referência arquivado na CVM. Apesar da preocupação de definir um critério menos subjetivo para identificar as empresas que emitem o Relato Integrado, a própria amostragem de empresas tornou-se uma limitação, porém com um número de empresas

próximo do levantamento realizado pela Comissão Brasileira de Acompanhamento do Relato Integrado (CBARI). Além disso, alguns critérios metodológicos e estatísticos ocorreram em função da adoção do dicionário de termos de emoção e dos aspectos das variáveis que tratam do conteúdo emocional.

Este estudo focou na análise do impacto do conteúdo emocional de um relatório voluntário sobre as medidas de desempenho econômico-financeira das companhias listadas na B3. Pesquisas futuras podem explorar outras alternativas como: (i) inverter a análise, examinando o efeito do desempenho econômico-financeiro sobre o conteúdo emocional; (ii) investigar os *scores* ESG Controverso e ESG Combinado, além do *score* ESG aqui estudado; (iii) explorar o poder explicativo para os Pilares ESG em separado; (iv) a partir do momento que os Relatos Integrados se tornarem obrigatórios, poderá analisar o comportamento do conteúdo emocional nesta condição impositiva, sendo possível, inclusive, aumentar a amostra, ou (v) fazer um estudo comparativo de antes e depois de se tornar mandatório, podendo abranger um período ainda maior de análise; e ainda (vi) acompanhando as transformações digitais, estudos futuros podem inovar quanto à metodologia, ao fazer uso de linguagem de máquina ou inteligência artificial em substituição aos dicionários automatizados, para investigar o conteúdo emocional em narrativas contábeis que poderá influenciar, inclusive, nas escolhas estatísticas; por fim, (vii) a partir de técnicas inovadoras de experimento, com uso de tecnologia para grandes volumes de dados (*big data*) poderá ampliar a base de análise para além dos Relatos Integrados, incluindo mídias sociais, fonte de notícias jornalísticas, *sites* de empresas e organizações não-governamentais, relatórios financeiros, podendo alcançar uma maior amplitude de informação com possibilidade de tratamento e explicação.

REFERÊNCIAS

- ABEYSEKERA, I. A template for integrated reporting. **Journal of Intellectual Capital**, v. 14, n. 2, p. 227–245, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691931311323869>. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14691931311323869/full/html>. Acessado em: 28 mar. 2022.
- ABHAYAWANSA, S. A methodology for investigating intellectual capital information in analyst reports. **Journal of Intellectual Capital**, v. 12, n. 3, p. 446–476, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691931111154733>. Acessado em: 04 set. 2022.
- ADAMS, C. A. The international integrated reporting council: A call to action. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 27, p. 23–28, 2015. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.001>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1045235414000732?via%3Dihub>. Acessado em: 02 abr. 2022.
- ADAMS, S.; SIMNETT, R. Integrated Reporting: An Opportunity for Australia’s Not-for-Profit Sector. **Australian Accounting Review**, v. 21, n. 3, p. 292–301, 2011. DOI: <https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1111/j.1835-2561.2011.00143.x>
- AERTS, W. On the use of accounting logic as an explanatory category in narrative accounting disclosures. **Accounting, Organizations and Society**, v. 19, n. 4–5, p. 337–353, 1994. DOI: [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(94\)90001-9](https://doi.org/10.1016/0361-3682(94)90001-9). Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0361368294900019>. Acessado em: 31 ago. 2022.
- AHMADI, A.; AMARA, T. The Determinants of the Integrated Reporting as a Tool for High Quality of Financial Reporting. **UCJC Business and Society Review**, v. 20, n. 78, p. 284–341, 2023. Disponível em: <https://journals.ucjc.edu/ubr/article/view/4521/3280>. Acessado em: 31 jan. 2024.
- ALBIERI, A. C. DE S.; TERRA, L. A. A. Estratégias de diferenciação da commodity de café. **Future Studies Research Journal: Trends and Strategies**, v. 14, n. 1, p. 1–27, 2022. DOI: <https://doi.org/10.24023/FutureJournal/2175-5825/2022.v14i1.484>. Disponível em: <https://futurejournal.org/FSRJ/article/view/484>.
- ALBITAR, K.; ABDOSH, T.; HUSSAINEY, K. Do corporate governance mechanisms and ESG disclosure drive CSR narrative tones? **International Journal of Finance and Economics**, n. March, p. 1–15, 2022. DOI: <https://doi.org/10.1002/ijfe.2625>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1002/ijfe.2625>.
- ALENCAR, E. M. DE A. Ferramentas computacionais para análise de textos sob o enfoque do interacionismo sociodiscursivo: aplicabilidade dos softwares Antconc e Tropes. **Caminhos em linguística aplicada**, v. 17, n. 3, p. 509–532, 2017. Disponível em: <http://periodicos.unitau.br/ojs/index.php/caminhoslinguistica/article/view/2273>. Acessado em: 11 jul. 2023.
- ALSAYEGH, M. F.; RAHMAN, R. A.; HOMAYOUN, S. Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. **Sustainability** (Switzerland), v. 12, n. 9, p. 1–20, 2020. Disponível em:

<https://www.mdpi.com/2071-1050/12/9/3910>. Acessado em: 17 mai. 2023. DOI: <https://doi.org/10.3390/su12093910>.

ANANTHARAMAN, D.; HUANG, D.; ZHAO, K. **The Mix of Soft and Hard Information in ESG Reports and Impression Management** Honolulu Hamilton Library, , 2021.

Disponível em:

https://scholarspace.manoa.hawaii.edu/handle/10125/76991%0Ahttps://scholarspace.manoa.hawaii.edu/bitstream/10125/76991/HARC-2022_paper_253.pdf. Acessado em: 27 out. 2022.

AOUADI, A.; MARSAT, S. Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data. **Journal of Business Ethics**, v. 151, n. 4, p. 1027–1047, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-016-3213-8>. Acessado em: 09 mai. 2023.

ATKINS, J.; MAROUN, W. Integrated reporting in South Africa in 2012: Perspectives from South African institutional investors. **Meditari Accountancy Research**, v. 23, n. 2, p. 197–221, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1108/MEDAR-07-2014-0047>. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MEDAR-07-2014-0047/full/html>. Acessado em: 26 fev. 2022.

B3 BRASIL BOLSA BALCAO. **Novo Valor – Sustentabilidade nas Empresas Introdução. Como começar, quem envolver e o que priorizar**. São Paulo, B3, 2016. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/produtos-e-servicos-esg/guias-e-publicacoes/. Acessado em: 21 ago. 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: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.04.004>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0278425416300217?via%3Dihub>. Acessado em: 22 fev. 2022.

BĂDIȚOIU, B. R.; IOAN, R.; MUNTEANU, V. P.; BUGLEA, A. Investors' reactions on the publication of integrated reports. Evidence from European stock markets. **E & M Economics and Management**, v. 26, n. 2, p. 158–171, 2023. Disponível em: <https://dspace5.zcu.cz/handle/11025/52794>. Acessado em: 31 jan. 2024.

BANKER, R. D.; MASHRUWALA, R. The moderating role of competition in the relationship between nonfinancial measures and future financial performance. **Contemporary Accounting Research**, v. 24, n. 3, p. 763–793, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1506/car.24.3.4>. Acessado em: 09 mai. 2024.

BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. 3a reimp. 1 ed. São Paulo-SP: Edições 70, 2011.

BAROCAS, R.; CHRISTENSEN, D. Impression management, fakeability, and academic performance. **Journal of Counseling Psychology**, v. 15, n. 6, p. 569–571, 1968. Disponível em: <https://psycnet.apa.org/record/1969-01494-001>. Acessado em: 31 ago. 2022.

BARRINGER, B. R.; HARRISON, J. S. Walking a tightrope: Creating value through interorganizational relationships. **Journal of Management**, v. 26, n. 3, p. 367–403, 2000. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0149206300000465>.

Acessado em: 07 mai. 2024. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(00\)00046-5](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(00)00046-5).

BARTH, M. E. et al. The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects. **Accounting, Organizations and Society**, v. 62, n. 2017, p. 43–64, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.08.005>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S036136821730065X?via%3Dihub>. Acessado em: 05 mar. 2022.

BARTH, M. E. et al. Does Voluntary Disclosure Substitute for Mandatory Disclosure? Evidence from Contract Redactions. **SSRN Electronic Journal**, 2021a. DOI:

<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3634659>. Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3634659. Acessado em: 27 fev. 2022.

BARTH, M. E. et al. Integrated Report Quality: Share Price Informativeness and Proprietary

Costs. **SSRN Electronic Journal**, n. August, 2021b. DOI: <https://ssrn.com/abstract=3857927>
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3857927>. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3857927>.

Acessado em: 19 mar. 2022.

BEATTIE, V.; JONES, M. J. Impression management: The case of inter-country financial graphs. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 9, n. 2, p. 159–

183, 2000. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(00\)00030-6](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(00)00030-6). Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1061951800000306?via%3Dihub>.

Acessado em: 28 mai. 2022.

BERNARDI, C.; STARK, A. W. Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts. **The British Accounting Review**, v. 50, n. 1,

p. 16–31, jan. 2018. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.10.001>. Disponível em:

<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0890838916300397>. Acessado em: 02 ago. 2022.

BERTUCCI, R. A. Aplicação de ferramentas para coleta e análise de dados em linguística.

Diacrítica, v. 32, n. 3, p. 129–155, 2018. Disponível em:

[https://www.proquest.com/openview/4af4ba9fb3c4bbc4423afb66e117e6c1/1?pq-](https://www.proquest.com/openview/4af4ba9fb3c4bbc4423afb66e117e6c1/1?pq-origsite=gscholar&cbl=4882744)

[origsite=gscholar&cbl=4882744](https://www.proquest.com/openview/4af4ba9fb3c4bbc4423afb66e117e6c1/1?pq-origsite=gscholar&cbl=4882744). Acessado em: 11 jul. 2023.

BEUREN, I. M. et al. Adequação da evidenciação social das empresas de capital aberto no relatório da administração e notas explicativas às recomendações da NBC T 15. **Revista de**

Contabilidade e Organizações, v. 4, n. 8, p. 47–68, 2010. Disponível em:

<https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/34758/37496>. Acessado em: 02 ago. 2022.

BIDWELL, G. P. Ego strength, self-knowledge, and vocational planning of schizophrenics.

Journal of Counseling Psychology, v. 16, n. 1, p. 45–49, 1969. DOI:

<https://psycnet.apa.org/doi/10.1037/h0026679>. Disponível em:

<https://psycnet.apa.org/record/1969-05726-001>. Acessado em: 31 ago. 2022.

BIZOUMI, T.; LAZARIDIS, S.; STAMOU, N. Innovation in Stock Exchanges: Driving ESG Disclosure and Performance. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 31, n. 2, p. 72–79,

2019. DOI: <https://doi.org/10.1111/jacf.12348>. Disponível em:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jacf.12348>. Acessado em: 28 mai. 2022.

BORGES, G. S. B.; MACULAN, B. C. M. DOS S.; LIMA, G. Â. B. DE O. Indexação

automática e semântica: estudo da análise de conteúdo de teses e dissertações. **Informação &**

Sociedade, v. 2, n. August, p. 181–193, 2008. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Gercina-Lima/publication/324897221_Indexacao_automatica_e_semantica_estudo_da_analise_de_conteudo_de_teses_e_dissertacoes/links/5ae9db7aa6fdcc03cd90a436/Indexacao-automatica-e-semantica-estudo-da-analise-de-conteudo-de-teses-e-dissertacoes.pdf. Acessado em: 11 jul. 2022.

BORGES JÚNIOR, D. M. **Relatório de Sustentabilidade e Desempenho das firmas brasileiras de capital aberto**. Revista Catarinense da Ciência Contábil, v. 18, p. 1-13, 2019. Disponível em: <https://revista.crcsc.org.br/index.php/CRCSC/article/view/2779>. Acessado em: 21 set. 2022.

BORGES JÚNIOR, D. M. Divulgar o bem faz bem? Efeito do disclosure de responsabilidade social corporativa no desempenho da firma. [s.l.] Universidade Federal de Uberlândia, 2020. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/30083>. Acessado em: 01 nov. 2022.

BORGES JUNIOR, D. M.; MALAQUIAS, R. F. Restrições de Resgate em Fundos de Ações, Liquidez dos Ativos e Desempenho. **Revista de Administração de Empresas**, v. 59, n. 1, p. 43–56, 2019. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/Z8wzKNnVYzDTyFx6kQtkbTH/?format=html&lang=pt>. Acessado em: 23 mai. 2024.

BORGES JÚNIOR, D. M.; MALAQUIAS, R. F. **O tom da divulgação importa? Uma análise dos efeitos do tom do disclosure de RSC no Desempenho das Firms**. Revista Contemporânea de Contabilidade, v. 19, n. 53, p. 5, 2022. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2022.e84552>. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/84552>. Acessado em: 28 mai. 2022.

BRAGINSKY, B. M.; BRAGINSKY, D. D. Schizophrenic patients in the psychiatric interview: An experimental study of their effectiveness at manipulation. **Journal of Consulting Psychology**, v. 31, n. 6, p. 543–547, 1967. Disponível em: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=bec3cdeecd9e591166fb2e2bbe0862b5c7ecdb3b>. Acessado em: 31 ago. 2022.

BRAGINSKY, B. M.; GROSSE, M.; RING, K. Controlling outcomes through impression-management: An experimental study of the manipulative tactics of mental patients. **Journal of Consulting Psychology**, v. 30, n. 4, p. 295–300, 1966. Disponível em: <https://psycnet.apa.org/fulltext/1966-11250-001.pdf>. Acessado em: 31 ago. 2022.

BRASIL. **Resolução CNE/CES nº 1, de 27 de março de 2024**. Institui as Diretrizes Curriculares Nacionais do Curso de Graduação em Ciências Contábeis, bacharelado [...]. Brasília, DF: Ministério da Educação/Conselho Nacional de Educação/Câmara de Educação Superior, 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/mec/pt-br/cne/resolucoes-ces-2024>.

BRENNAN, N. M.; GUILLAMON-SAORIN, E.; PIERCE, A. Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures - A methodological note. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 22, n. 5, p. 789–832, 2009. Disponível em: <https://www-emerald.ez34.periodicos.capes.gov.br/insight/content/doi/10.1108/09513570910966379/full/html>. Acessado em: 31 ago. 2022.

BROWN, T. J.; DACIN, P. A. The Company and the Product: The Relevance of Corporate Associations. **Journal of Marketing**, v. 61, p. 68–84, 1997. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/002224299706100106>. Acessado em: 09 mai. 2024. DOI: <https://doi.org/10.1177/002224299706100106>.

BRYMAN, A. **Social Research Methods**. 4 ed. ed. New Iork: Online Resource Centre, 2012.
 BUALLAY, A. Between cost and value: Investigating the effects of sustainability reporting on a firm's performance. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 20, n. 4, p. 481–496, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1108/JAAR-12-2017-0137>. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JAAR-12-2017-0137/full/html>. Acessado em: 21 set. 2022.

BUECHEL, S. et al. **Do enterprises have emotions?** Proceedings of the 7th Workshop on Computational Approaches to Subjectivity, Sentiment and Social Media Analysis, WASSA 2016 at the 2016 Conference of the North American Chapter of the Association for Computational Linguistics: Human Language Technologies. **Anais...San Diego (California): Association for Computational Linguistics**, 2016. Disponível em: <https://aclanthology.org/W16-0423.pdf>. Acessado em: 06 set. 2022.

BUREAU VERITAS PORTUGAL. **A diretiv relativa aos relatórios de sustentabilidade das empresas (CSRD)**. Disponível em: <https://www.bureauveritas.pt/newsroom/diretiva-relativa-aos-relatorios-de-sustentabilidade-das-empresas-csrd>. Acessado em: 30 jul. 2023.

BUSHEE, B. J.; GOW, I. D.; TAYLOR, D. J. Linguistic Complexity in Firm Disclosures: Obfuscation or Information? **Journal of Accounting Research**, v. 56, n. 1, p. 85–121, 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2375424. Acessado em: 23 jun. 2024.

BUSHMAN, R. et al. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 2, p. 167–201, 2004. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.09.005>. Disponível em: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410103000697?casa_token=bz1r267DS2AAAAAA:hp23wQfTqTtxLurQHEbGzu5iwrTdCfXju-jpWz3dYYTHn88Qle8HHu7LiWU6LBcdf-AstguS. Acessado em 11 set. 2022.

CAGLIO, A.; MELLONI, G.; PEREGO, P. Informational Content and Assurance of Textual Disclosures: Evidence on Integrated Reporting. **European Accounting Review**, v. 29, n. 1, p. 1–30, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1677486>. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09638180.2019.1677486>. Acessado em: 13 out. 2022.

CALDWELL, D. F.; O'REILLY, C. A. Responses to Failure: The Effects of Choice and Responsibility on Impression Management. **Academy of Management Journal**, v. 25, n. 1, p. 121–136, mar. 1982. DOI: <https://doi.org/10.5465/256028>. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/epub/10.5465/256028>. Acessado em: 31 ago. 2022.

CAMODECA, R.; ALMICI, A.; SAGLIASCHI, U. Sustainability disclosure in integrated reporting: Does it matter to investors? A cheap talk approach. **Sustainability (Switzerland)**, v. 10, n. 12, p. 1–34, 2018. DOI: <https://doi.org/10.3390/su10124393>. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/10/12/4393>. Acessado em: 27 fev. 2022.

CARMO, C. et al. Towards the voluntary adoption of integrated reporting: drives, barriers, and practices. **Administrative Sciences**, v. 13, n. 148, p. 1–20, 2023. DOI: <https://doi.org/10.3390/admsci13060148>.

CARVALHO, L. N.; KASSAI, J. R. Relato Integrado: a próxima revolução contábil. **Revista Fipecafi**, v. 1, p. 1–16, 2014.

CENCI, S. A large-scale analysis of the heterogeneity of markets' reactions to the disclosure of nonfinancial information. **Journal of Sustainable Finance and Investment**, p. 1–28, 2023. DOI: <https://doi.org/10.1080/20430795.2023.2228746>.

CHENG, B.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. Corporate social responsibility and access to finance. **Strategic Management Journal**, v. 35, n. 1, p. 1–23, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.2131>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/smj.2131>. Acessado em: 23 ago. 2022.

CHO, C. H.; ROBERTS, R. W.; PATTEN, D. M. The language of US corporate environmental disclosure. **Accounting, Organizations and Society**, v. 35, n. 4, p. 431–443, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.aos.2009.10.002>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0361368209000993?via%3Dihub>. Acessado em: 04 set. 2022.

CHRISTENSEN, D. M.; SERAFEIM, G.; SIKOCHI, A. Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. **Accounting Review**, v. 97, n. 1, p. 147–175, 2022. DOI: <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>. Disponível em: https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/20-084_6c5b0248-d117-4049-baad-c0e1877eb537.pdf. Acessado em: 20 ago. 2022.

CHRISTENSEN, H. B.; HAIL, L.; LEUZ, C. Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. **Review of Accounting Studies**, v. 26, n. 3, p. 1176–1248, 2021. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3634659>. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3634659. Acessado em: 27 fev. 2022.

CLATWORTHY, M.; JONES, M. J. The effect of thematic structure on the variability of annual report readability. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 14, n. 3, p. 311–326, 2001. DOI: <https://doi.org/10.1108/09513570110399890>. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/09513570110399890/full/html?fullSc=1>. Acessado em: 31 ago. 2022.

CLATWORTHY, M.; JONES, M. J. Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives. **Accounting and Business Research**, v. 33, n. 3, p. 171–185, 2003. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.2003.9729645>. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2003.9729645?journalCode=rabr20>. Acessado em: 04 set. 2022.

COHEN, S.; KARATZIMAS, S. Tracing the future of reporting in the public sector: introducing integrated popular reporting. **International Journal of Public Sector Management**, v. 28, n. 6, p. 449–460, 2015. Disponível em: <https://www-emerald.ez34.periodicos.capes.gov.br/insight/publication/issn/0951-3558/vol/28/iss/6>. Acessado em: 09 mai. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), (2009). **Cias Abertas - Documentos: Formulário de Referência**. Disponível em: http://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-docfre. Acessado em: 2 ago. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), (2021). **Resolução CVM 59**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>. Acessado em: 2 ago. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), (2021). **Resolução CVM 193**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html>. Acessado em: 16 nov. 2023.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE - CFC. **CFC aprova resolução criando o Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade**. Disponível em: <https://cfc.org.br/noticias/cfc-aprova-resolucao-criando-o-comite-brasileiro-de-pronunciamentos-de-sustentabilidade/>. Acessado em: 23 mar. 2023.

CONWAY, E. Quantitative impacts of mandatory integrated reporting. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 17, n. 4, p. 604–634, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1108/JFRA-08-2018-0066>. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JFRA-08-2018-0066/full/html>.

COORAY, T. et al. Adoption of integrated reporting in Sri Lanka: coverage and trend. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 20, n. 3–4, p. 389–415, 2022. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JFRA-04-2020-0116/full/html>. Acessado em: 29 fev. 2024.

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>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S095965261930544X?via%3Dihub>. Acessado em: 14 mar. 2022.

COSTA, L. O.; FERNANDEZ, D. B. Análise da Satisfação dos Atores do Canal de distribuição: Relação Fornecedor Local / Grande Distribuição. **Revista Gestão em Análise**, v. 3, n. 1/2, p. 78–92, 2014. DOI: <http://dx.doi.org/10.12662/2359-618xregea.v3i1/2.p78-92.2014>. Disponível em: <https://periodicos.unichristus.edu.br/gestao/article/view/149>. Acessado em: 11 jul. 2023.

CRESPI, F.; MIGLIAVACCA, M. The determinants of ESG rating in the financial industry: The same old story or a different tale? **Sustainability** (Switzerland), v. 12, n. 16, p. 1–20, 2020. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/16/6398>. Acessado em: 09 mai. 2023.

CUNHA, R. K. C. DA; SILVA, C. A. T. Análise da facilidade de leitura das demonstrações contábeis das empresas brasileiras: uma investigação do gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE. **Anais...2009**. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/anais/artigos92009/>

an_resumo.asp?con=1&cod_trabalho=132&titulo=AN%C1LISE+DA+FACILIDADE+DE+L EITURA+DAS+DEMONSTRA%C7%D5ES+CONT%C1BEIS+DAS+EMPRESAS+BRASI LEIRAS%3A+UMA+INVESTIGA. Acessado em: 06 set. 2022.

DANISCH, C. The relationship of csr performance and voluntary csr disclosure extent in the german dax indices. **Sustainability** (Switzerland), v. 13, n. 9, 2021. DOI: <https://doi.org/10.3390/su13094904>.

DAVIS, A. K.; TAMA-SWEET, I. Managers' Use of Language Across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases versus MD&A. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 3, p. 804–837, 2012. Disponível em: <https://onlinelibrary-wiley.ez34.periodicos.capes.gov.br/doi/epdf/10.1111/j.1911-3846.2011.01125.x>. Acessado em: 08 jan. 2024.

DE VILLIERS, C.; SHARMA, U. A critical reflection on the future of financial, intellectual capital, sustainability and integrated reporting. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 70, p. 1–13, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2017.05.003>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1045235417300606?via%3Dihub>. Acessado em: 01 abr. 2022.

DEEGAN, C. Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures – a theoretical foundation. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15, n. 3, p. 282–311, 2002. DOI: <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/09513570210435852/full/html>. Acessado em: 27 out. 2022.

DELMAS, M. A.; BURBANO, A. Special Issue : Environemntal Management and Regulatory Uncertainty - The Drivers of greenwashing. **California Management Review**, v. 54, n. 1, p. 64–87, 2011. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1525/cmra.2011.54.1.64?journalCode=cmra>. Acessado em: 07 mai. 2024. DOI: <https://doi.org/10.1525/cmra.2011.54.1.64>.

DESMOND, P. Reputation management section Reputation builds success - tomorrow ' s annual report. **Corporate Communications: An International Journal**, v. 5, n. 3, p. 168–172, 2000. DOI: <https://doi.org/10.1108/13563280010377563>. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/13563280010377563/full/html>. Acessado em: 01 ago. 2022.

DÍAZ, V.; IBRUSHI, D.; ZHAO, J. Reconsidering systematic factors during the Covid-19 pandemic – The rising importance of ESG. **Finance Research Letters**, v. 38, p. 1–6, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101870>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612320316846?via%3Dihub>. Acessado em: 23 ago. 2022.

DU TOIT, E. The readability of integrated reports. **Meditari Accountancy Research**, v. 25, n. 4, p. 629–653, 2017. DOI: <https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1108/MEDAR-07-2017-0165>. Acessado em: 12 mar. 2024.

DU, S.; YU, K. Do Corporate Social Responsibility Reports Convey Value Relevant Information? Evidence from Report Readability and Tone. **Journal of Business Ethics**, v.

172, n. 2, p. 253–274, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04496-3>. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-020-04496-3>. Acessado em: 24 abr. 2022.

DUMAY, J. et al. Integrated reporting: A structured literature review. **Accounting Forum**, v. 40, n. 3, p. 166–185, 2016. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.accfor.2016.06.001>. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1016/j.accfor.2016.06.001>. Acessado em: 09 abr. 2022.

DYE, R. A. Disclosure of Nonproprietary Information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 123–145, 1985. DOI: <https://doi.org/10.2307/2490910>. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2490910>. Acessado em: 18 set. 2022.

DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1–3, p. 181–235, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6). Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410101000246>. Acessado em: 18 set. 2022.

ECCLES, R. G.; SERAFEIM, G.; KRZUS, M. P. Market Interest in Nonfinancial Information. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 23, n. 4, p. 113–127, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2011.00357.x>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1745-6622.2011.00357.x>. Acessado em: 08 mar. 2022.

EDMANS, A. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, v. 101, p. 621–640, 2011. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X11000869>. Acessado em: 09 mai. 2024. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>.

ENSLIN, Z.; DU TOIT, E.; PUANE, M. F. The readability and narrative tone of risk and risk management disclosures for South African listed companies. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, p. 1–18, 2023. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JAEE-09-2022-0276/full/html>. Acessado em: 31 jan. 2024.

ERNEST YOUNGER - EY. **Relato & Compliance 2022 : o que muda?** [s.l: s.n.]. Disponível em: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/pt_pt/topics/assurance/pdf/ey-relato-e-compliance-2022.pdf. Acessado em: 30 jul. 2023.

FARTOUKH, M.; CHANQUOY, L.; PIOLAT, A. Effects of Emotion on Writing Processes in Children. **Written Communication**, v. 29, n. 4, p. 391–411, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1177/0741088312458640>. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0741088312458640>. Acessado em: 11 jul. 2023.

FASAN, M. Relatórios de sustentabilidade na perspectiva da União Europeia-UE. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 23, p. e3466, 2024. DOI: <https://doi.org/10.16930/2237-766220243466>. Acessado em: 22 abr. 2024.

FÁVERO, L. P. et al. **Métodos Quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro-RJ: Elsevier, 2014.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de Análise de Dados: Estatística e Modelagem Multivariada com Excel, SPSS e Stata**. Rio de Janeiro-RJ: Elsevier, 2017.

FERNANDES, R. B.; BARBOSA, A. Factors associated with the voluntary disclosure of the integrated report in Brazil. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 20, n. 3–4, p. 446–471, 2022. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JFRA-07-2020-0220/full/html>. Acessado em: 07 dez. 2023. DOI: <https://doi.org/10.1108/JFRA-07-2020-0220>

FERREIRA, A. A. G. As possibilidades de uso de ferramentas da informática : software para análise de dados qualitativos e ISD. **Calidoscópico**, v. 5, n. 3, p. 168–176, 2007a. Disponível em: <http://revistas.unisinos.br/index.php/calidoscopio/article/view/5638/2843>. Acessado em: 11 jul. 2023.

FERREIRA, D.; REZENDE, M. Corporate strategy and information disclosure. **RAND Journal of Economics**, v. 38, n. 1, p. 164184, 2007. Disponível em: <https://go-gale.ez34.periodicos.capes.gov.br/ps/i.do?p=AONE&u=capes&id=GALE%7CA171295853&v=2.1&it=r>. Acessado em: 11 jul. 2022.

FERREIRA, T. S. V.; MARTINS, O. S. Integrated Reporting and Shareholder Value Creation: International Evidences. In: USP INTERNATIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING. **Anais...**São Paulo: 2020.

FERREIRA, V. R. DE M. **PSICOLOGIA ECONÔMICA: origens, modelos, propostas Programa**. PUC-SP, 2007. 327f. Tese (Doutorado). Programa de Estudos Pós-Graduandos em Psicologia Social. Disponível em: [https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/17173/1/VeraRita de Mello Ferreira.pdf](https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/17173/1/VeraRita%20de%20Mello%20Ferreira.pdf). Acessado em: 28 mai. 2022.

FLORES, E. et al. Integrated reporting and capital markets in an international setting: The role of financial analysts. **Business Strategy and the Environment**, v. 28, n. 7, p. 1465–1480, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1002/bse.2378>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/bse.2378>. Acessado em: 18 mar. 2022.

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>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1045235414000744?via%3Dihub>. Acessado em: 07 abr. 2022.

FREUND, J. E. **Estatística aplicada: economia, administração e contabilidade**. 11 ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

FRIAS-ACEITUNO, J. V.; RODRIGUEZ-ARIZA, L.; GARCIA-SANCHEZ, I. M. The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 20, n. 4, p. 219–233, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1002/csr.1294>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/csr.1294>. Acessado em 28 mar. 2022.

FRIAS-ACEITUNO, J. V.; RODRÍGUEZ-ARIZA, L.; GARCIA-SÁNCHEZ, I. M.

Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting. **Business Strategy and the Environment**, v. 23, n. 1, p. 56–72, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1002/bse.1765>. Disponível em: <https://onlinelibrary-wiley.ez34.periodicos.capes.gov.br/doi/10.1002/bse.1765>. Acessado em: 28 ju. 2021.

FUNCHAL, B.; LOURENÇO, D.; MOTOKI, F. Y. S. Sofisticação Dos Investidores, Liberdade De Movimentação E Risco: Um Estudo Do Mercado Brasileiro De Fundos De Investimento Em Ações. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 10, n. 28, p. 45, 2016. Disponível em: https://ueaeprints.uea.ac.uk/id/eprint/76750/1/Published_version.pdf. Acessado em: 23 mai. 2024.

GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M.; NOGUERA-GÁMEZ, L. Integrated information and the cost of capital. **International Business Review**, v. 26, n. 5, p. 959–975, 2017. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.03.004>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0969593117301774?via%3Dihub>. Acessado em: 19 mar. 2022.

GIGNON, M. et al. The waiting room: Vector for health education? the general practitioners point of view. **BMC Research Notes**, v. 5, p. 1–6, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1186/1756-0500-5-511>. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1186/1756-0500-5-511>. Acessado em: 11 jul. 2023.

GOFFMAN, E. **The presentation of self in everyday life**. [s.l.] Doubleday Anchor Books, 1959.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE, (GRI). **Diretrizes para relato de sustentabilidade**. Amsterdã, 2013. Disponível em: www.globalreporting.org. Acessado em: 10 jun. 2022.

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (GSIA). **Global Sustainable Investment Review 2022**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>. Acessado em: 11 abr. 2024.

GOMES, M. D. C.; FERREIRA, R. R.; MARTINS, V. A. O Impacto Da Opc 07 Sobre O Tamanho E a Legibilidade Das Notas Explicativas De Companhias Brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 2, p. 162–184, 2018. DOI: . Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/52899/o-impacto-da-opc-07-sobre-o-tamanho-e-a-legibilidade-das-notas-explicativas-de-companhias-brasileiras->. Acessado em: 06 set. 2022.

GÓMEZ, E. E. Métodos de análisis de las verbalizaciones: una contribución del análisis textual y análisis conceptual mediante el uso de software. **Encuentro**, n. 83, p. 32–48, 2009. DOI: <https://doi.org/10.5377/encuentro.v0i83.3598>. Disponível em: <https://camjol.info/index.php/ENCUENTRO/article/view/3598>. Acessado em: 11 jul. 2023.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5ª ed. Porto Alegre-RS: Mc Graw Hill / Bookman, 2011.

HAJI, A. 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: . Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JIC-01-2016-0020/full/html>. Acessado

em: 19 mar. 2022.

HASSAN, O. A. G.; MARSTON, C. Corporate Financial Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature: A Review Article. **International Journal of Accounting**, v. 54, n. 2, p. 1–54, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1142/S1094406019500069>. Disponível em: <https://www.worldscientific.com/doi/abs/10.1142/S1094406019500069>. Acessado em: 10 mai. 2022.

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). Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S01654101000180>. Acessado em: 11 jul. 2022.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 30, n. 4, p. 525–528, 1999. DOI: <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>. Acessado em: 04 set. 2022.

HENRY, E. Are investors influenced by how earnings press releases are written? **Journal of Business Communication**, v. 45, n. 4, p. 363–407, 2008. DOI: <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0021943608319388>. Acessado em: 04 set. 2022.

HINES, R. D. Financial accounting: In communicating reality, we construct reality. **Accounting, Organizations and Society**, v. 13, n. 3, p. 251–261, 1988. DOI: [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(88\)90003-7](https://doi.org/10.1016/0361-3682(88)90003-7). Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0361368288900037?via%3Dihub>. Acessado em: 04 set. 2022.

HOOGHMSTRA, R. Corporate Communication and impression management - new perspectives why companies engage in corporate social reporting. **Journal of Business Ethics** 27: 55–68, 2000, v. 27, p. 55–68, 2000. Disponível em: <https://link.springer.com/content/pdf/10.1023/A:1006400707757.pdf>. Acessado em: 04 set. 2022.

HOSSAIN, A.; BOSE, S.; SHAMSUDDIN, A. Diffusion of integrated reporting, insights and potential avenues for future research. **Accounting and Finance**, p. 1–53, 2022. DOI: <https://doi.org/10.1111/acfi.12981>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/acfi.12981>. Acessado em: 13 out. 2022.

HSIAO, P. C. K.; DE VILLIERS, C.; SCOTT, T. Is voluntary International Integrated Reporting Framework adoption a step on the sustainability road and does adoption matter to capital markets? **Meditari Accountancy Research**, v. 30, n. 3, p. 786–818, 2022. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MEDAR-08-2020-0978/full/html?skipTracking=true>. Acessado em: 09 mar. 2023.

HUANG, P. Regulating Irrational Exuberance and Anxiety in Securities Markets. **Social Science Research**, v. 89, n. May, 2003. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474661. Acessado em: 07 mai. 2024.

DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.474661>.

HUANG, X.; TEOH, S. H.; ZHANG, Y. Tone management. **Accounting Review**, v. 89, n. 3, p. 1083–1113, 2014. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr-50684>. Disponível em: <https://publications.aaahq.org/accounting-review/article-abstract/89/3/1083/3532/Tone-Management?redirectedFrom=fulltext>. Acessado em: 07 mai. 2022.

HUBBARD, T. D.; CHRISTENSEN, D. M.; GRAFFIN, S. D. Higher Highs and Lower Lows: The Role of Corporate Social Responsibility in CEO Dismissal. **Strategic Management Journal**, v. 38, n. 11, p. 2255–2265, 2017. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/smj.2646>. Acessado em: 23 ago. 2022.
HUMMEL, K.; SCHLICK, C. The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure – Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 5, p. 455–476, 2016. Disponível em: <https://www.zora.uzh.ch/id/eprint/173199/9/SSRN-id2595045.pdf>. Acessado em: 05 mar. 2023.

ILMI, M.; KUSTONO, A. S.; SAYEKTI, Y. Effect of Good Corporate Governance , Corporate Social Responsibility Disclosure and Managerial Ownership To the Corporate Value With Financial Performance As Intervening Variables : Case on Indonesia Stock Exchange. **International Journal of Social Science and Business**, v. 1, n. 2, p. 75–88, 2017. Disponível em: <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/IJSSB/article/view/10539>. Acessado em: 07 mai. 2024. DOI: <https://doi.org/10.23887/ijssb.v1i2.10539>.

INOUE, Y.; LEE, S. Effects of different dimensions of corporate social responsibility on corporate financial performance in tourism-related industries. **Tourism Management**, v. 32, n. 4, p. 790–804, 2011. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261517710001305>. Acessado em: 07 mai. 2024. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.tourman.2010.06.019>.

INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL (IIRC). **Os principais órgãos de relatórios corporativos lançam projeto de dois anos para melhor alinhamento**. Disponível em: <https://www.integratedreporting.org/news/leading-corporate-reporting-bodies-launch-two-year-project-for-better-alignment/>>. Acessado em: 2 ago. 2022.

INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL (IIRC). < **IR** > **FRAMEWORK About the IIRCInternational Integrated Reporting Council**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2021/01/InternationalIntegratedReportingFramework.pdf>.

INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARD - IFRS FOUNDATION. **ISSB emite padrões globais inaugurais de divulgação de sustentabilidade**. Disponível em: <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2023/06/issb-issues-ifrs-s1-ifrs-s2/>. Acessado em: 26 jun. 2023.

INTERNATIONAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD (ISSB). **General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information: IFRS S1 Sustainability Disclosure Standard**. IFRS Foundation, London, UK. IFRS Sustainability, 2023. Disponível em: <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/>. Acessado em 30 jul. 2023.

INTERNATIONAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD (ISSB). **Organizações consolidadas (CDSB e VRF)**. Disponível em: <https://www.ifrs.org/about-us/consolidated-organisations/>. Acessado em: 2 ago. 2022.

JAYASIRI, N. K.; KUMARASINGHE, S.; PANDEY, R. 12 years of integrated reporting: A review of research. **Accounting and Finance**, p. 1–57, 2022. DOI: <https://doi.org/10.1111/acfi.12958>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/acfi.12958>. Acessado em: 13 out. 2022.

JENSEN, J. C.; BERG, N. Determinants of Traditional Sustainability Reporting Versus Integrated Reporting. An Institutional Approach. **Business Strategy and the Environment**, v. 21, n. 5, p. 299–316, 2012. DOI: <https://doi.org/10.102/bse.740>

JIAN, J. et al. Cost of Equity Capital and Annual Report Tone Manipulation. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 60, n. 3, p. 519–540, 2024. Disponível em: <https://www-tandfonline-com.ez34.periodicos.capes.gov.br/doi/pdf/10.1080/1540496X.2023.2226320>. Acessado em: 25 jun. 2024.

JONES, E. E.; PITTMAN, T. S. **Toward a General Theory of Strategic Self-Presentation**. Hillsdale (New Jersey): Lawrence Erlbaum Associates, 1982.

JONES, M.; SLACK, R. **Environmental disclosure and targets in environmental reports: impression management or legitimacy theory**. IN: BRITISH ACCOUNTING AND FINANCE ASSOCIATION (BAFA) Conference. **Anais...**Cardiff (Wales): 2010. Disponível em: https://nrl.northumbria.ac.uk/id/eprint/8831/1/20100525_Jones_et_al.pdf. Acessado em: 04 set. 2022.

JUGNANDAN, S.; WILLOWS, G. D. “It’s a long story...” – impression management in South African corporate reporting. **Accounting Research Journal**, v. 35, n. 5, p. 581–597, 2022. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/ARJ-07-2021-0209/full/html>. Acessado em: 10 mar. 2024.

KANAMURA, T. Risk Mitigation and Return Resilience for High Yield Bond ETFs with ESG Components. **Finance Research Letters**, v. 41, p. 1–10, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101866>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612320316809?via%3Dihub>. Acessado em: 23 ago. 2022.

KARAFIATH, I. Using Dummy Variables in the Event Methodology. **Financial Review**, v. 23, n. 3, p. 351–357, 1988. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6288.1988.tb01273.x>. Acessado em: 09 mai. 2023.

KHAN, M.; SERAFEIM, G.; YOON, A. Corporate sustainability: First evidence on materiality. **The Accounting Review**, v. 91, n. 6, p. 1697–1724, 2016. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr-51383>. Acessado em: 23 ago. 2022.

KILIÇ, M.; KUZEY, C. Assessing current company reports according to the IIRC integrated reporting framework. **Meditari Accountancy Research**, v. 26, n. 2, p. 305–333, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1108/MEDAR-04-2017-0138>. Disponível em:

<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MEDAR-04-2017-0138/full/html>.
Acessado em:

KOS, S. R. **Influência do desempenho econômico-financeiro sobre o conteúdo emocional evidenciado no relatório da administração**. 212f. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, 2017. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/53415>. Acessado em: 13 out. 2022.

KOS, S. R.; SCARPIN, J. E. Desempenho econômico-financeiro versus conteúdo emocional do relatório da administração: uma estratégia de persuasão. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 40, n. 2, p. 63–84, 2021. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i2.49981>. Disponível em: <https://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/49981>. Acessado em: 10 jul. 2022.

KOS, S. R.; SCARPIN, J. E.; PINTO, J. S. D. P. Proposta de um dicionário de termos de emoção em textos financeiros. **Revista de Ciências da Administração**, v. 21, n. 55, p. 147–164, 2020. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2019v21n55p147>. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/67725>. Acessado em 10 jul 2022

KRZUS, M. P. **Integrated reporting: if not now, when?** *Zeitschrift fuer Internationale Rechnungslegung*. [s.l: s.n.]. Disponível em: <https://www.mikekrzus.com/resources/Krzus-IRZ-06-2011.pdf>. Acessado em: 03 abr. 2022.

LAI, A.; MELLONI, G.; STACCHEZZINI, R. Corporate Sustainable Development: Is “Integrated Reporting” a Legitimation Strategy? **Business Strategy and the Environment**, v. 25, n. 3, p. 165–177, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1002/bse.1863>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/bse.1863>. Acessado em: 09 abr. 2022.

LEARY, M. R.; KOWALSKI, R. M. Impression Management: A Literature Review and Two-Component Model. **Psychological Bulletin**, v. 107, n. 1, p. 34–47, 1990. Disponível em: <https://psycnet.apa.org/record/1990-12233-001>. Acessado em: 14 abr. 2022.

LEUZ, C.; WYSOCKI, P. D. Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research. **SSRN Electronic Journal**, p. 1–91, 2008. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1105398>. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1105398>. Acessado em: 11 jul. 2022.

LEUZ, C.; WYSOCKI, P. D. The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research. **Journal of Accounting Research**, v. 54, n. 2, p. 525–622, 2016. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/1475-679X.12115>. Acessado em: 30 out. 2022.

LI, F. The Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings - A Naive Bayesian Machine Learning Approach. **Journal of Accounting Research**, v. 48, n. 5, p. 1049–1102, 2010. Disponível em: <https://onlinelibrary-wiley-com.ez34.periodicos.capes.gov.br/doi/epdf/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>. Acessado em: 23 jun. 2024.

LI, T. et al. Annual report disclosure timing and stock price crash risk. **Pacific Basin Finance Journal**, v. 62, p. 101392, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101392>.

Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0927538X19304731?via%3Dihub>. Acessado em: 23 ago. 2023.

LONDON STOCK EXCHANGE GROUP (LSEG). **Environmental, social and governance scores from LSEG**, dec 2023. Disponível em: https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf. Acessado em: 26 fev. 2024.

LOORBACH, D.; SCHOENMAKER, D.; SCHRAMADE, W. **Finance in Transition: Principles for a Positive Finance Future**RSM Series on Positive ChangeRotterdamErasmus University, Rotterdam, , 2020. Disponível em: https://www.rsm.nl/fileadmin/Corporate/About_RSM/Positive_Change/2020_Finance_in_Transition.pdf. Acessado em: 10 dez. 2023.

LOUGHRAN, T.; MCDONALD, B. When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 1, p. 35–65, 2011. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>. Acessado em: 14 nov. 2022.

LOUGHRAN, T.; MCDONALD, B. 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>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1475-679X.12123>. Acessado em: 24 abr. 2022.

LOZANO, R.; HUISINGH, D. Inter-linking issues and dimensions in sustainability reporting. **Journal of Cleaner Production**, v. 19, n. 2–3, p. 99–107, 2011. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2010.01.004>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0959652610000156?via%3Dihub>. Acessado em: 27 fev. 2022.

MACHADO, M. A. V.; SILVA, M. D. DE O. P. D. Análise do Sentimento Textual dos Relatórios de Desempenho Trimestral das Indústrias Brasileiras. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 12, n. 1, p. 1–25, 2017. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/45034/analise-do-sentimento-textual-dos-relatorios-de-desempenho-trimestral-das-industrias-brasileiras->. Acessado em: 06 set. 2022.

MALAQUIAS, R. F.; BORGES JÚNIOR, D. M. Positive Tone in Management Reports and Volatility of Stock Returns. **Global Business Review**, p. 1–15, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1177/09721509211054279>. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/09721509211054279>. Acessado em: 07 mai. 2022.

MEDEIROS, O. R. DE; QUINTEIRO, L. G. DO L. Disclosure of Accounting Information and Stock Return Volatility in Brazil Otavio Ribeiro De Medeiros 1 Luis Gustavo do Lago Quinteiro 2. **SSRN**, n. out, p. 1–14, 2005. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.835726>. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=835726>. Acessado em: 11 jul. 2022.

MEEK, G. K.; ROBERTS, C. B.; GRAY, S. J. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. **Journal of International Business Studies**, v. 26, n. 3, p. 555–572, 1995. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1057/palgrave.jibs.8490186>. Acessado em: 11 jul. 2022.

MELLONI, G. Intellectual capital disclosure in integrated reporting: An impression

management analysis. **Journal of Intellectual Capital**, v. 16, n. 3, p. 661–680, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1108/JIC-11-2014-0121>. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JIC-11-2014-0121/full/html>. Acessado em: 07 abr. 2022.

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>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0278425417300285?via%3Dihub>. Acessado em:

MELLONI, G.; STACCHEZZINI, R.; LAI, A. The tone of business model disclosure: an impression management analysis of the integrated reports. **Journal of Management and Governance**, v. 20, n. 2, p. 295–320, 2016. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10997-015-9319-z>. Acessado em: 09 abr. 2022.

MERKL-DAVIES, D. M.; BRENNAN, N. M. Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives: Incremental Information or Impression Management? **Journal of Accounting Literature**, v. 26, n. December 2007, p. 116–196., 2007. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10197/2907>. Acessado em: 31 ago. 2022.

MIO, C. Relatórios Integrados: o estado da arte dos Relatórios Corporativos. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 31, n. 83, p. 207–211, 2020. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/169607/160595>. Acessado em: 21 abr. 2021.

MIO, C.; FASAN, M.; PAULUZZO, R. Internal application of IR principles: Generali's Internal Integrated Reporting. **Journal of Cleaner Production**, v. 139, p. 204–218, 2016. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.07.149>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0959652616310459?via%3Dihub>. Acessado em: 09 abr. 2022.

NADA, O. H. A.; GYŐRI, Z. Measuring the integrated reporting quality in Europe: balanced scorecard perspectives. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, p. 1–27, 2023. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JFRA-03-2023-0134/full/html>. Acessado em: 31 jan. 2024.

NAG, T.; BHATTACHARYA, A. K. Corporate Social Responsibility Reporting in India: Exploring Linkages with Firm Performance. **Global Business Review**, v. 17, n. 6, p. 1427–1440, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1177/0972150916653032>. Acessado em: 23 mai. 2024.

NAWAZ, W.; KOÇ, M. Development of a systematic framework for sustainability management of organizations. **Journal of Cleaner Production**, v. 171, p. 1255–1274, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.10.011>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0959652617323004?via%3Dihub>. Acessado em: 21 ago. 2022.

NEU, D. Trust Impression Mgt and the Public Accounting Profession. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 2, p. 295–313, 1991. Disponível em: <https://www-emerald.ez34.periodicos.capes.gov.br/insight/publication/issn/0951-3558/vol/28/iss/6>. Acessado em: 09 mai. 2024. DOI: [https://doi.org/10.1016/1045-2354\(91\)90015-6](https://doi.org/10.1016/1045-2354(91)90015-6).

NEU, D.; WARSAME, H.; PEDWELL, K. Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports. **Accounting, Organizations and Society**, v. 23, n. 3, p. 265–282, 1998. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(97\)00008-1](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(97)00008-1). Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0361368297000081?via%3Dihub>. Acessado em: 14 abr. 2022.

NG, A. C.; GUL, F. A. Do managers of Distressed Firms use Integrated Reporting as na Impression Management tool? Some Australian Capital Market Evidence. **SSRN Electronic Journal**, p. 1–15, 2024. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4726313. Acessado em: 29 fev. 2024.

NSIBANDE, L. M. Q.; SEBASTIAN, A. Is the environmental, social and corporate governance score the missing factor in the Fama-French five-factor model? **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v. 26, n. 1, p. 1–9, 2023. Disponível em: http://www.scielo.org.za/scielo.php?pid=S2222-34362023000100007&script=sci_arttext&tlng=en. Acessado em: 30 jul. 2023.

NYLANDER, J. Why “Integrated Reporting” Attracts Investors. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/jnylander/2015/11/11/why-integrated-reporting-attracts-investors/?sh=12fe47857e76>. Acessado em: 3 jun. 2022.

OLIARI, R.; GUARDIA, R. A diretiva de relatórios de sustentabilidades corporativa exige cronograma e métodos de aplicabilidade. **Deloitte**. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/br/pt/pages/audit/articles/corporate-sustainability-reporting.html>. Acesso em: 23 abr. 2024.

PACTO GLOBAL REDE BRASIL. **Pacto Global**. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>. Acessado em: 21 ago. 2022.

PARK, J. D. et al. Revisiting sustainability disclosure theories: Evidence from corporate climate change disclosure in the United States and Japan. **Journal of Cleaner Production**, v. 382, n. July 2022, p. 1–13, 2023. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.135203>

PASSOS, G. DE A.; CAMPOS-RASERA, P. P. DE. As Controvérsias ESG Influenciam o Valor das Empresas ? Uma Análise com Dados Longitudinais em Diferentes Países. **Brazilian Business Review**, v. 21, n. 1, p. 1–18, 2023. DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.1326.pt>

PHESA, M.; SIBANDA, M. Impression Management in Voluntary Narrative Disclosure through Length and Tone , Stakeholder Theory Lens. **Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies**, v. 9, n. 3, p. 383–394, 2023. Disponível em: <https://publishing.globalcsrc.org/ojs/index.php/jafee/article/view/2811/1635>. Acessado em 29 fev. 2024.

PIOLAT, A.; BANNOUR, R. An example of text analysis software (EMOTAIX-Tropes) use: The influence of anxiety on expressive writing. **Current Psychology Letters: Behaviour, Brain and Cognition**, v. 25, n. 2, p. 1–22, 2009. Disponível em: <https://journals.openedition.org/cpl/4879>. Acessado em: 11 jul. 2023.

PISTONI, A.; SONGINI, L.; BAVAGNOLI, F. Integrated reporting quality: An empirical analysis. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 25, n. 4, p.

489–507, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1002/csr.1474>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/csr.1474>. Acessado em: 12 mar. 2022.

PLUMLEE, M. et al. 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>. Acessado em: 04 set. 2022.

PRICEWATERSHOUSECOOPERS & ASSOCIADOS (PWC). **Dupla Materialidade**. Lisboa, PT: [s.n.]. Disponível em: <https://www.pwc.pt/pt/sustentabilidade/docs/pwc-sustentabilidade-dupla-materialidade-metodologia.pdf>. Acessado em: 23 abr. 2024.

PRUDÊNCIO, P. A. et al. Negative Environmental Disclosure and Corporate Performance in B3 Listed Firms. **Revista de Gestao Social e Ambiental**, v. 13, n. 2, p. 58–74, 2019. Disponível em: <https://rgsa.emnuvens.com.br/rgsa/article/view/1872>. Acessado em: 19 mai. 2023.

RAIMO, N. et al. Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 28, n. 4, p. 1412–1421, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1002/csr.2134>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/csr.2134>. Acessado em: 28 mai. 2022.

RAULINAJTYS-GRZYBEK, M.; ŚWIDERSKA, G. Practical use of the integrated reporting framework – an analysis of the content of integrated reports of selected companies. **Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości**, v. 94, n. 0, p. 109–0, 2017. Disponível em: <https://bibliotekanauki.pl/articles/516251>. Acessado em: 07 ago. 2022.

REITMAIER, C.; SCHULTZE, W. Enhanced business reporting: value relevance and determinants of valuation-related disclosures. **Journal of Intellectual Capital**, v. 18, n. 4, p. 832–867, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1108/JIC-12-2016-0136>. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JIC-12-2016-0136/full/html>. Acessado em: 05 mar. 2022.

RENSBURG, R.; BOTHA, E. Is Integrated Reporting the silver bullet of financial communication? A stakeholder perspective from South Africa. **Public Relations Review**, v. 40, n. 2, p. 144–152, 2014. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0363811113001938>. Acessado em: 09 mai. 2024. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pubrev.2013.11.016>.

RJIBA, H. et al. Annual report readability and the cost of equity capital. **Journal of Corporate Finance**, v. 67, n. January, p. 101902, 2021. Disponível em: <https://www.sciencedirect-com.ez34.periodicos.capes.gov.br/science/article/pii/S0929119921000237?via%3Dihub>. Acessado em: 25 jun. 2024.

RIZZI, D. I. et al. Conformity of integrated reports in relation to the guidelines for international integrated reporting council. **Revista de Gestao Social e Ambiental**, v. 13, n. 1, p. 21–39, 2019. DOI: <https://doi.org/10.24857/rgsa.v13i1.1596>. Disponível em: <https://rgsa.emnuvens.com.br/rgsa/article/view/1596>. Acessado em: 15 mar. 2022.

ROBERTS, P. W.; DOWLING, G. R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 23, p. 1077–1093, 2002. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.274>. Acessado em: 09 mai. 2024.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 48, p. 37–49, 2008. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000300004>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/j7whbWDYgT577BL4nLryKBp/abstract/?lang=pt>. Acessado em: 18 set. 2022.

SANTOS, D. S. et al. Multi-purpose biorefineries and their social impacts: a systematic literature review. **Environment, Development and Sustainability**, n. Fev., p. 1–42, 2023. Disponível em: <https://www.researchsquare.com/article/rs-2530661/v1>. Acessado em: 11 jul. 2022.

SEN, S.; BHATTACHARYA, C. B. Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility. **Journal of Marketing Research**, v. 38, n. 2, p. 225–243, 2001. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1509/jmkr.38.2.225.18838>. Acessado em: 07 mai. 2024. DOI: <https://doi.org/10.1509/jmkr.38.2.225.18838>.

SETIA, N. et al. Integrated reporting in South Africa: Some initial evidence. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 6, n. 3, p. 397–424, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-03-2014-0018>. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/SAMPJ-03-2014-0018/full/html>. Acessado em: 19 ago. 2021.

SHAD, M. K. et al. The efficacy of sustainability reporting towards cost of debt and equity reduction. **Environmental Science and Pollution Research**, v. 27, n. 18, p. 22511–22522, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11356-020-08398-9>

SHARMA, P.; PANDAY, P.; DANGWAL, R. C. Determinants of environmental , social and corporate governance (ESG) disclosure : a study of Indian companies. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 17, p. 208–217, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00085-y>. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1057/s41310-020-00085-y>. Acessado em: 09 mai. 2023.

SIERRA-GARCÍA, L.; ZORIO-GRIMA, A.; GARCÍA-BENAU, M. A. Stakeholder Engagement, Corporate Social Responsibility and Integrated Reporting: An Exploratory Study. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 22, n. 5, p. 286–304, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1002/csr.1345>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/csr.1345>. Acessado em: 22 fev. 2022.

SILVA, C. A. T.; FERNANDES, J. L. T. Legibilidade dos Fatos Relevantes no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 3, n. 1, p. 142–158, 2009. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/rac-e>. Acessado em: 06 set. 2022.

SILVA, M. D. DE O. P. DA; MACHADO, M. A. V. Índice De Sentimento Textual: Uma Análise Empírica Do Impacto Das Notícias Sobre Risco Sistemático. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 16, n. 40, p. 24–42, 2019. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/57479/indice-de-sentimento-textual--uma-analise-empir--->. Acessado em: 06 set. 2022.

SIMNETT, R.; HUGGINS, A. L. Integrated reporting and assurance: Where can research add value? **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 6, n. 1, p. 29–53, 2015. DOI: <https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1108/SAMPJ-09-2014-0053>.

SONGINI, L.; PISTONI, A.; COMERIO, N.; TETTAMANZI, P. A decade of integrated reporting studies: state of the art and future research implications. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 36, n. 9, p. 226–252, 2023. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/AAAJ-10-2021-5490/full/html>. Acessado em: 31 jan. 2024.

SORIYA, S.; RASTOGI, P. A systematic literature review on integrated reporting from 2011 to 2020. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 20, n. 3–4, p. 558–579, 2021. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JFRA-09-2020-0266/full/html>. Acessado em: 10 mar. 2024.

SOUZA, P. V. S. DE; SILVA, P. B. DA. Gerenciamento de tons das divulgações voluntárias nos press releases das companhias abertas brasileiras. **Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 18, n. 4, p. 39–51, 2020. Disponível em: <http://www.periodicos.ufc.br/contextus/article/view/43366/100363>. Acessado em: 06 set. 2022.

STACCHEZZINI, R.; MELLONI, G.; LAI, A. Sustainability management and reporting: the role of integrated reporting for communicating corporate sustainability management. **Journal of Cleaner Production**, v. 136, p. 102–110, 2016. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.01.109>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0959652616002006?via%3Dihub>. Acessado em: 07 abr. 2022.

STRINE, L. E.; SMITH, K. M.; STEEL, R. S. Caremark and ESG, perfect together: A practical approach to implementing an integrated, efficient, and effective caremark and EESG strategy. **Iowa Law Review**, v. 106, n. 4, p. 1885–1922, 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3664021. Acessado em: 21 ago. 2022.

SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARD BOARD (SASB), (2014). **SASB and IIRC Announce Memorandum of Understanding**. Disponível em: <https://www.integratedreporting.org/news/sasb-and-iirc-announce-memorandum-of-understanding/>. Acessado em: 2 ago. 2022.

SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARD BOARD (SASB), (2022). **About Us SASB Standards Connect Companies and Investors About Financial Impacts The Evolution of SASB Standards**. Disponível em: <https://www.sasb.org/about/>. Acessado em: 2 ago. 2022.

SYED, A. M. Environment, social, and governance (ESG) criteria and preference of managers. **Cogent Business and Management**, v. 4, n. 1, p. 1–13, 2017. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23311975.2017.1340820>. Acessado em: 21 ago. 2022.

TAYLOR, J.; VITHAYATHIL, J.; YIM, D. Are corporate social responsibility (CSR) initiatives such as sustainable development and environmental policies value enhancing or

window dressing? **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 25, n. 5, p. 971–980, 2018. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/csr.1513>. Acessado em: 09 mai. 2023.

TEIXEIRA, A. C. et al. Nível da divulgação das informações não financeiras das empresas brasileiras participantes do projeto piloto de relato integrado. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 18, n. 46, p. 16–31, 2021.

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 29–44, 2011. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/Npy4byt4mpTnHbnw4Yy6zLw/?format=html&lang=pt>. Acessado em: 02 ago. 2022.

TETLOCK, P. C.; SAAR-TSECHANSKY, M.; MACSKASSY, S. More Than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals. **Journal of Finance**, v. 63, n. 3, p. 1437–1467, 2008.

VALUE REPORTING FOUNDATION, (VRF). **Fundação IFRS anuncia Conselho Internacional de Padrões de Sustentabilidade , consolidação com CDSB e VRF e publicação de requisitos de divulgação de protótipos**. Disponível em: <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2021/11/ifrs-foundation-announces-issb-consolidation-with-cdsb-vrf-publication-of-prototypes/>. Acessado em: 2 ago. 2022.

VELTE, P. Automated text analyses of sustainability & integrated reporting. A literature review of empirical-quantitative research. **Journal of Global Responsibility**, v. 14, n. 4, p. 530–566, 2023. DOI: <https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1108/JGR-09-2022-0090>.

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**, v. 29, n. 8, p. 3038–3054, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1002/bse.2556>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/bse.2556>. Acessado em: 19 mar. 2022.

VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 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). Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0165410183900113>. Acessado em: 18 set. 2022.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Financial Economics**, v. 32, p. 97–180, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8). Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S01654101000258?via%3Dihub>. Acessado em: 11 jul. 2022.

VIRTANIA, L. O.; SIREGAR, S. V. **The Effect of Environmental Disclosure on Cost of Equity**. AEBMR-Advances in Economics Business and Management Research. **Anais...2017**. Disponível em: <https://www.atlantis-pess.com/proceedings/icbmr-17/25887762>. Acessado em: 30 out. 2022.

VITOLLA, F. et al. The impact on the cost of equity capital in the effects of integrated reporting quality. **Business Strategy and the Environment**, v. 29, n. 2, p. 519–529, 2019a. DOI; <https://doi.org/10.1002/bse.2384>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/bse.2384>. Acessado em: 30 out. 2022.

VITOLLA, F. et al. How pressure from stakeholders affects integrated reporting quality. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 26, n. 6, p. 1591–1606, 2019b. DOI: <https://doi.org/10.1002/csr.1850>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/csr.1850>. Acessado em: 15 mar. 2022.

VITOLLA, F.; RAIMO, N. Adoption of integrated reporting: reasons and benefits—a case study analysis, **International Journal of Business and Management**, V. 13, 12, p. 244-250, 2018.

VITOLLA, F. et al. Do cultural differences impact ethical issues? Exploring the relationship between national culture and quality of code of ethics. **Journal of International Management**, v. 27, n. 1, p. 100823, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intman.2021.100823>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S107542532100003X?via%3Dihub>. Acessado em: 23 ago. 2022.

WANG, R.; ZHOU, S.; WANG, T. Corporate Governance, Integrated Reporting and the Use of Credibility-enhancing Mechanisms on Integrated Reports. **European Accounting Review**, v. 29, n. 4, p. 631–663, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1668281>

WOOD, R. E.; MITCHELL, T. R. Manager behavior in a social context: The impact of impression management on attributions and disciplinary actions. **Organizational Behavior and Human Performance**, v. 28, n. 3, p. 356–378, 1981. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0030507381900040>. Acessado em: 31 ago. 2022.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria: uma abordagem moderna**. 4. ed. São Paulo-SP: Cengage Learning, 2010.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo-SP: Atlas, 2006.

YANG, J. H.; LIU, S. Accounting narratives and impression management on social media. **Accounting and Business Research**, v. 47, n. 6, p. 673–694, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.2017.1322936>. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00014788.2017.1322936>. Acessado em: 04 set. 2022.

YEKINI, L. S.; WISNIEWSKI, T. P.; MILLO, Y. Market reaction to the positiveness of annual report narratives. **British Accounting Review**, v. 48, n. 4, p. 415–430, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.12.001>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0890838915300044?via%3Dihub>. Acessado em: 24 abr. 2022.

YUTHAS, K.; ROGERS, R.; DILLARD, J. F. Communicative Action and Corporate Annual

Reports. **Journal of Business Ethics**, v. 41, p. 141–157, 2002. Disponível em: <https://link.springer.com/content/pdf/10.1023/A:1021314626311.pdf>. Acessado em: 31 ago. 2022.

ZACCONE, M. C.; PEDRINI, M. ESG factor integration into private equity. **Sustainability (Switzerland)**, v. 12, n. 14, p. 1–15, 2020. DOI: <https://doi.org/10.3390/su12145725>. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/14/5725>. Acessado em: 23 ago. 2022.

ZARO, E. S. **Cost of Capital and Voluntary Disclosure of Integrated Reporting : The Role of Institutional Factors**. 2019. 208f. Tese (Doutorado). Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-24052019-121105/publico/CorrigidoElise.pdf>.

ZHOU, H. The impact of increased accounting disclosure on information asymmetry: a case of implementing new auditing standards in emerging markets. **Social Science Research Network**, n. nov, p. 1–45, 2004. DOI: <https://ssrn.com/abstract=653063>. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=653063>. Acessado em: 11 jul. 2022.

ZHOU, S.; SIMNETT, R.; GREEN, W. Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market? **Abacus**, v. 53, n. 1, p. 94–132, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1111/abac.12104>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/abac.12104>. Acessado em: 02 abr. 2022.