

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

ELIVÂNIA LEAL RIBEIRO

**A RELEVÂNCIA DO RELATO INTEGRADO PARA O MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO.**

**VITÓRIA
2019**

ELIVÂNIA LEAL RIBEIRO

**A RELEVÂNCIA DO RELATO INTEGRADO PARA O MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO.**

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissional.

Orientador: Profº. Dr. Valcemiro Nossa

**VITÓRIA
2019**

ELIVÂNIA LEAL RIBEIRO

**A RELEVÂNCIA DO RELATO INTEGRADO PARA O MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Aprovada em 22 de fevereiro de 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: VALCEMIRO NOSSA
ORIENTADOR PRESIDENTE

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof. Dr.: AZIZ XAVIER BEIRUTH

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof. Dr.: GABRIEL MOREIRA CAMPOS

Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à Deus por tudo que me proporcionou ao longo desta caminhada.

Agradeço em especial à Marcelo e aos meus filhos, Bruno e Arthur, pela compreensão e por suportar os momentos de ausência, minha Tia Francisca das Chagas (*mamis*) pelas palavras de incentivo e pelo amor incondicional.

Agradeço aos meus pais (Antonio e Francisca), minhas irmãs e ao meu tio Chico.

Agradeço aos professores por todo o conhecimento compartilhado, ao meu orientador Prof^o. Valcemiro e em especial a Prof^a. Silvania pela atenção e gentileza.

Agradeço aos colegas do curso de Mestrado, em especial Edvaldo, Joselita, Livia, Maria de Fátima e Clóvis, pelo incentivo constante e apoio mútuo.

RESUMO

Esta dissertação tem como objetivo examinar a relevância do Relato Integrado para o mercado acionário brasileiro. A metodologia adotada foi análise de regressão utilizando-se de dados das companhias brasileiras listadas na B3, relativos ao período de 2013 a 2017, obtidos mediante acesso aos sites das empresas participantes e Economática®. Tal pesquisa tem sua relevância na busca por melhoria de comunicação corporativa que agrega valor à firma. Os resultados encontrados indicam que existe relação negativa e significativa entre Relato Integrado e o retorno de ações, enquanto apontam insignificância entre Modelo de Negócios e retorno de ações. Os resultados auxiliam para a tomada de decisão pelo mercado acionário, logo a contribuição deste estudo pode incentivar os reguladores a pensar sobre o relevo que o Relato Integrado pode trazer para o mercado acionário e com isso melhorar a divulgação desta nova ferramenta.

Palavras chave: Relato integrado; Modelo de Negócio; Mercado Acionário.

ABSTRACT

This paper aims to investigate the relevance of the Integrated Reporting to the Brazilian stock market. The methodology used was regression analysis of the Brazilian companies listed in B3, for the period from 2013 to 2017, obtained through access to the sites of the participating companies and Economática®. The research has its relevance in the search for improvement of corporate communication that adds value to the firm. The results indicate that there is a negative and significant relationship between the Integrated Reporting and stock returns, while pointing out insignificance between Business Model and stock returns. The results help decisions making by the stock market, so the contribution of this study may encourage regulators to think about the relevance that the Integrated Reporting can bring to the stock market and improve the disclosure of this new resource.

Key words: Integrated Reporting; Business Model; Stock Market.

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1: Modelo de Negócios baseado na estrutura proposta pelo IIRC (2013c). .22	
Quadro 2: Empresas Brasileiras Participantes do Programa Piloto e seus respectivos setores	25
Quadro 3: Modelo de Negócios – Características de descrição.....	29
Quadro 4: Modelo de Negócios – Insumos	29
Quadro 5: Modelo de Negócios – Produtos.....	29
Quadro 6: Modelo de Negócios – Atividade de negócios.....	29
Quadro 7: Modelo de Negócios - Impactos e múltiplos modelos.....	30

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	31
Tabela 2: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DA HIPÓTESE (1)	33
Tabela 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DA HIPÓTESE (2)	34
Tabela 4: CORRELAÇÃO DE PEARSON – HIPÓTESE (1).....	35
Tabela 5: CORRELAÇÃO DE PEARSON – HIPÓTESE (2).....	35
Tabela 6: REGRESSÃO – MODELO DE OHLSON	36
Tabela 7: REGRESSÃO HIPÓTESE (1)	36
Tabela 8: REGRESSÃO HIPÓTESE (2)	39

SUMÁRIO

Capítulo 1	9
1. INTRODUÇÃO	9
Capítulo 2	13
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1 RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL	13
2.2 EVIDENCIAÇÃO DAS INFORMAÇÕES DE SUSTENTABILIDADE	15
2.3 RELATO INTEGRADO	16
2.4 MODELO DE NEGÓCIOS	20
Capítulo 3.....	24
3. METODOLOGIA	24
3.1 MODELAGEM DA PESQUISA	24
3.2 JUSTIFICATIVA DO PERÍODO EM ESTUDO.....	24
3.3 COLETA E TRATAMENTO DE DADOS.....	25
Capítulo 4.....	33
4. RESULTADOS.....	33
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO	33
4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO	36
Capítulo 5.....	40
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	40
REFERÊNCIAS.....	44
APÊNDICE A - CARACTERÍSTICAS DOS RELATÓRIOS CORPORATIVOS.....	44

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

As informações evidenciadas pela contabilidade servem de base para tomada de decisão. A relevância dessas informações (*value relevance*) foram pioneiramente testadas por Ball e Brown (1968) e mais tarde por Ohlson (1995) o qual desenvolveu modelo empírico, utilizando os números contábeis para avaliar o valor da firma.

Na sequência vieram diversas pesquisas sobre importância da informação contábil, nas quais os autores testam empiricamente a proposição de Ohlson (1995) e demais variações de *papers* que propõem, por meio de pesquisa positiva com dados empíricos, testar o valor da informação contábil (Beyer et al., 2010; Barth, Beaver e Landsman, 2001; Myers, 1999; Fama, 1970).

A relevância das informações, sejam elas financeiras ou não financeiras, podem ser verificadas quando conseguem afetar positiva ou negativamente o mercado de ações (Machado, Macedo e Machado, 2015). O Relato Integrado <RI>, nova forma de comunicação corporativa, é tema em debate, mas que já chama a atenção da academia, por pronunciar diferentes tipos de informações em um único relatório (Eccles e Saltzman, 2011; Zhou, Simnett e Green, 2017). Isto posto, gradativamente no valor das empresas são incorporadas inéditas nuances em sua análise patrimonial, dentre as quais as associadas a sustentabilidade, por exemplo.

Desde a Conferência das Nações Unidas Sobre o Meio Ambiente, conhecida também como Conferência de Estocolmo, que aconteceu em 1972, os países se preocupam com diversas questões e temas polêmicos acerca do meio ambiente.

Segundo Machado et al. (2012), o *disclosure* ambiental é uma das evidenciações das práticas de sustentabilidade nas empresas e atende aos interesses dos *stakeholders*.

A Dinamarca, em 1996, foi o primeiro país da Europa a normatizar a obrigatoriedade da evidenciação de informações ambientais nos relatórios financeiros (Fernandes, 2012). É tendência mundial dos investidores procurarem aplicações socialmente responsáveis, pois consideram que as empresas que promovem ações sustentáveis geram valor ao longo do tempo (Machado et al., 2012).

Na tentativa de diminuir os problemas acerca da divulgação de informações relacionadas à sustentabilidade, a *Global Reporting Initiative* (GRI) desde 1997 estabeleceu uma série de diretrizes que servem de base para a elaboração destes relatórios (GRI, 2015). Lozano e Huisinigh (2011) afirmam que o relatório GRI possui uma das melhores estruturas na elaboração de relatos em sustentabilidade, o que explica a sua utilização por muitas empresas mundialmente.

A divulgação de informações de caráter social, ambiental e econômico, dificulta o entendimento dos usuários pois são apresentadas de forma independente das demonstrações contábeis, faltando conexão entre elas e os diferentes tipos de impactos que geram (Eccles e Spiesshofer, 2015; Rodrigues, Morais e Ribeiro, 2017).

Estudos mais recentes no Brasil também apontam os aspectos negativos dos relatórios de GRI, pronunciando a dificuldade no seu entendimento quanto à padronização e comparação entre esses relatórios (Ferreira-Quilice e Caldana, 2015).

Como resultado das transformações ocorridas nos relatórios de sustentabilidade das companhias ao longo do tempo e com o objetivo de mais integração entre as informações, surge o Relato Integrado (Abreu et al., 2016). Uma nova forma de comunicação empresarial que objetiva integração de relatórios

financeiros e não financeiros baseado em seis tipos de capitais: financeiro, manufaturado, humano, intelectual, social e natural (IIRC, 2014).

Segundo Eccles e Saltzman (2011) é crescente o interesse dos investidores por informações não financeiras constantes nesse tipo de reporte corporativo. No entanto, pela própria incipiência do tema, ainda há poucas evidências empíricas que comprovem seus benefícios (Zhou, Simnett e Green, 2017; Serafeim, 2015). Diante deste contexto estrutura-se o seguinte problema: existe relação entre Relato Integrado e o mercado acionário brasileiro, a partir da análise de empresas listadas na B3)?

A geração de valor das firmas pode ser medida pelo seu retorno de ações no mercado. Dessa forma, este trabalho tem como objetivo identificar uma possível relação entre Relato Integrado e Retorno de ações das empresas.

A metodologia proposta utiliza como base, dados financeiros e de mercado, bem como a publicação de Relatórios Integrado por um grupo de empresas voluntárias. A escolha de tal período é explicada pela divulgação do *framework* <IR> que aconteceu em 05 de dezembro de 2013.

Na literatura nacional existem estudos acerca do Relato Integrado: Kassai e Carvalho (2013) trouxeram algumas discussões que culminaram na criação do *International Integrated Reporting* (IIRC); Abreu et al. (2016) analisaram o nível de aderência dos relatórios do exercício 2013 das companhias do Programa Piloto com a proposta de estrutura do Relato Integrado; Alves et al. (2017) descreveram o conteúdo e a forma de evidenciar a criação de valor por meio das informações financeiras apresentadas no Relato Integrado.

Além disso, Zhou, Simnett e Green (2017) sugerem que o erro de previsão do analista diminui à medida que o nível de alinhamento da empresa com a estrutura

<IR> aumenta, e com informação melhor diminui também o custo de capital das empresas que adotam o modelo de relato.

Portanto, considera-se como lacuna teórica examinar a relevância do Relato Integrado para o Mercado Acionário Brasileiro, a partir de análise longitudinal de informações das companhias brasileiras listadas na B3, e se o Modelo de Negócios apresentado em seus relatórios integrados tem impacto no mercado financeiro brasileiro, considerando que o Brasil possui um dos maiores números de empresas que aderiram ao Programa Piloto IIRC.

Os resultados encontrados indicam que há relação estatisticamente significativa entre adesão ao Relato Integrado e o retorno de ações. Apesar do Relato Integrado ser um tema incipiente, este estudo contribui com a literatura quando buscar verificar a importância de adoção do Relato Integrado pelas empresas brasileiras e baseado em seus resultados, incentivar os reguladores a pensar sobre como essa adoção pode impactar no mercado acionário brasileiro.

O presente trabalho apresenta cinco capítulos. O primeiro traz a introdução ao tema; o segundo capítulo contempla o referencial teórico abordando a relevância da informação contábil e o Relato Integrado como nova forma de evidenciação corporativa, bem como os principais estudos acerca do tema; no capítulo três apresenta a metodologia a qual foi conduzido todo o trabalho; no quarto capítulo é feita a análise dos dados e por último as considerações finais acerca da pesquisa.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

O *value relevance* (Ball; Brown, 1968) consiste em evidenciar o poder que a informação contábil tem de modificar a percepção do usuário em relação a determinada empresa, e conseqüentemente impactar na tomada de diversas decisões por parte dos investidores (Fama, 1970; Ball; Brown, 1968). Ohlson (1995) desenvolveu um modelo matemático para mensurar o valor da firma, por meio de informações contábeis.

Segundo Machado, Macedo e Machado (2015) as informações são consideradas relevantes quando afetam positiva ou negativamente as decisões de investimento e conseqüentemente, o mercado de ações. Empresas que apresentam melhor *disclosure*, conseguem estabelecer uma relação de transparência entre empresas e investidores, auxiliando transações no mercado acionário (Rover; Murcia, 2010).

A adoção das normas internacionais de contabilidade reflete um cenário no qual a sociedade busca o aprimoramento e convergências na elaboração de demonstrativos que possam satisfazer as realidades e necessidades de cada um de seus usuários (Lima et al., 2011). Corroborando nessa linha, Eccles e Spiesshofer (2015) evidenciam a importância de existir relatórios financeiros pautados em normas contábeis, com a finalidade de subsidiar a tomada de decisão por parte dos investidores.

As empresas, os investidores e o mercado de capitais dependem do fornecimento de informações de alta qualidade e que sejam informações de valor relevantes acerca das empresas (Zhou, Simnett e Green, 2017). Lopes, Sant'anna Costa (2007) analisaram a relevância das informações contábeis no processo de avaliação de empresas no Brasil.

A utilidade e importância das informações contábeis, influenciadas pela área de Finanças, teve seu campo ampliado e voltado para a teoria positiva (Lopes, Sant'anna e Costa, 2007). Segundo Barth, Beaver e Landsman (2001) *value relevance* indica relevância e confiabilidade da informação, ao menos em algum nível ou grau. Nessa linha Macedo et al. (2012) destacaram que informações voluntárias possuem *value relevance* para o público externo, quando relacionaram informações de EBITDA¹ no mercado acionário.

Aliadas às informações financeiras, pesquisas mostram que outras informações relevantes também podem impactar o valor da firma (Barth, Beaver e Landsman, 2001; Monte Mor, 2014). De acordo com Myers(1999), quaisquer informações, além daquelas já divulgadas pela contabilidade, pode ser consideradas como outras informações.

Apesar de existirem várias tentativas de melhorar a relevância do valor da informação produzida pelas empresas, com a finalidade de auxiliar na tomada de decisões, o Relatório Integrado (<IR>) tem o potencial de mudar a paisagem de relatórios corporativos (Zhou, Simnett e Green, 2017).

¹ Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Em português, “Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização”.

2.2 EVIDENCIAÇÃO DAS INFORMAÇÕES DE SUSTENTABILIDADE

Como ciência social, a contabilidade está em constante evolução por meio de estudos e pesquisas objetivando evidenciar informações sobre as entidades, reduzindo a assimetria informacional entre seus usuários (Jensen e Meckling, 1976; Lima et al., 2011).

Informações corporativas, além de aspectos financeiros, podem evidenciar aspectos não financeiros. Algumas pesquisas investigaram sob o efeito dos regulamentos de divulgação desses tipos de relatórios não financeiros praticados pelas empresas (Iannou e Serafeim, 2017). Desde 1997, a *Global Reporting Initiative* (GRI) estabeleceu uma série de diretrizes que servem de base para a elaboração destes reportes, possibilitando que as empresas reportassem ações no campo econômico, social e ambiental (GRI, 2015).

Os princípios de elaboração dos relatórios não financeiros garantem a transparência em todo o processo de relato de sustentabilidade e são apresentados em dois grupos: Princípios para Definição do Conteúdo do Relatório o qual descreve os procedimentos necessários na identificação dos tópicos que deverão ser inclusos nos relatórios; e Princípios para Assegurar a Qualidade do Relatório que oferece todas as orientações que assegurem a confiabilidade das informações evidenciadas, incluindo a forma como estão apresentadas (GRI, 2015, p.16).

Baseado nesses princípios, as organizações devem produzir relatos abrangendo conteúdos que atendam, no mínimo, aos interesses dos *stakeholders*, assegurando sua qualidade informacional. Esses relatórios deviam contemplar todas as informações voluntárias sobre questões ambientais, além daquelas que já são exigidas por lei (Nossa, 2002).

Segundo Iannou e Serafeim (2017), quando as empresas emitem relatório de sustentabilidade, pretendem informar sobre seus objetivos sociais, ambientais e de governança a um grupo muito mais diversificado de partes interessadas que vai além dos seus acionistas. Mesmo assim, embora as empresas apresentem relatórios de sustentabilidade e de responsabilidade social, por serem apresentados de forma independente, dificultam sua leitura e entendimento (Rodrigues, Moraes e Ribeiro, 2017).

A evidenciação de informações ambientais, contempladas nos reportes de sustentabilidade, não afeta o custo de capital de terceiros, mas afeta de forma negativa o custo de capital próprio, demonstrando que as boas ações ambientais realizadas pelas empresas aumentam sua credibilidade e reduzem o risco das mesmas junto ao mercado (Fernandes, 2012).

Chen, Hung e Wang (2018) analisaram os efeitos da evidenciação dos relatórios de sustentabilidade e sua relação com a rentabilidade e externalidades sociais em empresas da China. As empresas apresentaram diminuição na rentabilidade após divulgarem os Relatórios de Sustentabilidade Empresarial (RSE) de forma obrigatória (Chen, Hung e Wang, 2018). A importância de um mesmo tipo de informações constantes nos relatos de sustentabilidade depende da cultura das empresas e do ambiente institucional no qual estão inseridas (Dhaliwal et al., 2012).

2.3 RELATO INTEGRADO

Em resposta aos problemas associados aos modelos de relatórios corporativos foi criado em 2010 um grupo de trabalho, coordenado pelo *Internacional Integrated Reporting Council* (IIRC), para a elaboração de um *framework* para tipos de relato de sustentabilidade. Este conselho é formado por reguladores, investidores, empresas,

profissional do setor contábil e ONGs. Em 05 de dezembro de 2013 foi aprovado o *framework* do Relato Integrado.

Empresas de diversos segmentos em todo o mundo, fizeram adesão de forma voluntária no Programa Piloto IIRC com a finalidade de contribuir para o desenvolvimento do programa (IIRC, 2014). Das 89 empresas que participaram deste programa, 40 são empresas da Europa e 12 empresas são brasileiras (Zinsou, 2018).

Em relação ao número de empresa/países que fizeram adoção ao Programa Piloto, o Brasil está entre as nações onde houve um maior número de adesão ao programa. Embora cada vez mais empresas estejam aderindo a algum tipo de relatório integrado, ainda temos uma compreensão muito limitada dos seus efeitos (Serafeim, 2015, p.2).

De acordo com Eccles e Saltzman (2011), a Natura em 2008, foi a empresa brasileira pioneira a produzir uma espécie de relato combinado, isso porque neste ano ainda não existia o *framework* do Relato Integrado. Este reporte é completamente voluntário, com exceção da África do Sul, onde é exigido de todas as empresas listadas na Bolsa de Joanesburgo (Eccles e Spiesshofer, 2015).

Em conformidade com IIRC (2013c) a estrutura conceitual do relato integrado segue alguns princípios básicos como: foco estratégico e orientação para o futuro; materialidade; confiabilidade; comparabilidade e coerência; relação com os *stakeholders*; interação de informações. Seguir tal estrutura significa direcionar a forma como a informação vai ser divulgada e como os elementos de conteúdo estarão inseridos nesse relato.

O Relato Integrado é “um processo baseado em pensamento integrado, que resulta em um relatório integrado periódico por uma organização sobre a geração de valor ao longo do tempo e as respectivas comunicações sobre aspectos da geração

de valor” (IIRC, 2014). Corroborando como esse conceito, segundo Kassai e Carvalho (2013, p.12)

...não se trata apenas de uma banal junção dos relatórios contábeis com os relatórios de sustentabilidade, mas o Relato Integrado refere-se **a um processo de harmonização e de convergência dos sistemas de gestão organizacional e do processo de comunicação corporativa**. (Kassai e Carvalho, 2013, p.12) Grifo nosso.

O propósito do Relato Integrado é sumarizar a informação divulgada assegurando aos investidores e usuários, a qualidade do conteúdo presente nesses relatórios. Segundo IIRC (2014, p.2) “ele focaliza a capacidade que uma organização tem de gerar valor no curto, médio e longo prazos”. Corroborando com essa proposta Alves et al. (2017) descreveram o conteúdo e a forma de *disclosure* da criação de valor nas firmas por meio das informações de caráter financeiro contempladas no Relato Integrado.

Como o Relato Integrado é um processo que conecta informações de desempenho financeiro e não financeiro em único documento, é um passo importante na criação de uma sociedade mais sustentável (Eccles e Saltzman, 2011). As informações não financeiras complementam as informações financeiras, mitigando os impactos negativos da falta de transparência desses dados, sob a ótica de um pensamento integrado (Dhaliwal et al., 2012), e, como mecanismo bastante complexo, o Relato Integrado é capaz de gerar vantagens significativas desde que seja usado de maneira correta (Maniora, 2017).

Para que haja o pensamento integrado é necessário existir conexão entre os diversos capitais (financeiro, intelectual, manufaturado, humano, social e natural) que impactam na capacidade de uma companhia gerar valor no tempo (IIRC, 2013c). Segundo Alves et al. (2017) o processo de aprendizado das empresas participantes

no Programa Piloto, leva a ajuste de um ano para o outro, na busca de aperfeiçoar o conteúdo e a forma de divulgação.

Maniora (2017) encontrou relação negativa entre RI e desempenho econômico e sugere que o impacto negativo é mais forte em países com requisitos legais para divulgação de informação sobre aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG). Estes resultados podem explicar a baixa adoção ao relatório integrado na França, onde há mais de uma década existem regulamentos para divulgação de informações ambientais e sociais, apontando com um paradoxo quanto às determinantes culturais e legais de adoção do RI (Zinsou, 2018).

Abhayawansa, Eljido-Ten e Dumay (2018) evidenciaram que os analistas que cobrem as empresas, geralmente desconhecem os conceitos de RI, sugerindo que o IIRC ainda não se envolveu de forma adequada com o grupo de indivíduos que considera influente, tentando compreender de fato o que eles veem como deficiência nos relatórios integrados. Nessa linha Liu, Jubb e Abhayawansa (2018) sugerem que as empresas e profissionais envolvidos necessitam de mais orientação e um período maior para se familiarizarem com esta nova forma de relato.

O desinteresse dos analistas tradicionais resulta de uma incompatibilidade entre as informações contidas nos relatórios integrados e sua firma prática de avaliação (Abhayawansa, Eljido-Ten e Dumay, 2018). Portanto, o RI não pode ser considerado como mecanismo superior pois seus benefícios são impulsionados por vários fatores (Maniora, 2017).

Liu, Jubb e Abhayawansa (2018) analisando empresas australianas, apontam evidências de que as informações corporativas são reveladas em níveis inferiores ao que se considera nível ideal e, os relatórios integrados ainda não apresentam conexões suficientes entre as diversas vertentes de informações. Dessa forma a

utilidade do relato integrado para os analistas de ações é considerada baixa e sugere uma preocupação no desempenho do *framework* <RI> quando relacionado à cultura do mercado acionário (Slack e Tsalavoutas, 2018).

Outros estudos afirmam que os relatórios integrados são capazes de melhorar as decisões internas e melhoram as informações externas, baseados na relação positiva entre qualidade do RI e liquidez (Barth et al, 2017). Afirmam também que a melhoria do nível de alinhamento de relatórios integrados com a estrutura proposta pelo IIRC está associada a uma diminuição do custo de capital e de retorno de mercados (Zhou, Simnett e Green, 2017), entretanto utilizam dados da África do Sul onde o RI é obrigatório para as empresas listadas na Bolsa de Valores de Joanesburgo (JSE).

Diante dos resultados de pesquisas anteriores, e sabendo que o Relato Integrado ainda não é mandatório no Brasil, embora este país esteja entre aqueles em que houve maior adesão de empresas ao Programa Piloto IIRC, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1 – O Relato Integrado tem relação como o retorno de ações das empresas.

2.4 MODELO DE NEGÓCIOS

De acordo com IIRC (2013c, p.24) o Relato Integrado contempla “oito elementos de conteúdo (Visão geral organizacional e ambiente externo, governança, modelo de negócios, riscos e oportunidades, estratégia e alocação de recursos, desempenho, perspectivas e base de preparação e apresentação)”.

Ainda em conformidade com o IIRC (2013c), os elementos de conteúdo são vinculados uns aos outros e não devem servir como estrutura padrão, mas a informação deve ser reportada de forma que fique evidente as conexões entre eles.

Nesse contexto, Tweedie, Nielsen e Martinov-Bennie (2017) apontam que é relevante evidenciar o modelo de negócios, pois representa algo singular no processo criação de valor para as empresas. As empresas que já reportavam informações não financeiras conseguem implementar um sistema integrado no modelo de negócios (Maniora, 2017).

Abreu et al. (2016) demonstraram que as empresas brasileiras não divulgaram seus relatos integrados de forma idêntica, sugerindo que a estrutura conceitual do IIRC não foi empregada na sua totalidade. As empresas aos poucos estão adaptando-se às orientações de estrutura <RI>, pois a maioria delas adotou esse relatório apenas inserindo conteúdos aos Relatórios Anuais e de Sustentabilidade (Alves et al., 2017; Zhou, Simnett e Green, 2017).

De acordo com IIRC (2014, p.8) a capacidade da organização de gerar valor é melhor relatada por meio da combinação de informações quantitativas e qualitativas. As imagens são responsáveis por conectar informações financeiras e não financeiras, tornando mais robusta a integração (Alves et al., 2017). O processo de relato suporta uma articulação mais sofisticada da estratégia e modelo de negócios (IIRC, 2012).

As informações contidas nos relatórios integrados são úteis para os analistas na avaliação de desempenho financeiro futuro das empresas (Zhou, Simnett e Green, 2017). Entretanto, as companhias brasileiras em 2013, apresentaram formatos de relato integrado diferentes, sem a preocupação em atender a todos os itens propostos (Abreu et al., 2016).

Nessa linha Liu, Jabb e Abhayawansa (2018) destaca que algumas empresas de sua amostra não apresentaram informações detalhadas relacionadas ao modelo de negócios enquanto em outras, esse tipo de divulgação era inexistente. Dessa forma

é relevante identificar se as informações descritas em relação ao modelo de negócios atendem a proposta do Relato Integrado.

Todo Relato Integrado, pela perspectiva do modelo de negócios deve responder a seguinte pergunta: “Qual é o modelo de negócios da organização?” (IIRC, 2013c). Tweedie, Nielsen e Martinov-Bennie (2017) sugerem que para uma análise mais avançada sobre a relevância em aperfeiçoar o relato integrado deve ser feita uma avaliação mais aprofundada de seus conceitos básicos, considerando o modelo de negócios.

O modelo de negócios de uma firma é seu próprio sistema de transformação de insumos assegurando o cumprimento dos propósitos estratégicos da organização e geração de valor em curto, médio e longo prazo (IIRC, 2014).

MODELO DE NEGÓCIOS: Qual é o modelo de negócios da organização?	
1	Identificação explícita dos principais elementos do modelo de negócios.
2	Um diagrama simples, destacando os principais elementos, com uma explicação clara da relevância destes elementos para a organização.
3	Um fluxo narrativo lógico, considerando-se as circunstâncias particulares da organização.
4	Identificação de partes interessadas críticas e de outras e de outros fatores importantes que impactam o ambiente externo.
5	Ligação com informações cobertas por outros Elementos de Conteúdo, tais como estratégia, riscos e oportunidades, bem como o desempenho (incluindo <i>Key Performance Indicator</i> -KPIs e considerações financeiras como a contenção de custos e receitas).
6	Apresentação dos principais insumos e sua relação com os capitais dos quais a organização depende.
7	Descrição das principais atividades de negócios empresariais.
8	Identificação dos produtos e serviços.
9	Identificação e descrição dos impactos internos e externos.
10	Utilização de mais de um modelo de negócio na organização.

Quadro 1: Modelo de Negócios baseado na estrutura proposta pelo IIRC (2013c).
Fonte: Elaborado pela Autora.

A evidenciação do modelo de negócios é fundamental para o IIRC abordar sobre os problemas existentes nos relatórios corporativos, pois representa algo específico no processo de criação de valor das firmas quando transforma insumos, por meio dos capitais, em resultados financeiros, ambientais e sociais. (Tweedie, Nielsen e Martinov-Bennie, 2017). Nessa linha, a obrigatoriedade do *framework* do RI pode ser a resposta que contribui para melhorar a divulgação do modelo de negócios e com isso melhorar o ambiente de informação em favor dos investidores (Sukhari e Villiers, 2018).

As principais atividades dos negócios devem ser descritas especificando: como a organização se diferencia no mercado; até que ponto o modelo de negócios depende da geração de receitas a partir do ponto de vendas inicial; a forma como a empresa trata a necessidade de inovação; e como o modelo de negócios foi projetado para adaptação às mudanças (IIRC, 2014).

Diante dos resultados de pesquisas anteriores relatando o Modelo de negócios como algo singular no processo de criação de valor das empresas, e que se houver melhoria em sua divulgação, sem dúvidas haverá uma melhoria no ambiente de informação para os investidores, apresenta-se a segunda hipótese de pesquisa:

H2 – O Modelo de Negócios divulgado no Relatório Integrado apresenta conteúdo relevante ao mercado acionário brasileiro à medida que atende ao *framework* do Relato Integrado.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA

3.1 MODELAGEM DA PESQUISA

Para atingir o objetivo da pesquisa é realizada uma pesquisa empírica na qual são analisados dados *ex post facto*, que estão disponíveis na Economática® e sítio eletrônico das empresas.

Quanto aos procedimentos técnicos a pesquisa é bibliográfica e documental, pois sua base consiste na análise de material já publicado, auxiliando na fundamentação teórica. É documental na qual a “fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias” (Lakatos e Marconi, 2010, p. 157).

São analisados dados relativos ao preço das ações, divulgados nas Demonstrações de Resultado e Balanço Patrimonial no período de 2013 a 2017, de empresas listadas na B3, inclusive as empresas participantes do Programa Piloto IIRC.

Foram obtidos na Base de dados Economática®, dados relativos aos preços das ações em 30 de abril de cada ano (2014 a 2018), por se tratar de período posterior à data da divulgação das demonstrações financeiras por todas as empresas.

3.2 JUSTIFICATIVA DO PERÍODO EM ESTUDO

O período a que se refere as informações coletadas é de 2013 a 2017 pois apesar da publicação do *framework* do RI no final do ano de 2013, as empresas que aderiram ao programa piloto já haviam iniciado, mesmo que de forma

menos complexa, o processo de Relato Integrado. O propósito deste trabalho é fazer um exame longitudinal e identificar possível relação entre Relato Integrado e Retorno de ações, ao analisar companhias brasileiras listadas na B3, e ainda se o Modelo de Negócios apresentado em seus relatórios integrado tem impacto no mercado financeiro brasileiro.

3.3 COLETA E TRATAMENTO DE DADOS

Os dados coletados foram extraídos das Demonstrações de Resultado do Exercício, do Balanço Patrimonial de todas as empresas da amostra, e relatórios corporativos das companhias brasileiras participantes do Programa Piloto IIRC, listadas na B3. Tais relatórios corporativos podem ter sido divulgados com as possíveis terminologias: relato integrado, relatório de sustentabilidade ou relatório anual.

No Quadro 2 são apresentadas todas as empresas brasileiras que aderiram ao Programa Piloto IIRC.

Empresa	Setor
AES Brasil	Energia
BNDES	Bancos
BRF S.A.	Alimentos
CCR S.A.	Concessões rodoviárias
CPFL Energia	Energia
Fibria Celulose S.A.	Papel e Celulose
Grupo Segurador BB e MAPFRE	Seguradora
Itau Unibanco	Bancos
Natura	Artigos de uso pessoal
Petrobras S.A.	Combustível
Via Gutenberg	Consultoria
Votorantim	Industrial

Quadro 2: Empresas Brasileiras Participantes do Programa Piloto e seus respectivos setores
Fonte: Abreu et al. (2016, p.39)

Para a coleta dos dados nos relatórios fez-se uma visita ao sítio eletrônico de cada uma das empresas brasileiras participantes do programa e foi verificado a

disponibilidade do Relatório Integrado referentes aos exercícios de 2013, 2014, 2015, 2016 e 2017. Na Economática® foram coletados os dados do Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício das empresas listada na B3. A amostra inicial é composta por 362 empresas, no período de cinco anos, totalizando 1.810 observações. Ressalta-se que na amostra inicial não estão contempladas as seguintes empresas brasileiras participantes do Programa Piloto IIRC: BNDES, Grupo Segurador BB e MAPFRE, Via Gutenberg e Votorantim – por não serem listadas na B3.

Os dados obtidos a partir da amostra inicial apresentaram-se de forma dispersa, e para evitar viés na análise de resultados, foi feito a eliminação de outliers. Com a eliminação de outliers a 1% para as seguintes variáveis contínuas - Retorno, PLa, LLa e Tamanho - vistos que estes são dados que se diferenciam drasticamente dos demais, podendo ocorrer viés de informação e, conseqüentemente resultados e análises equivocadas, foram eliminadas mais duas empresas participantes do programa Piloto (ITAU e BRF).

Assim a amostra final analisada foi de: 224 empresas em 2013; 223 empresas em 2014; 224 empresas em 2015; 231 empresas em 2016; 240 empresas em 2017; totalizando 1.142 observações.

Para a estimação das hipóteses da pesquisa foi utilizada o arcabouço teórico de Ohlson (1995).

$$VA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PL + \beta_2 LL + \epsilon_i$$

A contribuição desse estudo se dá por meio da inclusão do Relato Integrado como variável relevante para a estimação do valor de uma companhia e pode ser representado por meio da Equação (1) para o teste da primeira Hipótese (H1):

$$RETORNO_{a_{it}} = \beta_0 + \beta_1 RI_{it} + \beta_2 PLa_{it} + \beta_3 LLa_{it} + \beta_4 TAMANHO + \epsilon_{it}$$

Assim:

$RETORNO_{a_{it}}$: é o preço da ação do ano vigente da empresa i no tempo t , menos o preço da ação do ano anterior, da empresa i no tempo t , dividido pelo o preço da ação do ano anterior, da empresa i no tempo t ;

RI_{it} : Relato Integrado é uma variável explicativa; *dummy* onde 1 para empresas i no tempo t que participam do Programa Piloto IIRC e 0 para empresas que não participam;

PLa_{it} : Patrimônio líquido por ação da empresa i no ano t . Variável de controle determinada por meio do valor do patrimonio liquido dividido pela quantidade de ações;

LLa_{it} : Lucro líquido por ação da empresa i no ano t . Variável de controle determinada por meio do valor do lucro liquido dividido pela quantidade de ações;

$TAMANHO_{it}$: Tamanho da empresa da empresa i no tempo t ;

ε_{it} : Termo de erros

Para o teste da segunda Hipótese (H2), foi necessário analisar o conteúdo informacional do Relatório Integrado acerca do Modelo de Negócios para construção da variável MNRI (Modelo de Negócios do Relato Integrado). Verificar o nível de alinhamento dos relatórios integrados das empresas com a estrutura proposta pelo IIRC – *International Integrated Reporting Council*, possibilita analisar de forma mais profunda a relação entre a qualidade de divulgação do relato integrado e os resultados econômicos associados (Zhou, Simnett e Green, 2017).

Com a finalidade de analisar a qualidade informacional do elemento de conteúdo – Modelo de Negócios - é utilizada a técnica de análise de conteúdo.

Segundo Bardin (2010, p.37) “a descrição analítica funciona segundo procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens.”

Para a construção da variável MNRI foi utilizada a análise de conteúdo proposta por Bardin (2010) a qual é organizada basicamente em três fases: 1) pré-análise; 2) exploração do material; e 3) tratamento dos resultados por meio de inferência e interpretação.

Na primeira fase consiste na escolha dos documentos e elaboração de indicadores que fundamentam a interpretação final (Bardin, 2010). Além disso, na primeira etapa foi feita uma leitura flutuante dos documentos identificando características como: o número de páginas, diretrizes em conformidade com as exigências para o relato integrado, conforme descrito no Apêndice A. Foram coletados os relatos integrados das empresas que participaram do Programa Piloto, os quais foram comparados com o *framework* do elemento de conteúdo – Modelo de Negócios – proposto pelo IIRC, no intuito de verificar a aderência aos itens do relatório por meio,

Na segunda etapa foi realizada a leitura integral dos documentos, momento em que ocorre a análise dos dados propriamente dito. Segundo Bardin (2010, p.127) “esta fase, longa e fastidiosa consiste essencialmente em operações de codificação, decomposição ou enumeração, em função de regras previamente formuladas”. As orientações evidenciadas na estrutura apresentada pelo IIRC contribuíram bastante para construção das Tabelas que serviram para análise de aderência, apesar de que modelo de negócio, assim como os demais elementos de conteúdo, são apresentados como perguntas na estrutura (IIRC, 2014).

Os Quadros 3 ao 7 apresentam as categorias de análise, de acordo com o modelo apresentado pelo IIRC (2014).

1 MODELO DE NEGÓCIOS – Características de descrição do modelo de negócios mais eficaz e legível.	
1.1	Principais elementos do modelo de negócios.
1.2	Diagrama simples, destacando os principais elementos.
1.3	Fluxo narrativo lógico, considerando as circunstâncias particulares da organização.
1.4	Identificar partes interessadas críticas e outros fatores importantes que impactam o ambiente externo.
1.5	Ligação com informações cobertas por outros Elementos de Conteúdo, tais como estratégia, riscos e oportunidades, bem como o desempenho (incluindo KPIs e considerações financeiras como a contenção de custos e receitas).

Quadro 3: Modelo de Negócios – Características de descrição

Fonte: Adaptado pela autora

2 MODELO DE NEGÓCIOS – Insumos.	
2.1	Como os principais insumos se relacionam com os capitais que a organização depende.
2.2	Como os principais insumos provêm diferenciação para organização.
2.3	Qual a relação entre natureza e magnitude das compensações significativas (entre capitais ou entre componentes de um capital; ao longo do tempo; capitais pertencentes à organização e pertencentes a outros ou a ninguém) que influenciam a seleção de insumos.

Quadro 4: Modelo de Negócios – Insumos

Fonte: Adaptado pela autora.

3 MODELO DE NEGÓCIOS – Produtos	
3.1	Principais produtos e serviços
3.2	Subprodutos
3.3	Resíduos (incluindo emissões)

Quadro 5: Modelo de Negócios – Produtos

Fonte: Adaptado pela autora.

4 MODELO DE NEGÓCIOS – Atividade dos Negócios.	
4.1	Como a organização se diferencia no mercado (diferenciação de produtos, segmentação de mercado, canais de entrega, marketing).
4.2	Até que ponto o modelo de negócios depende da geração de receitas a partir do ponto de vendas inicial.
4.3	Necessidade de inovação pela organização.
4.4	Como o modelo de negócios foi projetado para adaptação a mudanças.
4.5	Contribuição para o sucesso em longo prazo a partir de melhoria de processos, treinamento de empregados e gestão de relacionamentos.

Quadro 6: Modelo de Negócios – Atividade de negócios

Fonte: Adaptado pela autora.

5 MODELO DE NEGÓCIOS – Impactos e Organizações com múltiplos modelos de negócios.	
5.1	Impactos internos (clima organizacional, reputação, receitas e fluxo de caixa)
5.2	Impactos externos (satisfação dos clientes, pagamento de tributos, lealdade à marca, efeitos sociais e ambientais).
5.3	Organizações com múltiplos modelos de negócios
5.4	Atuação em diferentes segmentos de mercado

Quadro 7: Modelo de Negócios - Impactos e múltiplos modelos

Fonte: Adaptado pela autora.

A terceira e última etapa refere-se ao tratamento dos resultados por meio de inferência e interpretação. À medida que o conteúdo divulgado pelas empresas apresenta determinados itens do Modelo de Negócios, recebeu nota 1 (um) quando aderiu ao item, e 0 (zero) nos casos em que não houve aderência. Sukhari e Villiers (2018) utilizaram metodologia semelhante quando construíram um índice de divulgação e registraram para cada relatório, se cada um dos itens foi divulgado ou não.

Ao final da análise, cada empresa participante do Programa Piloto recebeu nota entre 0 (zero) e 20 (vinte), valor referente ao número de itens analisados. Para as empresas que não fizeram adesão ao programa assumiram o valor 0 (zero). Na construção da variável MNRI foi observado que embora as empresas cumprissem o requisito de apresentação de alguns itens, algumas informações fornecidas são resumidas e com níveis de detalhamento diferente.

A seguir estão elencadas as variáveis utilizadas nesta pesquisa para análise das Hipóteses (1) e (2).

TABELA 1: DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Variável	Descrição	Literatura
$RETORNO_{i,t}$	Variável dependente representada pelo valor da ação na empresa i no tempo t .	Ohlson (1995)
RI	Dummy 1 se participa do Programa Piloto IIRC, e 0 se não participa	Zhou, Simnett e Green(2017), IIRC 2013
$MNRI$	Representada pelos scores obtidos na análise de itens do elemento. Pode variar de 0 a 20 se participa do Programa Piloto e 0 se não participa	Sukhari e Villiers (2018) e IIRC (2013)
PLa	$\frac{PL}{n^o \text{ ações}}$	Ohlson (1995)
LLa	$\frac{LL}{n^o \text{ ações}}$	Ohlson (1995)
$TAMANHO$	$\ln(\text{ativo})$	Zhang (2006)

Variáveis da Equação 1 e da Equação 2

Fonte: Elaborado pela autora.

Desta forma, a análise do Modelo de Negócios ocorreu por meio da verificação do nível de aderência à estrutura <RI>, utilizando escores que irão compor dados de uma nova variável para o teste da segunda Hipótese (H2):

$$RETORNO_{it} = \beta_0 + \beta_1 MNRI_{it} + \beta_2 PLa_{it} + \beta_3 LLa_{it} + \beta_4 TAMANHO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Assim:

$RETORNO_{a_{it}}$: é o preço da ação do ano vigente da empresa i no tempo t , menos o preço da ação do ano anterior, da empresa i no tempo t , dividido pelo o preço da ação do ano anterior, da empresa i no tempo t ;

$MNRI_{it}$: Modelo de Negócios no Relato Integrado é uma variável explicativa; onde seu valor varia entre 0 e 20 para empresas i no tempo t que participam do Programa Piloto IIRC e 0 para empresas que não participam;

PLa_{it} : Patrimônio líquido por ação da empresa i no ano t . Variável de controle determinada por meio do valor do patrimonio liquido dividido pela quantidade de ações;

LLa_{it} : Lucro líquido por ação da empresa i no ano t . Variável de controle determinada por meio do valor do lucro liquido dividido pela quantidade de ações;

$TAMANHO_{it}$: Tamanho da empresa da empresa i no tempo t ;

ε_{it} : Termo de erro

Capítulo 4

4. RESULTADOS

Os resultados apresentados foram obtidos por meio de estatística descritiva, correlação univariada e análise de regressão em painel não balanceado, relativos ao período de 2013 a 2017, no qual foram analisadas 1.142 observações de 362 empresas listadas na B3.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Na Tabela 2, está evidenciada a estatística descritiva da amostra, na qual se apresentam os resultados médios e o desvio padrão, utilizando o RI em relação ao RETORNO.

TABELA 2: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DA HIPÓTESE (1)

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
RETORNO	1142	0,15606	0,73394	-0,7500	0,00066	7,547009
RI	1142	0,03065	0,17244	0	0	1
Pla	1142	10,94544	18,58285	-118,5421	7,66790	145,6529
Lla	1142	-0,16827	7,56695	-114,9844	0,41845	44,06011
TAMANHO	1142	14,98714	1,91009	9,3330	15,08091	20,91494

Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com a Tabela 2 ocorre uma distância expressiva (para mais ou para menos) da média aritmética das variáveis Retorno, RI, Pla indicadas pelo desvio padrão, apresentando coeficiente de variação acima de 100%, sinalizando para uma variação ao longo do período observado extremamente inconstante. Isto significa que

ocorreram oscilações importantes no preço das ações e no Patrimônio Líquido das empresas em estudo, indicando que variável RI pode relacionar-se com a qualidade da informação disponibilizada aos provedores de capital financeiro.

Na Tabela 3, está evidenciada a estatística descritiva da amostra, onde se apresentam os resultados médios e o desvio padrão, utilizando o *MNRI* em relação ao *RETORNO*.

TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DA HIPÓTESE (2)

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
RETORNO	1142	0,15606	0,73394	-0,7500	0,00066	7,547009
MNRI	1142	0,38354	2,26779	0	0	20
PLa	1142	10,94544	18,58285	-118,5421	7,6679	145,6529
LLa	1142	-0,16827	7,56695	-114,9844	0,41854	44,06011
TAMANHO	1142	14,98714	1,91009	9,3330	15,08091	20,91494

Fonte: Elaborado pela Autora.

De acordo com os dados apresentados na Tabela 2 e Tabela 3, pode-se sugerir que mesmo após a eliminação dos outliers a 1%, os dados continuam dispersos e os dados apresentam resultados semelhantes nas Tabelas. Os limites mínimos negativos que contemplam as variáveis Retorno, *LLa* e *PLa* podem ser explicados pela apresentação de prejuízo pelas empresas da amostra.

Foi analisado que todas as empresas do grupo de tratamento apresentaram Patrimônio Líquido positivo no período analisado. No que se refere ao Lucro Líquido, destaca-se a Petrobrás que apresentou resultado negativo em todos os períodos da amostra, com exceção do ano de 2013.

A Tabela 4 e 5 apresentam a correlação linear das variáveis em estudo e o sinal esperado ao longo do período estudado.

TABELA 4: CORRELAÇÃO DE PEARSON – HIPÓTESE (1)

	Retorno	RI	Pla	Lla	Tamanho
Retorno	1.000				
RI	-0,0435 0,1414	1.000			
Pla	-0,0959 0,0012*	-0,0001 0,9964	1.000		
Lla	-0,2111 0,0000*	0,0159 0,591	0,3603 0,0000*	1.000	
TAMANHO	-0,1211 0,0000*	0,1909 0,0000*	0,2245 0,0000*	0,1252 0,0000*	1.000

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

Fonte: Elaborado pela autora

Os resultados da Tabela 4 mostram que não há forte correlação, analisando-se de forma univariada, entre a variável que foi incluída no modelo em relação às demais variáveis. Existem evidências de que existe uma correlação negativa em relação as variáveis *Pla* e *Lla* explicando o retorno da ação, com grau de confiança de 99%, comprovando mais uma vez a eficácia do modelo de Ohlson (1995) em utilizar variáveis contábeis para a avaliação de empresas.

TABELA 5: CORRELAÇÃO DE PEARSON – HIPÓTESE (2)

	Retorno	RI	MNRI	Lla	Tamanho
Retorno	1.000				
MNRI	-0,0430 0,1463	1.000			
Pla	-0,0959 0,0012*	0,0019 0,9500	1.000		
Lla	-0,2111 0,0000*	0,0177 0,5511	0,3603 0,0000*	1.000	
TAMANHO	-0,1211 0,0000*	0,1804 0,0000*	0,2245 0,0000*	0,1252 0,0000*	1.000

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

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados da Tabela 5 mostram que não há forte relação entre a variável

MNRI e as demais variáveis da amostra, com exceção da variável de controle *LLa* e TAMANHO. Conforme evidenciado na Tabela 4 as variáveis *PLa* e *LLa* podem explicar o retorno da ação.

4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO

A seguir são apresentados os resultados por meio da regressão de dados em painel de efeito fixo, analisando-se o efeito da utilização do Relato Integrado como informação contábil relevante para o mercado acionário brasileiro, a partir da análise de empresas listadas na B3.

Na Tabela 6, utilizando os dados da amostra deste estudo, foi apresentada a análise de regressão utilizando as variáveis do Modelo de Ohlson.

TABELA 6: REGRESSÃO – MODELO DE OHLSON

RETORNO	Coef.	P valor
PLa	-0,0005929	0,723 -0,35
LLa	-0,0197033	0,026** -2,23
TAMANHO	-0,0368052	0,002 -3,15
$R^2 = 0,69277$		

Fonte: Elaborado pela autora

Na Tabela 7 é apresentada a análise de regressão para o teste da primeira hipótese (H1):

TABELA 7: REGRESSÃO HIPÓTESE (1)

RETORNO	Coeficiente	P Valor
RI	-0,1012212	0,044** -2,02
PLa	0,0001921	0,908 0,12
Lla	-0,0206265	0,019** -2,35
TAMANHO	-0,0328799	0,006* -2,73
$R^2 0,69296$		

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

Fonte: Elaborado pela autora

Na Tabela 7, o coeficiente de determinação da regressão (R^2) é de 0,69296 demonstrando que 69,30% do retorno da ação pode ser explicada pelas variáveis que compoem a Equação 2. Foram testadas neste modelo as variáveis de controle *PLa*, *LLa* e *TAMANHO* para tornar o modelo mais robusto. Os resultados mostram que o *LLa* é significativo e negativo, a um nível de significância de 5%, ou seja, um grau de confiança de 95% em relação ao retorno de ações. Esses resultados reforçam o estudo de Ohlson (1995) quando utiliza as variáveis *PLa*, *LLa* para explicar alterações no mercado de capitais.

O resultado da principal variável de interesse (RI), mostra que há relação entre empresas que apresentam RI e RETORNO. Essa relação apresenta-se de forma negativa a um grau de significancia de 95%, ou seja, a informação disponibilizada constatou-se confiável, ao menos em algum nível ou grau (Barth, Beaver e Landsman, 2001), sendo capaz de modificar a percepção do usuário em relação a determinada empresa ou grupo de empresas e impactando na decisão dos investidores conforme (Ball, Brow, 1968; Fama, 1970).

Os resultados da pesquisa coincidem com o estudo de Zhou, Simnett e Green (2017) quando afirmam que a variável *RI* é importante para o mercado de capitais e por isso pode explicar o retorno da ação. O coeficiente negativo apresentado na regressão pode sugerir a falta do conhecimento de conceitos acerca do Relato Integrado pelos analistas tradicionais conforme os estudos de Abhayawansa, Elijido-Ten e Dumay (2018). Além disso algumas empresas da amostra tiveram problemas de crise econômica durante o período estudado, como exemplo a Petrobrás, o que pode ter afetado negativamente esses resultados.

Diante disso, há indícios de que o RI ainda não pode ser considerado como mecanismo de contabilidade superior Maniora (2017), necessitando de muito aperfeiçoamento para sua implantação. Sem dúvidas, não podemos descartar que outros fatores afetaram a amostra, como a crise política, econômica e financeira vivenciada pelo Brasil no período estudado.

Nesse contexto sugere-se que as empresas que utilizam o *framework* RI, forneçam pareceres de auditoria o que poderia contribuir para uma maior aceitação e utilização das informações contempladas em seus relatórios integrados pelos analistas de mercado. Liu, Jubb e Abhayawansa (2018) apontam para a necessidade de garantias externas que expliquem até que ponto os relatos integrados estão em conformidade com a propostas de RI.

As empresas brasileiras participantes do Programa Piloto IIRC evidenciam práticas de auditoria em seus relatos integrados com a finalidade de expressar garantia de informações. No entanto, nossos resultados seguem a linha do que a literatura traz quando aponta que empresas que prestam este tipo de auditoria são as mesmas empresas que efetuam auditoria financeira, tornando a opinião limitada (Rodrigues, Morais e Ribeiro, 2017), reforçando uma demanda na melhoria de implantação e asseguuração do RI.

Assim como a existência de relatórios financeiros em conformidade com as normas contábeis tem sua relevância no processo decisório (Eccles e Spiesshofer, 2015), talvez seja o momento de pensar em obrigatoriedade do Relato Integrado, baseado em (Lima et al., 2011) quando afirma que a própria adoção das normas internacionais de contabilidade reflete uma sociedade que busca por relatórios corporativos que possam satisfazer a realidade e necessidades de seus usuários.

Na Tabela 8 é apresentada a análise de regressão para o teste da segunda hipótese:

TABELA 8: REGRESSÃO HIPÓTESE (2)

RETORNO	Coeficiente	P Valor
MNRI	-0,0056321	0,163 -1,40
Pla	0,0002058	0,902 0,12
Lla	-0,0206260	0,019** -2,35
TAMANHO	-0,0334583	0,005* -2,79
R² 0,69296		

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

Fonte: Elaborado pela autora

Para análise da Hipótese 2, a principal variável de interesse, Modelo de Negócio - MNRI, apresenta um coeficiente negativo e não mostra-se estatisticamente significativa em relação ao Retorno ou variável explicada, e portanto, pouco contribui para explicar o retorno de ações no mercado brasileiro.

Os resultados estão na mesma linha de Alves et al. (2016) quando apontam que o processo de implantação do RI, está sendo ajustado a cada ano, na busca de aperfeiçoar a forma de relatar informações corporativas, inclusive acerca do modelo de negócios. E a melhor forma de divulgar a informação, implica em conseguir estabelecer relação de transparência entre as partes, e consequentemente auxilia nas transações no mercado acionário (Rover e Murcia, 2010).

Talvez em um cenário de obrigatoriedade, as empresas divulgariam melhor as informações sobre seu modelo de negócios, atraindo e impactando positivamente a decisão dos investidores (Sukhari e Villiers, 2018).

Capítulo 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A informação contábil tem valor relevante quando evidencia mudanças no mercado de capitais (Machado, Macedo e Machado, 2015). Desde 2013, quando oficialmente foi elaborado o *framework* do Relato Integrado, empresas de todo o mundo aderiram de forma voluntária ao Programa Piloto IIRC.

A finalidade do IIRC é produzir relatórios corporativos alinhados a esta estrutura e por meio do pensamento integrado, explicar como elementos de conteúdo atuando de forma conexa afetam a capacidade de uma organização criar e sustentar o valor da empresa no curto, médio e longo prazo. Nesse contexto, a pesquisa buscou verificar a importância do Relato Integrado por meio do exame da relação entre o Relato Integrado e o retorno de ações, e relação entre Modelo de Negócios e retorno de ações, em empresas listadas na B3.

Foi analisada a relevância do RI para o mercado acionário brasileiro, utilizando-se como fundamentação o Modelo de Ohlson (1995), incluindo-se a variável Relato Integrado e Modelo de Negócios, estimando-se por análise de regressão.

Os resultados mostram a existência de relação negativa e significativa entre Relato Integrado e o retorno de ações. Isso demonstra que há indícios de que o relato traz informações para a tomada de decisões pelos acionistas e investidores. Uma possível falta de conhecimento dos conceitos básicos acerca do assunto, pode levar a pouca utilização do RI como métrica para avaliação de empresa.

Em conformidade com a pesquisa desenvolvida por Liu, Jubb e Abhayawansa (2018) nossos resultados apontam que as empresas brasileiras, que fizeram a adoção

voluntária do *framework* RI, ainda necessitam conhecer mais acerca da sua estrutura para implantá-la de forma plena. Além disso, a implantação do *framework* do RI implica em mudança no processo de geração das informações corporativas, mudança de cultura. Sua pouca utilização pelos analistas de mercado pode estar relacionada à cultura do mercado acionário (Slack e Tsalavoutas, 2018; Zinsou, 2018).

Isso não muda a perspectiva de uma maior adesão do RI pelas empresas brasileiras em um futuro próximo. A Lei 13.303/2016 em seu art 8º trata da obrigatoriedade de apresentação do relatório integrado por empresas públicas e de economia mista, ou seja, isso comprova a demanda por relatórios mais transparentes e com informações mais conectadas. Temos como exemplo, o CFC -Conselho Federal de Contabilidade que este ano (2019) já discute sobre a regulamentação e assegurarão do Relato Integrado. Nesse sentido, estamos caminhando para uma possível obrigatoriedade do RI pelas demais empresas brasileiras.

O Relato Integrado, apesar de ter suas diretrizes instituídas em 2013, ainda é considerado um tema novo. Uma das limitações desse estudo é o número pequeno de empresas brasileiras participantes do programa piloto IIRC inseridas na amostra em relação ao total de empresas estudadas, o que pode ter afetado o resultado, mas essa é a realidade do cenário nacional brasileiro; o uso de relatórios integrados como *proxy* para mensurar a relevância do Modelo de Negócios no RI, pela dificuldade em qualificar o processo de relato; e a amostra pode ter sido afetada pela crise econômica do Brasil que iniciou em 2014, perdurando por mais dois anos consecutivos, e causando uma forte recessão econômica, e ainda agravada pela crise política, o que deixou a conjuntura nacional bastante instável.

Recomenda-se que em pesquisas futuras seja verificado se o erro de previsão dos analistas sobre os ativos do Mercado Brasileiro, ou se o Custo de Capital das

empresas reduz quando utilizado as informações contidas no Relatório Integrado, conforme foi apresentado no estudo de Zhou, Simnett e Green, (2017).

REFERÊNCIAS

- Abreu, A.C.S., Zaro, E. S., Luiz, G., Nellen, H.M., & Vicente, E. F. R. (2016). Governança Corporativa na Estrutura Conceitual do Relato Integrado: Divulgação das Empresas Brasileiras Participantes do Projeto Piloto. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 6(2), 31-49.
- Abhayawansa, S., Eljido-Ten, E., & Dumay, J. (2018). A practice theoretical analysis of the irrelevance of integrated reporting to mainstream sell-side analysts. *Accounting and Finance*. Doi.org/10.1111/acfi.12367
- Alves, N. J.F., Kassai, J.R., Lucas, E.C., & Fereira, H. M. G. (2017). Relato Integrado e o Formato Da Informação Financeira Para Evidenciar A Criação De Valor Das Empresas Do Programa Piloto. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(3), 99-122. ISSN 2318-1001.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 6(2), 159-178.
- Bardin, L. (2010). *Análise de Conteúdo*. Edição revista e atualizada. Edições 70.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77–104.
- Barth, M.E., Cahan, S. F., Chen, L., & Venter, E. R. (2017); The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects. *Accounting, Organizations and Society*, 62, 43-64. Doi.org/10.1016/j.aos.2017.08.005
- Beyer, A. et al. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of accounting and economics*, 50(2), 296-343.
- Brasil. (2016). Lei 13.303, 30 jun . *Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios*. Recuperado em 15 março, 2019, de www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2015-2018/2016/Lei/L13303.htm.
- Chen, Y., Hung, M., & Wang, Y. (2018). The effect of mandatory CRS disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), 169-190. Doi.org/10.1016/j.jaccecp.2017.11.00
- Daliwal, D.S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), 723-759.

- Eccles, R. G., & Saltzman, D. (2011). Achieving Sustainability Through Integrated Reporting. *Stanford Social Innovation Review*, Summer, 55-61.
- Eccles, R. G., & Spiesshofer, B. (2015). *Integrated Reporting for a Re-Imagined Capitalism* [Working Paper. Nº 16-032]. *Harvard Business School*.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fernandes, S. M. (2012). A influência do disclosure ambiental na estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 7(2), 41-54.
- Ferreira-Quilice, T., & Caldana, A. C. F. (2015). Aspectos negativos no modelo de reporte proposto pela GRI: a opinião das organizações que reportam. *Revista de Administração*, 50(4), 405-415.
- Global Reporting Initiative. (2015) G4 Diretrizes para o relatório de sustentabilidade. Princípios para o relatório e conteúdo padrão. Amsterdam. Recuperado em 15 março, 2019, de <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Brazilian-Portuguese-G4-Part-Two.pdf>.
- Iannou, I., & Serafeim, G. (2017). *The consequences of mandatory corporate sustainability reporting: evidence from four countries*. [Research Working Paper, 11-100]. *Havard Business School*.
- International Integrated Reporting Council. (2013). *The international framework*, 2013c. Recuperado em 06 fevereiro, 2018, de <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>.
- International Integrated Reporting Council. (2014) *Integrated Reporting in Brazil*. Recuperado em 09 fevereiro, 2018, de <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Portuguese-final-1.pdf>.
- Jensen, M.C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305-360.
- Kassai, J.R., & Carvalho, N. (2014). Relato integrado: a nova revolução contábil. *Revista FIECAFI*, 1, 21-34. Recuperado em 09 fevereiro, 2018, de https://issuu.com/revistafiecafi/docs/revista_vol_1_corrigido.2014.
- Lima, I.G., Peters, M. R. S., Medglorini, E., & Riccio, E. L. (2011). Evidenciação contábil: um estudo acerca da conformidade da evidenciação nas empresas de transporte aéreo. *Revista eletrônica Unisepe. Gestão em foco*, 4.

- Liu, Z., Jubb, C., & Abhayawansa, S. (2018). Analysing and evaluating integrated reporting: Insights from applying a normative benchmark. *Journal of Intellectual Capital*. Doi.org/10.1108/JIC-02-2018-0031
- Lopes, A. B., Sant'anna, D. P. de, & Costa, F. M. da. (2007) A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. *Revista de Administração-RAUSP*, 42(4).
- Lozano, R. & Huisinigh, D. (2011). Inter-linking issues and dimensions in sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*, 9, 99-107. Elsevier Ltd.
- Macedo, M. Á. da S., Machado, M. R., Murcia, F.D., & Machado, M. A. V. (2012). Análise da relevância do EBITDA versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 99-130.
- Machado, M. A. V., Macedo, Á. da S., & Machado, M. R. (2015). Análise da relevância do conteúdo informacional da DVA no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 26(67), 57-69.
- Machado, M. A. L., Macedo, M. Á. da S., Machado, M. R., & Siqueira, J. R. M. de. (2012). Análise da Relação Entre Investimentos Socioambientais e a Inclusão de Empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA. *Revista de Ciências da Administração*, 14(32), 141-156.
- Maniora, J. (2017). Is Integrated Reporting Really the Superior Mechanism for the Integration of Ethics into the Core Business Model? An Empirical Analysis *Journal of Business Ethics*, 140, 755-786. Doi.org/10.1007/s10551-015-2874-z
- Myers, J. N. (1999). Implementing residual income valuation with linear information dynamics. *The Accounting Review*, 74(1), 1-28.
- Mor Monte, D. S. (2014). *The Role of accounting fundamentals and other information on stock prices and analyst forecast errors*. (Tese de Doutorado). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitoria, ES, Brasil.
- Nossa, V. (2002). *Disclosure Ambiental: Uma Análise do Conteúdo dos Relatórios Ambientais de Empresas do Setor de Papel e Celulose em Nível Internacional*. (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, SP, Brasil.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, 661-687.
- Rodrigues, M. A. B., Morais, A. I., & Ribeiro, C. (2017). Relatórios de garantia de fiabilidade no Relato Integrado. *Anais da 12ª Conferência Ibérica De Sistemas E Tecnologias De Informação*, 1, 319-324. Lisboa, Portugal.

- Rover, S., & Murcia, F. D. (2010) Influência do disclosure voluntário econômico e socioambiental no custo de capital próprio de empresas brasileiras. *Anais ANPCONT*, IV, Natal, RN, Brasil.
- Serafeim, G. (2015). Integrated Reporting and Investor Clientele. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(2). Recuperado em 09 fevereiro, 2018, de SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2378899> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2378899>.
- Slack, R., & Tsalavoutas, I. (2018). Integrated reporting decision usefulness: Mainstream equity market views. *Accounting Forum*, 42, 184-198. Doi.org/10.1016/j.accfor.2018.01.005
- Sukhari, A., & De Villiers, C. (2018). The Influence of Integrated Reporting on Business Model and Strategy Disclosures. *Australian Accounting Review*. Doi.org/10.1111/auar.12264
- Tweedie, D., Nielsen, C., & Martinov-Bennie, N. (2017). The Business Model in Integrated Reporting: Evaluating Concept and Application. *Australian Accounting Review*. 2017.
- Zinsou, K. M. C. (2018). Integrated or non-integrated reports: French listed companies at a crossroads? *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 9(3), 253-288. Doi.org/10.1108/SAMPJ-09-2017-0114.
- Zhang, X. F. (2006). Information Uncertainty and Stock Returns. *Journal of Finance*, 61(1), 105-136.
- Zhou, S., Simnett, R., & Green, W. (2017). Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market? *ABACUS*, 53(1).

APÊNDICE A - CARACTERÍSTICAS DOS RELATÓRIOS CORPORATIVOS

Empresa	Ano	Número de páginas
AES Brasil	2013	55
	2014	40
	2015	39
	2016	32
	2017	56
BNDES	2013	86
	2014	54
	2015	64
	2016	68
	2017	80
BRF S.A.	2013	111
	2014	117
	2015	79
	2016	204
	2017	-
CCR S.A.	2013	42
	2014	24
	2015	34
	2016	104
	2017	43
CPFL	2013	148
	2014	138
	2015	122
	2016	120
	2017	133
Fibria	2013	86
	2014	152
	2015	100
	2016	62
	2017	84

Empresa	Ano	Número de páginas
Itau	2013	55
	2014	37
	2015	73
	2016	75
	2017	69
Unibanco	2013	32
	2014	36
	2015	44
	2016	152
	2017	121
Natura	2013	73
	2014	81
	2015	82
	2016	112
	2017	135
Petrobras	2013	240
	2014	102
	2015	230
	2016	254
	2017	118
Votorantim	2013	240
	2014	102
	2015	230
	2016	254
	2017	118