UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

RELATO INTEGRADO E ACURÁCIA DAS PREVISÕES DOS ANALISTAS DE
MERCADO: UMA ANÁLISE SOB A PERSPECTIVA DA TEORIA DA
SINALIZAÇÃO

Renan Del' Omo

Orientador: Prof. Dr. Eliseu Martins

RIBEIRÃO PRETO

2017

Prof. Dr. Marco Antônio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Dante Pinheiro Martinelli
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Fabiano Guasti Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade

Prof^a. Dra. Máisa de Souza Ribeiro
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

RENAN DEL' OMO

**RELATO INTEGRADO E ACURÁCIA DAS PREVISÕES DOS ANALISTAS DE
MERCADO: UMA ANÁLISE SOB A PERSPECTIVA DA TEORIA DA
SINALIZAÇÃO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Eliseu Martins

RIBEIRÃO PRETO

2017

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Del' Omo, Renan

Relato Integrado e acurácia das previsões dos analistas de mercado: uma análise sob a perspectiva da Teoria da Sinalização. Ribeirão Preto, 2017.

69f. : il.

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de concentração: Contabilidade financeira e finanças.

Orientador: Martins, Eliseu.

1. Relato Integrado. 2. Acurácia. 3. Analista de mercado.

Finalmente, irmãos, fortalecei-vos no Senhor, pelo seu soberano poder. Revesti-vos da armadura de Deus, para que possais resistir às ciladas do demônio. Pois não é contra homens de carne e sangue que temos que lutar, mas contra os principados e potestades, contra os príncipes deste mundo tenebroso, contra as forças espirituais do mal (espalhadas) nos ares. Tomai, portanto, a armadura de Deus, para que possais resistir nos dias maus e manter-vos inabaláveis no cumprimento do vosso dever. Ficai alerta, à cintura cingidos com a verdade, o corpo vestido com a couraça da justiça, e os pés calçados de prontidão para anunciar o Evangelho da paz. Sobretudo, abraçai o escudo da fé, com que possais apagar todos os dardos inflamados do Maligno. Tomai enfim o capacete da salvação e a espada do Espírito, isto é a palavra de Deus.

(Efésios 5.6:10-17)

Agradecimentos

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Eliseu Martins que me auxiliou de forma intensa na realização de todo o Mestrado, disponibilizando todo o seu conhecimento para a execução e elaboração de forma plena deste trabalho. Do mesmo modo, à Prof^a. Dra. Maísa de Souza Ribeiro por toda a sua contribuição durante a minha vida acadêmica e neste trabalho. Também ao Prof. Dr. Marcelo Botelho da Costa Moraes e às Professoras Doutoras: Flavia Zóboli Dalmácio, Suliani Rover e Marcia Martins Mendes de Luca, que foram de extrema importância no direcionamento e conclusão desta pesquisa.

Em especial, também menciono os Professores Doutores: Davi Rogério de Moura Costa, que me clareou-me muitas dúvidas; ao Amaury José Rezende e ao Sílvia Hiroshi Nakao, que aumentaram o meu fascínio pela contabilidade por meio das disciplinas de Teoria da Contabilidade e Contabilidade Financeira. Além destes professores que fazem parte do programa, não poderia deixar de citar a professora Mariana S. F. Amaral Fregonesi, que sempre esteve presente em minha trajetória acadêmica, desde a graduação, e nunca deixou de me estender-me sua mão nos momentos em que necessitei.

Também agradeço a relevante colaboração dos colegas da Universidade Regional de Blumenau (FURB), em especial ao Prof. Dr. Tarcisio Pedro da Silva, pela permissão do acesso à base de dados para viabilizar a pesquisa. Aos amigos do Mestrado minha eterna gratidão por toda a trajetória e pelos momentos compartilhados: Alexandre, Clarice, Gabriel, Laís, Rafaella, Raíssa, Aviner e Thiago.

Não posso deixar de agradecer também às pessoas que sempre me encorajaram, estiveram ao meu lado em todos os momentos e me ensinaram os princípios básicos mas não menos importantes do que todo conhecimento adquirido ao longo da vida acadêmica: meus pais, Valdeci Del' Omo e Elenice dos Reis Ferreira Del' Omo, minha irmã Raiane Del' Omo, minha namorada Julianna e meus avós João e Maria e Vilma e Luís.

Também devo agradecer, pelos mesmos motivos, a minha madrinha Sônia, ao meu padrinho Silvio e a minhas irmãs de coração Marcela e Graziela.

Conforme o próprio Deus, “os últimos serão os primeiros”. Deixei-o por último, mas é a Ele meu maior agradecimento por chegar até aqui e ter todas as pessoas citadas anteriormente ao meu lado. Obrigado, Deus!

RESUMO

DEL' OMO, R. **Relato Integrado e a acurácia das previsões dos analistas de mercado:** uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização. 2017. 69f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.

Um grande desafio das companhias hoje é como comunicar, em um formato conciso, informações valiosas de investimentos a todos os seus potenciais usuários, por meio de canais de comunicação ou plataformas. Isso porque, nos últimos anos, os relatórios corporativos têm sofrido constantes mudanças. Ademais, questiona-se se o Relato Integrado apresenta condições de atender a essa demanda. Ainda, trata-se de uma ideia recente, com vistas a melhorar a qualidade das informações divulgadas pelas empresas e trazer ao mercado uma visão de longo prazo quanto à sustentabilidade das empresas. Assim, neste trabalho, propôs-se a analisar, à luz da teoria da Sinalização, o impacto da divulgação do Relato Integrado na acurácia dos analistas de mercado, os quais são os principais responsáveis por munir os investidores com informações relevantes à sua tomada de decisão. Para tal, utilizou-se uma amostra de 80 empresas: 40 que divulgam o Relato Integrado e 40 semelhantes em tamanho, setor de atuação e país, mas que não publicam referido relato. O período analisado compreendeu três anos antes da adoção (2008, 2009 e 2010) e três anos depois (2012, 2013 e 2014). Para obter os dados, utilizou-se a base de dados da Thomson ONE Analytics®. O teste se baseou no modelo de efeitos fixos com *dummies* temporais, que se mostrou mais adequado, conforme proposta e disposição dos dados. Pelos resultados obtidos com o teste, identificou-se que o Relato Integrado tem impacto estatisticamente significativo na acurácia consensual do analista de mercado, mas de forma negativa. Embora isso ateste os resultados de estudos anteriores referentes a informações de cunho não financeiro - de que o analista de mercado não está interessado em tais informações - ao observar as *dummies* temporais, os resultados apontam uma melhora do aprendizado do analista de mercado, pelo aumento de sua acurácia, após a divulgação. Ao demonstrar significância estatística, após a adoção do relato, as *dummies* temporais revelam que, na amostra geral, houve melhora na previsibilidade do analista de mercado, apesar de ser maior nas empresas que não o divulgam. Desse modo, os resultados contribuem para aferir a relevância da divulgação do Relato Integrado. Ademais, demonstrar que, apesar das pesquisas anteriores concluírem que, isoladamente, a informação de cunho não financeiro pode não ser relevante ao analista de mercado. Isso porque, ao utilizar o pensamento integrado, pela divulgação do Relato Integrado, essa demonstrou relevância na curva de aprendizado, por meio da melhora da acurácia consensual do analista de mercado ao longo do tempo.

Palavras-Chave: Relato Integrado. Acurácia. Analista de mercado.

ABSTRACT

DEL' OMO, R. Integrated Report and the accuracy of market analysts' forecasts: an analysis from the perspective of Signaling Theory. 2017. 69f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.

Nowadays, companies face the challenge to communicate valuable investment information to all their potential users, in a concise way, through communication channels or platforms. Moreover, there are doubts whether the Integrated Reporting had conditions to fulfill this demand or not. In addition, this is a recent idea, aiming to enhance the quality of information disclosed by companies, and bring their sustainability to the market in the long term. Therefore, in this work, we proposed to analyse the impact of the Integrated Reporting disclosure on the market analysts' accuracy, responsible for providing the investors with crucial information for their decision taking, under the Signaling theory. For this, we used a sample of 80 companies: 40 that disclosure the Integrated Reporting, and 40 similar in size, acting department and country, but that do not disclosure such document. The studied period involved three years before the adoption (2008, 2009 and 2010), and three years after it (2012, 2013 and 2014). To obtain data, we used the Thomson ONE Analytics® database. The test was based on the fixed effects model with temporal dummies, the most adequate one according to data proposal and disposition. In accordance with the test results, we identified that the Integrated Reporting has a statistically significant impact on the consensual accuracy of the market analyst, but in a negative way. Although this certifies previous studies results concerning non-financial information – that is, the Market analyst is not interested in such information – when observing the temporal dummies, the results showed an enhancement in this analyst's learning. Through the increase in his accuracy after disclosure. When demonstrating statistical significance after the adoption, the temporal dummies revealed that in the general sample there has been an improvement in the market analyst predictability, although higher than in companies that do not disclosure the document. Thus, the results contribute to attesting the relevance of the disclosure of the Integrated Reporting. Furthermore, demonstrates that, despite previous studies showing that in isolation, non-financial information may not be relevant to the market analyst. This happens because using integrated thinking through the disclosure of the Integrated Reporting has demonstrated relevance in the learning curve, by improving the consensus of the market analyst over time.

Keywords: Integrated Reporting. Accuracy. Market analysts.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Relevância dada pelos analistas participantes do Italian Association of Financial Analysts (AIAF).....	30
Tabela 2. Composição da amostra	52
Tabela 3. Teste Fator de Inflacionamento da Variância (VIF)	52
Tabela 4. Pressupostos da Regressão.....	53
Tabela 5. Testes para escolha do modelo de Dados em Paineis	54
Tabela 6. Modelo de Regressão de Efeitos Fixos com dummies temporais.....	55

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Integração de “Capitais”, na criação de valor	28
Figura 2. Ilustração da atuação do analista de mercado na diminuição da assimetria informacional	33
Figura 3. Feedback informacional no mercado de capitais.....	35
Figura 4. Governança Corporativa dentro do Relato Integrado e do GRI	47

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Amostra utilizada para analisar o impacto do Relato Integrado na acurácia do analista de mercado	50
Quadro 2. Resumo dos resultados	56

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AIAF	<i>Italian Association of Financial Analysts</i>
CEO	<i>Chief Executive Officers</i> (Diretor executivo)
CIIA	<i>Certified International Investment Analyst</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IIRC	<i>International Integrated Reporting Council</i>
King I	<i>South Africa's first King Code of Corporate Governance Principles</i>
King II	<i>South Africa's second King Code of Corporate Governance Principles</i>
King III	<i>South Africa's third King Code of Corporate Governance Principles</i>
KPMG	Klynveld, Peat, Marwick, Goerdeler
MQO	Mínimos quadrados ordinários
ONU	Organização das Nações Unidas
UNEP	<i>United Nations Environment Programme</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	15
1.1. Questão de pesquisa	17
1.2. Objetivo	17
1.3. Hipótese	17
1.4. Justificativa e contribuição	18
1.5. Estrutura do Trabalho	19
2. REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1. Relato Integrado	21
2.2. Analista e sua acurácia	30
2.3. A teoria da sinalização	36
3. METODOLOGIA DE PESQUISA	41
3.1. Estratégias de pesquisa e descrição da amostra	41
3.2. Definição das variáveis	44
3.2.1. Variável dependente	44
3.2.2. Variável independente	44
3.2.3. Variáveis de controle da acurácia da previsão consensual dos analistas	45
3.2.4. Base de dados	47
3.2.5. Modelo Utilizado	48
4. RESULTADOS	52
5. ANÁLISE DOS RESULTADOS	57
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	60
REFERÊNCIAS	62

1. INTRODUÇÃO

O International Integrated Reporting Council (Conselho Internacional para Relato Integrado, ou IIRC, na sigla em inglês), por meio do Relato Integrado, tem como missão criar um modelo globalmente aceito, que exponha informações materiais das empresas sobre a estratégia, a governança, o desempenho e suas perspectivas. Para isso, utiliza um formato que seja claro, conciso e comparável, o que auxilia o trabalho dos analistas (BECK; DUMAY; FROST, 2015). O *Framework* do Relato Integrado foi finalizado em 2014; portanto, é uma ideia recente. Nesse contexto, uma de suas finalidades é melhorar a qualidade das informações divulgadas pelas empresas. Ademais, trazer ao mercado uma visão de longo prazo quanto à sua sustentabilidade.

Conforme Ioannou (2013)¹, o Relato Integrado deve ser parte da estratégia e do DNA de uma companhia. Assim, divulgá-lo seria a forma não só de ir além dos relatórios existentes - sustentabilidade e financeiro – mas, também, de explicar como as informações contidas nos relatórios se relacionam, de modo a capacitar a companhia para demonstrar seus impactos futuros. Nesse sentido, seria possível munir os analistas com informações para auferir previsões referentes às empresas.

De acordo com Massie (2010), nos últimos 100 anos, os relatórios corporativos têm sofrido constantes mudanças. Além disso, têm havido vários questionamentos quanto a apresentarem estimativas precisas dos desempenhos presente e futuro das companhias. Atualmente, um grande desafio das empresas é como comunicar, em um formato conciso, informações valiosas de investimentos a todos os seus potenciais usuários, por meio de canais de comunicação ou plataformas, sem grandes custos à companhia (RENSBURG; BOTHA, 2014). Nesse cenário, o Relato Integrado apresenta condições para atender a essa demanda, pois seu principal objetivo é “[...] explicar aos provedores de capital financeiro como uma organização gera valor ao longo do tempo, [...] beneficiando todas as partes que estejam interessadas na capacidade que uma organização tem de gerar valor ao longo do tempo” (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2016, p. 1).

¹ Matéria de Lajoux e Martel, publicada em 14 de março de 2013 no site <<http://www.directorship.com/sustainability-rising/>>

Para divulgar o maior número possível de informações aos seus usuários, as companhias incorrem em custos de elaboração e divulgação. Spence (1973), autor da Teoria da Sinalização, afirma que a divulgação das informações é importante para distinguir uma empresa das outras, além de criar valor agregado à imagem social e ambiental atualmente exigida das organizações. Nesse contexto, o Relato Integrado, embora de natureza não obrigatória, mesmo incorrendo em custos adicionais, tem oportunizado maior transparência ao relatório financeiro e ao comportamento das empresas. Segundo Wulf, Niemöller e Rentzsch (2014), essa é uma preocupação crescente, originada e agravada por crises financeiras, escândalos contábeis e remuneratórios, ocorridos ao longo dos últimos anos, que exigiram uma postura de transparência dos negócios.

Conforme Rosalie e Sue (1999), o crescimento do interesse público sobre as questões de sustentabilidade, ou seja, não financeiras, é resultado do crescente impacto humano no planeta e no seu sistema natural. Por exemplo, o aquecimento global, originado das recentes e passadas emissões de dióxido de carbono e outros gases poluentes, que trouxeram profundos impactos sociais, econômicos e ambientais. Como relata Kolk (2008), o movimento em busca de maior transparência começou com os intangíveis ganhando cada vez mais força. Nesse ínterim, as informações complementares, publicadas em relatórios voluntários, aumentavam e, mais tarde, esse escopo foi ampliado, para incluir as questões de cunho ambiental e social.

As informações fornecidas pelo Relato Integrado servem de base e orientação para os analistas de mercado e a tomada de decisão dos investidores. Como ressaltam Martinez (2004) e Dalmácio (2009), os analistas formulam suas opiniões por meio das informações divulgadas pelas companhias. Segundo Yu (2005), algo que tenha a capacidade de organizar as informações, de modo a aperfeiçoá-las para a tomada de decisão e disseminá-las aos investidores, dá oportunidade para os analistas minimizarem a assimetria informacional da relação entre o investidor e a informação gerada pela empresa. Isso pode ser efetuado pelo Relato Integrado. Essa capacidade direcionadora dos dados faz com que as análises sejam fundamentais na tomada de decisão dos investidores, e que esses passem a depositar suas expectativas na acurácia dessas análises (CHIANG; CHIA, 2005; ROSS, 1977; LELAND; PYPE, 1977; BHATTACHARYA, 1979; AMBARISH; JOHN; WILLIAMS 1987; RAVID; SARIG, 1991).

1.1. Questão de pesquisa

Para efetuarem suas análises, os analistas de mercado dependem, principalmente, da divulgação das companhias. Conforme Lang e Lundholm (1993), em consequência dessa dependência, as empresas que divulgam maior volume de informações atraem maior atenção dos analistas, em relação às que divulgam menor volume. Se a publicação do Relato Integrado tiver impacto direto na acurácia dos analistas, minimizando a assimetria informacional, confirma-se a teoria da sinalização. No entanto, embora a intenção desse relatório seja melhorar a qualidade das informações divulgadas, ainda não há indícios empíricos de seus benefícios referentes à percepção de mercado, pelo prisma do investidor. Nesse contexto, com esta pesquisa, espera-se identificar a relação da publicação do Relato Integrado com a acurácia dos analistas de mercado. Ainda, atestar que as empresas, visando a induzir novos investidores, sinalizam para o mercado, pela divulgação do Relato Integrado, sua capacidade de proporcionar retornos. Por fim, demonstrar aos analistas sua capacidade de continuidade e sustentabilidade a longo prazo. Para tal, objetiva-se a responder à seguinte questão:

Qual a relação entre a divulgação do Relato Integrado e a acurácia das previsões dos analistas de mercado?

1.2. Objetivo

O objetivo deste trabalho foi averiguar o impacto da divulgação do Relato Integrado na acurácia consensual dos analistas de mercado, considerando-se tal fato como sinal. Adicionalmente, avaliar se houve alteração nessa acurácia, após adotar essa divulgação, ao comparar o período anterior a essa adoção com o posterior.

1.3. Hipótese

Segundo o *International Integrated Reporting Council - IIRC* (2015), existem 268 empresas espalhadas pelo mundo que adotam o referido relatório. É possível que existam companhias que o adotem, mas que não declarem sua aplicação. Com base na premissa da Teoria da Sinalização - de que as companhias buscarão se destacar em relação às demais, por meio de um sinal que as diferencie (SPENCE, 1973), apresenta-se a hipótese de pesquisa:

- *A divulgação do Relato Integrado é positivamente relacionada com a acurácia das previsões do consenso dos analistas de mercado, que atuam onde estão localizadas as empresas analisadas.*

Essa hipótese tem base na Teoria da Sinalização. Ademais, nas evidências de Dalmácio (2009), Bhat, Hope e Kang (2006) e Byard, Li e Weintrop. (2006), que, assim como Chiang e Chia (2005), Bernardi e Stark (2015) e Dhaliwal et al. (2012), pressupõem que os analistas de mercado assimilam o sinal emitido pelas empresas (neste caso, a divulgação do Relato Integrado) de maneira positiva, gerando maior acurácia para eles.

Bernardi e Stark (2015) identificaram que a adoção do Relato Integrado pelas companhias da África do Sul impactou, de forma significativa, a acurácia do analista de mercado. O estudo se estendeu até 2012, embora o Relato Integrado tenha começado em 2011. Esse país apresenta o maior número de companhias que divulgam o relatório. Conforme Dumay et al. (2016), isso ocorre porque ele deriva do *King Report on Governance for South África – 2009*, o qual é mandatório nesse país e se assemelha aos conceitos do Relato Integrado.

1.4. Justificativa e contribuição

Esta pesquisa se justifica pela emergente expectativa de os analistas de mercado utilizarem um conjunto de informações empresariais mais abrangentes e completas, sob o ponto de vista da sustentabilidade. Ainda, pelo interesse em conhecer a importância atribuída aos analistas pelo uso dessa ferramenta.

No meio acadêmico, conforme Dumay et al. (2016) e Slewiski, Camacho e Saches (2015), há um interesse crescente pelo Relato Integrado. Nesse contexto, muitos artigos estão sendo divulgados nas principais conferências contábeis, em âmbito mundial, e sendo publicados também em *journals* altamente ranqueados. Tal interesse se respalda na promoção do Relato Integrado como solução das deficiências do relatório financeiro (DUMAY et al., 2016).

O relatório corporativo que viesse a suprir essa demanda deveria apresentar uma estratégia clara e direcionada dos objetivos da companhia, conforme o entendimento do contexto de mercado e seus participantes. Aí, incluem-se meio ambiente, o âmbito social e governamental,

de forma a apresentar todas as questões de riscos materiais e oportunidades da companhia importantes aos seus usuários-chave.

Para isso, o conceito de Relato Integrado uniu a antiga visão de geração de lucro com a preocupação dos impactos gerados ao meio ambiente e social. A companhia que apresenta o Relato Integrado necessita demonstrar como seu modelo de negócio e os elementos ligados a esse modelo impactam na sua criação de valor, no ambiente em que estiver inserida.

Adicionalmente, Dumay et al. (2016) relatam que não existem estudos que reflitam o impacto do Relato Integrado sobre a acurácia do analista de mercado. Em seu levantamento sobre o relatório nos principais periódicos internacionais, os autores encontraram somente dois estudos que relacionavam o referido relato à contabilidade e governança, e nenhum referente à mensuração de desempenho.

Na análise bibliométrica de Slewinski, Camacho e Sanches (2015), pelas bases indexadoras *Emerald*, *Jstor*, *Science Direct*, *Scopus*, Portal de Periódicos Capes/MEC e Atena, os autores identificaram que nenhum trabalho anterior analisou o Relato Integrado sob o prisma da Teoria da Sinalização. As pesquisas anteriores a esse estudo valeram-se das Teorias dos *Stakeholders*, Institucional e da Legitimidade.

Diante do exposto, este estudo colabora com o preenchimento das lacunas identificadas pelas pesquisas anteriores sobre o tema. Ademais, há a possibilidade de esta investigação demonstrar uma nova variável de impacto na acurácia consensual do analista de mercado.

1.5. Estrutura do Trabalho

Este trabalho foi estruturado em seis capítulos distintos:

- Capítulo 1: apresenta a introdução, os objetivos, a justificativa e a hipótese proposta;
- Capítulo 2 aponta o referencial teórico, com a origem, estrutura e relevância do Relato Integrado. Ainda, aborda a acurácia do analista de mercado e como o Relato Integrado pode impactá-la. Contextualiza também como a Teoria da Sinalização explica a adoção do Relato Integrado. Por fim, mostra a instrumentalização da acurácia do analista de mercado, para atestar que o Relato Integrado é uma forma de sinalização;

- Capítulo 3: apresenta a metodologia de pesquisa, explicitando a amostra utilizada para testar a hipótese, o método adotado para esse teste e os fatores que levaram à utilização de tal método;
- Capítulo 4: apresenta os resultados obtidos;
- Capítulo 5: analisa os resultados obtidos por meio dos testes efetuados e da literatura existente.
- Capítulo 6: aborda as contribuições e inquietações geradas neste trabalho.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este tópico foi estruturado para explicar, primeiramente, como surgiu o Relato Integrado, qual sua finalidade, como é estruturado e o modo como essa estrutura pretende ser atestada como sinal. Na sequência, assinala-se a importância do analista de mercado e sua acurácia, e como, por meio dessa, é possível atestar a hipótese proposta neste trabalho. E, por fim, aborda-se a Teoria da Sinalização, com o intuito de contextualizar sua aplicação neste estudo.

2.1. Relato Integrado

Conforme Dumay et al. (2016), a ideia de gerenciar, mensurar e reportar os três elementos organizacionais, social, ambiental e econômico, iniciou-se no fim dos anos 1990 e começo do ano 2000. Isso ocorreu com a popularização do livro *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21 st Century Business*, visto como solução para as deficiências do relatório financeiro e precursor dos relatórios que contemplam informações não financeiras.

Em 1997, com a preocupação de estabelecer o conteúdo dos relatórios sociais e/ou diretrizes para sua elaboração (DE LUCA et al., 2009), surgiu a *Global Reporting Initiative* (GRI), uma organização não-governamental, composta por uma rede de *multistakeholders*, fundada pela *Coalition for Environmentally Responsible Economies* - Ceres, defensora da liderança em sustentabilidade. A GRI promove a elaboração de diretrizes para relatórios de sustentabilidade que podem ser adotados por todas as organizações. Por meio desses, a empresa pode apresentar sua interação econômica, ambiental e social com o meio no qual está inserida. Ademais, seus valores, modelo de governança e a ligação entre sua estratégia e o compromisso com a economia global e sustentável (GLOBAL REPORTING INITIATIVE, 2013).

A história do Relato Integrado começou antes do surgimento do GRI, em 1994, na África do Sul. Esse início se deu com o lançamento do *South Africa's first King Code of Corporate Governance Principles*, conhecido como 'King I', que teve como destaque a abordagem ampla dos principais interessados pelas informações das companhias, deixando de lado o foco apenas no acionista (DUMAY et al., 2016).

Cinco anos após o início do GRI, inspirado pela *Johannesburg Earth Summit*, efetuou-se a releitura do King I, dando origem ao King II. Ademais, introduziu-se o conceito de um “Relato de Sustentabilidade Integrado”, sendo esse novo modelo formulado com base no GRI e no relato *triple bottom line*. Ainda, estabeleceu-se o conceito de governança corporativa, influenciado pelo *International Corporate Governance Principles* (DUMAY et al., 2016).

Nessa contínua evolução na forma de relatar, em 2009, o *Institute of Directors Southern Africa*, com o apoio das principais companhias mundiais de auditoria, Deloitte, Ernest Young, KPMG e *Price Waterhouse Coopers*, criou o *King Code of Governance for South Africa* (2009), ou, como é mais conhecido, ‘King III’. Nesse, incorporou-se o conceito de relato integrado, tendo como principais pontos de abrangência: a) Como a companhia tem impactado, positiva e negativamente, a vida econômica no meio em que operou durante o ano relatado; b) Como a companhia pretende aumentar seus impactos positivos e sanar os negativos no ano seguinte (INSTITUTE OF DIRECTORS SOUTHERN AFRICA, 2009).

Para demonstrar a crescente demanda dos *stakeholders* por informações ligadas à sustentabilidade, em 2010, um estudo com 766 *Chief Executive Officers* (CEOs) de diferentes empresas, de distintas nacionalidades, revelou que 93% deles declararam considerar a sustentabilidade importante ou muito importante para o sucesso futuro de suas organizações. Além disso, 81% afirmaram que questões ligadas à sustentabilidade estão diretamente conectadas às suas estratégias e operações (UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT, 2010).

Nesse cenário de evolução na África do Sul, e em decorrência do anseio mundial por informações tanto financeiras quanto não financeiras, ao mesmo tempo em que ambos os cenários interagiam entre si, surgiu o *Internacional Integrated Reporting Council* (IIRC), em 2009. O IIRC é um conselho ou reunião de alto nível, convocado pelo Príncipe de Gales, composto por investidores, formuladores de padrões, empresas, órgãos de contabilidade, acadêmicos e representantes da Organização das Nações Unidas (ONU). Sua finalidade é criar um relatório integrado, mundialmente aceito e com capacidade para comunicar a geração de valor, visto que:

[...] é um processo que resulta em comunicação por uma organização, mais visivelmente um relatório integrado periódico, sobre a criação de valor ao longo do tempo. Um relatório integrado é meio de comunicação concisa sobre como

estratégia, governança, desempenho de uma organização e perspectivas, no contexto de seu ambiente externo, levam à criação de valor a curto, médio e longo prazo (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013, p. 5).

O aumento na demanda por informações não financeiras, principalmente na década de 2000, decorre da falta de informações referentes à sustentabilidade social, ambiental e econômica das empresas. Trata-se de temas de crescente interesse dos usuários externos, em razão da instabilidade e volatilidade dos mercados, ocasionada, principalmente, por desastres ambientais, como o derramamento de óleo no Golfo do México (ECCLES; CHENG; SALTZMAN, 2010).

O relatório financeiro apresenta legitimidade institucional, em virtude de seus padrões de mensuração serem definidos por normas e leis estipuladas por órgãos reguladores, assim como sua auditoria, controles internos, sistemas de mensuração sofisticados e informações tecnológicas que possibilitam agilidade na sua confecção. Entretanto, apresenta também aspectos negativos, como a complexidade, a dificuldade de identificar informações mais relevantes e a escassez de informações sobre os riscos das companhias, quanto à sua criação de valor aos usuários. Ainda, visão histórica e a ausência de informações não financeiras que permitam visualizar o desempenho de aspectos não financeiros em longo prazo (ECCLES; SALTZMAN, 2011).

Normalmente, a informação do relatório financeiro é insuficiente. Assim, o conceito de transparência corporativa deve se estender para outras áreas, por exemplo, a social e a ambiental, como mostrado no relatório não financeiro. Ainda, deve ser apresentado de maneira integrada (FRIAS-ACEITUNO; RODRIGUEZ-ARIZA; GARCIA-SANCHEZ, 2013). Rensburg e Botha (2014) entendem que o Relato Integrado combina as medidas de desempenho do relatório financeiro e do não financeiro, de forma a promover a estratégia das companhias.

Diante do movimento das empresas perante a implantação do Relato Integrado, surgiram pesquisas analisando sua viabilidade, aderência e relevância. Isso para substituir o formato anterior do Relatório de Sustentabilidade adotado até então, e sua aceitação pelas empresas de forma global, além dos já citados (ADAMS; SIMNETT, 2011; ECCLES; KRZUS; SERAFEIM, 2011; RENSBURG; BOTHA, 2014; ADAMS, 2015; FLOWER, 2015; BECK; DUMAY; FROST, 2015; BERNARDI; STARK, 2016; DUMAY, 2016; GASPERINI; DONI,

2016; HUMPHREY; O'DMYER; UNERMAN, 2017; LODHIA; STONE, 2017; MELONNI; CAGLIO; PEREGO, 2017).

Um exemplo desses trabalhos é o de Jensen e Berg (2012). Nessa pesquisa, os autores demonstraram os determinantes globais, como sistema político, financeiro, educacional, econômico e cultural, avaliados positivamente com a utilização do Relatório Integrado, em substituição ao formato anterior. Ademais, o trabalho de Slewinski, Camacho e Sanches (2015) e Dumay et al. (2016). Nessa pesquisa, fizeram um levantamento de dados acerca de todos os estudos sobre Relato Integrado. As lacunas ali identificadas como deficientes no método e nos requisitos das pesquisas estudadas, conforme a justificativa deste trabalho, foram aqui exploradas, visando a colaborar com a construção de uma base de dados mais robusta sobre o tema.

Segundo Reid (2013), o Relato Integrado é uma ferramenta que permite à companhia comunicar algo sobre o ambiente em que está situada e seu domínio social. Dessa forma, pode expor como chega aos seus resultados, se cria ou destrói valor, de forma a demonstrar os impactos tanto positivos quanto negativos ao ambiente em que se situa. Sobre isso, o IIRC (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013, p. 11) relata que:

A visão de longo prazo do IIRC é a de um mundo em que o pensamento integrado está enraizado nas principais práticas comerciais dos setores público e privado, facilitado pelo Relato Integrado como padrão para relatos corporativos. O ciclo de pensamento e Relato Integrados, que levam à alocação eficiente e produtiva de capital, funcionará como força para conferir estabilidade financeira e sustentabilidade.

Há algumas percepções que se pretende ver evidenciadas pelo Relato Integrado, como: a referida visão de longo prazo, o nível de estabilidade financeira e o grau de sustentabilidade. Além disso, são de grande interesse dos analistas de mercado e investidores, pois, desse modo, eles aumentarão suas crenças em relação à produtividade das empresas. O Relato Integrado, alinhado ao seu principal objetivo - munir seus principais usuários com maior gama de informações referentes à companhia que o está divulgando - busca aumentar a qualidade da informação disponibilizada aos provedores de capital financeiro. Isso lhes permite alocar capital de forma mais eficiente e atender maior diversidade de públicos interessados na continuidade do negócio (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013).

Pretende-se que o relatório apresente, de maneira organizada, informações sobre a estratégia da companhia, governança corporativa, desempenho e perspectivas, refletindo os aspectos comerciais, sociais e ambientais no contexto em que a companhia opera (GARCIA-SANCHEZ; RODRIGUEZ-ARIZA; FRIAS-ACEITUNO, 2013). O relatório deve demonstrar o consumo dos recursos naturais e outros, a utilização da mão-de-obra para produzir produtos e serviços de forma sustentável; e, ao mesmo tempo, a criação de valor a todos os *stakeholders* e grupos interessados (GARCIA-SANCHEZ; RODRIGUEZ-ARIZA; FRIAS-ACEITUNO, 2013).

As vantagens desse novo modelo de relatório envolvem: maior alinhamento entre as informações divulgadas e o investidor; maior precisão nas informações não financeiras; maior nível de confiança transmitido aos seus usuários-chave; melhores decisões internas sobre a alocação de recursos; redução de custos; melhor gestão de riscos; melhor identificação de oportunidades; maior compromisso com os investidores e outras partes interessadas, incluindo funcionários atuais e futuros. Dessa forma, facilita a atração e retenção de competências, melhora da imagem pública e menor custo de capital (FRIAS-ACEITUNO; RODRIGUEZ-ARIZA; GARCIA-SANCHEZ, 2014).

Conforme o relato do ex-diretor financeiro da Philips, obtido por Eccles e Saltzman, 2011, referente à utilização do Relato Integrado, as motivações para esse uso foram: o aumento da eficiência, a redução de custos e o aprimoramento da comunicação. Tais fatores foram gerados em razão do pensamento integrado, proposto pelo Relato Integrado.

Para alcançar vantagens nessa nova forma de relatar, o Relato Integrado utiliza, em sua estrutura, uma abordagem holística sobre a empresa. Desse modo, busca mitigar a divergência e/ou lacunas de conteúdo entre as informações publicadas em demonstrações contábeis padronizadas, predominantemente financeiras. Ainda, nos relatórios de sustentabilidade, que abordam as informações sociais e ambientais (SLEWINSKI; CAMACHO; SANCHES; 2015).

O Relato Integrado, com essa proposta de estrutura, visa a alcançar o equilíbrio adequado entre flexibilidade e prescrição. O documento não impõe indicadores de desempenho específicos, métodos de mensuração ou divulgação; mas orienta para que seja reconhecida a grande variedade de circunstâncias individuais de diferentes organizações, permitindo, assim,

um nível adequado de comparabilidade entre elas (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013).

Sua estrutura foi constituída com o objetivo de atender à demanda dos investidores e credores, cada vez mais elevada, por transparência, quanto às informações sobre aplicações de recursos (PEREZ JUNIOR; OLIVIERI NETO; SILVA, 2014). Pelas atividades da companhia, busca demonstrar sua criação de valor, utilizando como medida o aumento e a diminuição de seus capitais (FLOWER, 2015). A demonstração do fluxo das aplicações de recursos, ou capitais, efetuadas pelas companhias, é dada pelo uso de seis “capitais”, tidos pelo Relato Integrado como os principais envolvidos na composição de uma companhia. Ainda, são capazes de explicar os recursos e relacionamentos utilizados e afetados por uma organização (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013).

Esses seis tipos de “capitais” são: financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social e de relacionamento natural. Podem ser entendidos como estoques de valor que aumentam, diminuem ou se transformam, por meio de atividades e produtos da organização, seguindo um fluxo constante, pelas ligações existentes entre eles. Esses capitais são considerados como os mais frequentes nas operações das companhias. Assim, não é necessário demonstrar o padrão do relacionamento de todos eles, já que isso depende do modelo de negócio da companhia. Os capitais são descritos da seguinte forma (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013):

- **Capital Financeiro:** é gerado por meio de investimentos, financiamentos e ações ou subvenções disponíveis para a companhia, com o intuito de ser utilizado na produção de bens ou serviços. Conforme Perez Junior, Olivieri Neto e Silva (2014), o conceito utilizado para definir o capital financeiro está em linha com aquele utilizado para definir a Demonstração de Fluxo de Caixa, pelas normas brasileiras e internacionais. Nessa, fluxos de caixa são as entradas e saídas de caixa e equivalentes, decorrentes das atividades operacionais, de investimentos e financiamento.

- **Capital Manufaturado:** são bens físicos disponíveis à companhia para produzir bens ou prestar serviços. Podem ter origem de terceiros ou própria. Conforme os exemplos citados na estrutura do Relato Integrado, esses se referem a bens tangíveis, como: prédios, equipamentos e infraestrutura. Como relata Flower (2016), esse capital inclui objetos, por exemplo, estradas públicas. Esses objetos não são propriedades das companhias, mas fazem parte do ambiente

de atuação da empresa. Quando sofrem algum dano causado pela companhia, como poluição, não são citados pelo *Framework* do Relato Integrado. Nesses casos, deve-se ater ao que consta na definição desse capital. Contudo, esses danos deveriam ser contemplados, pois o Relato deve apontar o valor gerado pela empresa à sociedade. Adicionalmente, os efeitos de suas ações externas, abrangendo custos ou outros efeitos sobre os capitais que não pertencem à organização, tanto positivos quanto negativos.

- **Capital Intelectual:** são os bens intangíveis, gerados ao longo do tempo pela companhia em função de seu desenvolvimento, capazes de gerar valor. Esses bens organizacionais, baseados em conhecimento, são: propriedade intelectual, como patentes, direitos autorais, *softwares*, direitos e licenças, e “capital organizacional”, por exemplo, conhecimento tático, sistemas, procedimentos e protocolos.

- **Capital humano:** compreende competências, habilidades e experiências das pessoas e suas motivações para inovar, incluindo: a) o alinhamento e apoio à estrutura de governança, ao gerenciamento de riscos e valores éticos; b) a capacidade de entender, desenvolver e implementar a estratégia de uma organização; c) a lealdade e motivação para melhorar processos, bens e serviços, incluindo a capacidade de liderar, gerenciar e colaborar. Flower (2016), da mesma forma que critica a abordagem do capital manufaturado como incompleta, também o faz a respeito do capital humano. Isso porque, pontualmente, desconsidera os conceitos fundamentais do Relato Integrado; isto é, toda externalidade, independentemente de positiva ou negativa, se relevante aos usuários da informação, deve ser divulgada.

- **Capital social e de relacionamento:** abrangem os relacionamentos existentes entre as instituições no ambiente em que a companhia atua, as partes interessadas que se encontram nesse ambiente e os impactos causados por essas dentro dele. Assim, o capital social alcança também a capacidade de a companhia se comunicar da melhor forma possível no ambiente em que atua. Isso para melhorar o bem-estar coletivo e individual, por meio de: a) padrões compartilhados, valores e comportamentos comuns; b) relacionamentos com as principais partes interessadas, apontando confiança e compromisso que uma organização desenvolve, procurando construir e proteger as partes interessadas externas.

- **Capital natural:** engloba aos recursos ambientais renováveis e não renováveis, além de processos ambientais que fornecem bens ou serviços que apoiam a prosperidade passada,

presente e futura de uma organização, incluindo: água, terra, minerais, florestas e a biodiversidade. A crítica de Flower (2016) para o capital natural também está ligada à descrição pontual do *Framework*, referente a um tópico específico, ao entender que a companhia que utiliza o Relato Integrado não divulgará impactos causados ao meio externo ocasionados pela empresa, caso não estejam inseridos em seus *inputs*. O *Framework* do Relato, assim como as normas internacionais de contabilidade, baseia-se em princípios. E parte desses deve divulgar informações relevantes aos usuários, mesmo que negativas, do ponto de vista da companhia. Dessa forma, pelos princípios do Relato Integrado, é possível refutar as críticas de Flower (2016).

A participação dos “capitais”, descritos na integração das informações das empresas, pode ser demonstrada conforme a Figura 1, adiante, que também demonstra nove elementos de conteúdo que devem constar em um Relato Integrado. São eles: visão geral organizacional; governança; modelo de negócios; riscos e oportunidades; estratégia e alocação de recursos; desempenho; perspectivas; base de preparação e orientações gerais sobre relatórios:

Figura 1 - Integração de “Capitais”, na criação de valor

Fonte: Adaptado de International Integrated Reporting Council (2013).

O pensamento integrado proposto pelo Relato Integrado requer uma visão clara de quais são os direcionadores de valor de uma organização. Ainda, permite que todos os seus colaboradores tenham consciência desses direcionadores. Para isso, é necessário entender como os capitais se relacionam e se conectam para criar valor, conforme cada modelo de negócio (INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTING, 2015).

Um exemplo desse fluxo: a compra de uma máquina para a companhia. Essa máquina vai aumentar o capital manufaturado e diminuir seu capital financeiro em um primeiro momento, pois a companhia precisa desembolsar determinada quantia para sua aquisição, seja à vista ou a prazo. Essa máquina pode aperfeiçoar as condições de trabalho, mas exige treinamento de seus funcionários para operá-la, agregando valor ao capital humano. Adicionalmente, ela pode aumentar a capacidade de a companhia gerar valor ao longo do tempo, incrementando seu capital financeiro. Seria possível também que, apenas com a compra de uma máquina, os outros capitais fossem envolvidos; por exemplo, o capital natural, visto que uma máquina nova pode deter uma tecnologia que agrida em menor escala o meio ambiente; ou mesmo o capital social, que pode gerar melhores produtos aos seus consumidores. Esse exemplo e as suposições a seu respeito visam a demonstrar como os “capitais” se relacionam e como funciona o fluxo de transações, em função de seu relacionamento.

A visão geral organizacional deve evidenciar a operação, as circunstâncias de atuação e a missão, devendo abranger aspectos como os desafios, as condições políticas, o ambiente legislativo e regulatório que a companhia enfrenta. Por sua vez, a governança deve refletir a estrutura e o planejamento, para gerar valor em curto, médio e longo prazo. Assim, evidencia a *expertise* de seus gestores e o alinhamento de toda sua cadeia organizacional em relação a esse propósito; obviamente, deve estar alinhada à visão geral organizacional. O modelo de negócios deve identificar os aspectos gerais do sistema de transformação de insumos pelas atividades empresariais, em produtos e impactos, para cumprir os propósitos estratégicos da organização e gerar valor em curto, médio e longo prazo (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013). Ademais, a companhia deve divulgar riscos e oportunidades específicos que afetam sua capacidade organizacional, como ela lida com eles, a estratégia adotada para enfrentá-los e como é efetuada a alocação de recursos perante essa estratégia.

A forma com que os elementos expostos na Figura 1, descritos anteriormente, serão organizados e demonstrados, depende de cada empresa e suas particularidades. Desse modo, cabe uma orientação no preparo do Relato Integrado, por meio de seus princípios básicos (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL, 2013), que são: a) foco estratégico e orientação para o futuro; b) conectividade da informação; c) relações com partes relacionadas; d) materialidade; e) concisão; f) confiabilidade e completude e g) coerência e comparabilidade. Os conceitos utilizados pelo Relato Integrado, que se escoram nos princípios citados para efetuar a integração das informações, são: estratégia de negócio das empresas, indicadores-chave de desempenho financeiro, ambientais, de governança, sociais e de remuneração (GASPERINI et al., 2016).

Os analistas participantes do *Italian Association of Financial Analysts* (AIAF) foram questionados, sobre quais dos cinco “capitais” que compõem as bases estruturais do Relato Integrado eram mais relevantes. Em uma escala de 0 a 5, em que 0 não possui relevância e cinco, relevância elevada, Gasperini e Doni (2016) constataram que, para esses, o capital financeiro ainda possui maior relevância. Contudo, percebeu-se também que esses não deixam de se atentar aos outros “capitais”, conforme Tabela 1, em seguida:

Tabela 1 - Relevância dada pelos analistas participantes do *Italian Association of Financial Analysts*

CAPITAIS	% (de 0 a 4,50%)
Capital Financeiro	4,19%
Capital Manufaturado	3,59%
Capital Intelectual	2,88%
Capital Humano	2,51%
Capital Social e Relacionamento	2,48%
Capital Natural	2,21%

Fonte: Adaptado de Gasperini et al. (2016).

Os resultados da pesquisa de Gasperini et al. (2016) confirmam que os analistas, geralmente, percebem o valor gerado pelas empresas por meio de conceitos segregados.

2.2. Analista e sua acurácia

Segundo Dalmácio (2009), o que os investidores buscam é um aglomerado de atributos observáveis da empresa, tais como resultados financeiros, econômicos e operacionais passados, informações sobre liquidez, rentabilidade, endividamento e valor de mercado, dentre outros aspectos, como os citados no parágrafo anterior. O provimento dessas

informações, como já exposto, é o que o Relato Integrado visa a atender. E, ao divulgar uma gama maior de informações, consequentemente, tende a diminuir a assimetria de informação existente no mercado. Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza e Garcia-Sanchez (2014) reiteram que, pela ótica da teoria da agência, quanto mais informação disponível, mais competitiva será a empresa no mercado de capitais; por conseguinte, menor o conflito de interesses entre as empresas e os investidores.

No cenário de variadas e inúmeras informações disponíveis, no qual os investidores e as empresas estão inseridos, pode-se alegar que os investidores terão dificuldades de interpretar todos os sinais emitidos, na relação entre esses. Assim, isso implica ser necessária a participação dos analistas de mercado (DALMÁCIO, 2009). Esses, geralmente, são contratados por corretoras e companhias de pesquisas, para acompanhar o desempenho específico de empresas ao longo do tempo, efetuar previsões de resultados futuros e recomendações de investimentos, baseados no histórico das informações observadas (IOANNOU; SERAFEIM, 2015).

Conforme o artigo 1º da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 483, de julho de 2010, com alterações introduzidas pela instrução CVM nº 538/13, o analista de valores mobiliários, como está intitulado o analista de mercado no Brasil, é a pessoa natural, que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016). O Código de Ética e Padrões de Conduta Profissional dos Profissionais de Investimento da APIMEC (2016, p. 1), no Brasil, define o analista como:

Artigo 1º - [...], considera-se como Profissional de Investimento a pessoa que profissionalmente avalia e/ou aplica dados financeiros, econômicos ou estatísticos como parte da atividade profissional de análise financeira, administração de investimentos, administração de carteiras, análise de títulos e valores mobiliários, consultoria de investimentos e outras atividades profissionais similares.

Artigo 2º - A atividade do Profissional de Investimento abrange qualquer atividade desenvolvida em caráter profissional por pessoa natural registrada ou não na CVM envolvendo títulos e valores mobiliários, incluindo a compra e/ou venda, a emissão de relatórios de análises e pesquisas, a recomendação de compra, venda ou manutenção, a análise de crédito, demonstrações financeiras, riscos e investimentos, a administração de fundos ou carteiras de investimento, a análise econômica, a elaboração de estratégia de atuação nos mercados, o relacionamento com investidores e consultoria financeira e de investimentos.

De acordo com a *Certified International Investment Analyst* (CIIA) (2016), os analistas de mercado são indivíduos que avaliam ou utilizam as finanças; a economia ou os dados estatísticos como parte da prática profissional de análises financeiras; o gerenciamento de investimentos; o gerenciamento de portfólio de ações; as análises de segurança; o aconselhamento em investimentos ou outras atividades similares.

No Brasil, em razão de seu cenário estrutural e financeiro, o analista de crédito tem um campo de trabalho mais abrangente. Como relata Sales (2013), em 2013, havia 4,77 milhões de empresas no país, e dessas, apenas 498 eram de capital aberto. Isso demonstra aversão ao risco de mercado no Brasil e a busca por crédito nas instituições financeiras, demandando a atuação do analista de crédito. Segundo Schrickel (2000), o analista de crédito atua diminuindo a incerteza referente à tomada de decisão, em um cenário em que o usuário final, tomador de crédito, precisa de uma conclusão clara e factível quanto ao seu direcionamento.

Para isso, esse analista define uma classificação de risco para cada uma das empresas, partindo de índices financeiros, números extraídos das demonstrações contábeis e informações qualitativas, que elevam o grau de confiabilidade (FERNANDES, 2010). Embora o analista de crédito seja pouco explorado em trabalhos acadêmicos (FERNANDES, 2010), a abordagem proposta neste trabalho se aterá ao analista de mercado.

Como pontuam Lima e Almeida (2015), os acadêmicos e profissionais de mercado dão credibilidade às recomendações dos analistas de mercado, ao esperar que suas análises tenham informações que permitam a tomada de decisão. Os investidores, por não terem certeza quanto à capacidade de geração de retorno dos investimentos, recorrem aos analistas de mercado, para que esses, por meio de suas previsões, possam diminuir a assimetria informacional em sua decisão de investimento (DALMÁCIO, 2009).

Conforme Yu (2010), o analista de mercado é o usuário dos relatórios de maior importância e o mais sofisticado, em termos de conhecimentos. De acordo com Eccles, Serafeim e Krzus (2011), o mercado está cada vez mais atento às informações não financeiras, demonstrando que seleciona informações específicas de seu interesse. Assim, permitem que as companhias possam se guiar em direção ao que é relevante. O fato de o mercado estar atento às informações financeiras e não financeiras reforça a importância do formato do Relato Integrado (GU e WU, 2003). Isso porque, por meio desse, os analistas podem minimizar a

média de erros nas previsões efetuadas. Como os analistas detêm capacidade de acurácia decorrente de seu trabalho, precisam obter informações de níveis elevados, capazes de monitorar a qualidade das informações dispostas no mercado (DECHOW; SCHRAND, 2004). Esses profissionais se destacam no ambiente informacional, pois influenciam nas decisões dos investidores, atuando como intermediários financeiros, pela coleta e análise das informações disponíveis (MARTINEZ, 2004).

Outra função desempenhada pelos analistas dentro desse ambiente informacional do mercado de capitais é minimizar a assimetria informacional e o conflito de agência. Isso porque, com suas previsões, possibilitam melhor alocação de recursos e favorecem a credibilidade das informações divulgadas (HEALY; PALEPU, 2001). Conforme Cavezzali, Crepaldi e Rigoni (2014), os analistas usam um conjunto heterogêneo de informações sobre a empresa que seguem, a indústria e o sistema econômico, a fim de prever lucros, valor da empresa e suas recomendações de investimento. Assim, demonstram a sequência lógica de como operam, por meio da coleta, análise e do refinamento dos dados. Segundo Martinez (2004), já que as previsões desses analistas são utilizadas como principal parâmetro na avaliação de ações, têm grande relevância no mercado de capitais. Isso porque, para uma avaliação ser assertiva, depende de uma boa estimativa da projeção dos resultados futuros. Segue, na Figura 2, a forma como o analista de mercado diminui a assimetria informacional:

Figura 2 - Ilustração da atuação do analista de mercado na diminuição da assimetria informacional

Fonte: Adaptado de DALMÁCIO (2009, p. 30).

Na Figura 2, demonstrou-se o fluxo da informação até chegar ao investidor, apontando o Relato Integrado como um sinal, emitido pela empresa, que será captado e filtrado pelo analista de mercado. Esse é responsável por munir os investidores com informações relevantes à sua tomada de decisão.

Brown (1996), Brown et al. (1987), Conroy e Harris (1987) e Beaver (1981) assinalam que a previsão de resultados futuros dos analistas tem maior acuracidade do que os modelos estatísticos de séries temporais. Esses resultados também foram reiterados por Abarbanel e Bernard (1992), ao apontar que referidas previsões apresentam menos vieses do que a perspectiva de lucros compreendida no preço das ações.

Na visão de Givoly, Hayn e Katz (2010), as previsões dos analistas de mercado influenciam o mercado em sua direção, valorizando seu trabalho. Martinez (2004) constatou que as empresas que atingem as estimativas dos analistas, de maneira relativamente precisa, conseguem, em um período de 30 a 90 dias, um retorno maior do que aquelas que excedem as expectativas dos analistas. Ademais, averiguou-se que quando o lucro divulgado foi diferente da expectativa dos analistas, o preço da ação reagiu à divulgação, caindo (DALMÁCIO, 2009). Essa distância entre o valor divulgado como “verdadeiro”, e o previsto ou calculado, é tida como o erro (FERNANDES, 2005). Entretanto, como, *a priori*, o valor verdadeiro não é conhecido, então, utiliza-se um valor próximo identificado (DALMÁCIO, 2009). Nesse contexto, a referida autora pontua que:

Algun tempo depois de realizar um investimento, o investidor irá perceber a qualidade das previsões e recomendações dos analistas, bem como a capacidade produtiva da empresa, em relação aos retornos esperados. Com base em experiências anteriores, os analistas terão condições de avaliar a capacidade informacional da empresa, dada as várias combinações de sinais e índices emitidos ao mercado. A qualquer tempo, quando confrontado com outras possibilidades de investimentos (outras empresas), com certos atributos observáveis, a avaliação subjetiva do investidor, em relação à situação de incerteza (loteria), com a qual ele foi confrontado, é definida pelas distribuições de probabilidade condicional sobre a produtividade obtida, fornecendo novos dados, no processo de escolha de investimentos (2009, p. 31).

Assim, é necessário um tempo de amadurecimento que possibilite a análise e constatação da eficácia dos sinais emitidos pelas empresas, permitindo a mensuração, pelos investidores, de suas escolhas, e pela efetivação ou não das estimativas dos analistas de mercado (DALMÁCIO, 2009). Ao se efetivarem, ou não, as expectativas de retorno dos investimentos, os investidores poderão julgar a eficácia das previsões e recomendações, além da capacidade

de geração de valor das empresas. Ainda, poderão avaliar o potencial das informações fornecidas pelas empresas, por meio de combinações de sinais e índices divulgados ao mercado. Após as conclusões dos analistas e investidores perante a realização das previsões, inicia-se um novo ciclo, como demonstrado na Figura 3, a seguir:

Figura 3 - Feedback informacional no mercado de capitais

Fonte: Adaptado de Spence (1973, p. 359).

A definição de equilíbrio é um ponto-chave na teoria da sinalização (SPENCE, 1973), para compreender tanto as escolhas dos sinais a serem emitidos pelas empresas, quanto os efeitos ocasionados. O equilíbrio é dado pela curva de retorno, em que as crenças dos investidores, fundamentadas nas previsões e recomendações dos analistas de mercado, indicam a oferta de investimento. Assim, a demanda, tanto dos analistas quanto dos investidores, leva as empresas a tomar a decisão de divulgar o Relato Integrado. Todavia, as relações entre esse e a produtividade das empresas que o divulgam só serão percebidas após os investidores decidirem ou não investir, e se os investimentos forem efetuados. Caso essa relação se confirme de forma positiva, a produtividade tenderá a persistir, até que surjam novas condições de mercado. Neste trabalho, a acurácia é vista como dimensão da proximidade do valor verdadeiro em relação àquele obtido pela previsão do analista; ou seja, o quanto é assertivo seu resultado. No entanto, a precisão de um experimento é dada pela dimensão de quão reproduzível é seu resultado (DALMÁCIO, 2009). Nesse sentido, Dalmácio (2009, p. 87) afirma que:

O erro de previsão decorre da variação entre o valor calculado (ou seja, por eles, projetado) e o valor verdadeiro (por exemplo, lucro real/efetivo de uma determinada empresa). A medida de acurácia dessas previsões tem o objetivo de verificar quão próxima está a previsão do analista do resultado real/efetivo da empresa.

Quanto menor o viés na precisão do analista, maior sua retidão (DALMÁCIO, 2009). Isso porque, conforme Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004), é pela conjunção entre a precisão e o viés que se define a acurácia da precisão dos analistas. Na visão de Gasperini et al. (2016), os analistas participantes do AIAF entendem que os conceitos do Relato Integrado nas/das informações são de extrema relevância em sua completude.

Em seu trabalho, Gasperini et al. (2016) constataram que os analistas entrevistados consideram o Relatório Anual, o Relato Integrado e o Relatório de Sustentabilidade seus principais recursos para obter informações não financeiras. Ainda, que o Relato Integrado está em segundo lugar, atrás apenas do Relatório Anual. Para os autores, de forma geral, os analistas de todos os setores julgam que o Relato Integrado pode facilitar a seleção e a avaliação da informação não financeira.

Por esse relato ter aspectos expostos relevantes à diminuição na assimetria da informação, é possível que impacte, positivamente, a acurácia do analista de mercado. Esse analista será o intermediário nas relações citadas entre as informações expostas pelo Relato Integrado e o investidor, visto que é pelas informações expostas nesse relato, e em outras disponíveis no mercado, que ele formulará os dados que fornecerá para que o investidor possa efetuar a sua tomada de decisão.

2.3. A teoria da sinalização

A Teoria da sinalização foi desenvolvida por Spence (1973). Inicialmente, seu objetivo era demonstrar os problemas enfrentados por empregados e empregadores no mercado de trabalho, acerca da assimetria de informação, quando da contratação. Apesar disso, possui serventias na análise, em áreas como: comércio internacional (BRAINARD; MARTIMORT, 1996; COLLIE; HVIID, 2001; SHY, 2000); direito (FARBER, 2002); finanças (ROSS, 1977; LELAND; PYLE, 1977; BHATTACHARYA, 1979; MILLER; ROCK, 1985; JOHN; WILLIAMS, 1985; HARRIS; RAVIV, 1991; KLEIN; O'BRIEN; PETTERS, 2002; MOSS; NEUBAUM; MEYSKENS, 2015; AHLERS; CUMMING; GUNTHER, 2015), dentre outras.

Segundo Spence (1973), somente quando os custos de sinalização são diferentemente suficientes entre os indivíduos enviando o sinal, é que ocorre o funcionamento da sinalização.

Isso porque, para obter parte ou toda informação significativa, aqueles que não a detêm precisam empregar grande esforço. De acordo com Morris (1987), essa teoria pode ser aplicada em qualquer mercado em que haja assimetria, pois ela trata de problemas de informação nos mercados e busca minimizá-los, obtendo, como sinalização, mais informações.

Conforme Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza e Garcia-Sanchez (2014), o lucro pode ser considerado um sinalizador da qualidade do investimento; visto que, quando maiores retornos são obtidos, há grandes incentivos para informar, visando a diminuir o risco de atrair opiniões adversas no mercado. Desse modo, as empresas podem publicar informação a fim de distingui-las daquelas que têm menos sucesso. Dalmácio (2009) investigou a relação entre governança corporativa e a opinião dos analistas, utilizando-se da Teoria da Sinalização. Aqui se utiliza dessa mesma Teoria para analisar a relação entre a divulgação do Relato Integrado e a opinião dos analistas de mercado e/ou dos investidores.

Do mesmo modo que o lucro, Spence (1973) demonstra que a educação funciona como meio de sinalizar ou discriminar os trabalhadores inseridos em um contexto de assimetria informacional no mercado de trabalho. Ademais, afirma que isso ocorre não porque a educação aumenta a produtividade do indivíduo, mas, sim, porque os empregadores a enxergam como um sinal confiável quanto à capacidade dos empregados.

Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza e Garcia-Sanchez (2014) apontam o lucro como um sinalizador. No mesmo sentido, Spence (1973) demonstra que a educação pode funcionar como sinalizador. Nesse cenário, evidenciou-se que, entre 1993 e 1997, os analistas perceberam que a falta de gestão dos impactos sustentáveis impactava negativamente nos investimentos. E, no final desse período, notou-se que a boa gestão da sustentabilidade viabilizava a criação de valor; ou seja, a divulgação de informações referentes à gestão sustentável é tida como um sinal pelos analistas de mercado (ECCLES; CHENG; SALTZMAN, 2010).

Akerlof (1970), ao estudar a assimetria da informação no mercado de carros usados, demonstra que o vendedor tem informação privilegiada em relação aos carros. Neste trabalho, entende-se que o “vendedor” são as companhias. Como os compradores desconhecem essas informações, isso os impede de saber quais carros são bons e quais são ruins. Nesta pesquisa,

compreende-se que os analistas de mercado e os investidores são os “compradores”. Quando os analistas não têm informações completas – boas e ruins – referentes à companhia em análise, tenderão a disseminar recomendações medianas; isto é, sem muita ênfase aos potenciais investidores. Dessa forma, as companhias – os vendedores – tenderão a sinalizar seus aspectos mais positivos nos seus relatórios. A garantia, ou sinal, dada pelo vendedor, “companhia”, ao comprador, “analista de mercado”, neste trabalho, o Relato Integrado, pelo qual a empresa buscará se diferenciar das outras que não o divulgam.

Para sua emissão, a empresa deverá incorrer em custos de sinalização, já que emitir um novo relato – o qual não é obrigatório e envolve todas as áreas da companhia - custa caro. Todavia, há a expectativa de que os benefícios gerados pela sua emissão superem seus custos. De acordo com Spence (1973), a sinalização de algo não irá diferenciar uma empresa de outra, a menos que seus custos de sinalização sejam negativamente correlacionados à capacidade de produção. Assim, um sinal deixa de ser entendido como tal, quando seus custos de emissão são baixos, permitindo que qualquer indivíduo possa emití-lo. Isso porque, quando todos passam a emitir um mesmo sinal, esse perde seu valor, já que não será mais visto como um diferenciador. Nesse contexto, caso a divulgação do Relato Integrado seja produtiva demais, em relação aos seus custos, as outras empresas que não o divulgam tenderão a fazê-lo exatamente da mesma forma. Desse modo, ele deixará de ser um sinal de diferenciação.

A compensação desses custos ocorreria quando o investidor, ao se deparar com uma gama de empresas para investir, escolhesse aquela que divulga o Relato Integrado. Quanto a isso, conforme Spence (1973), o investidor, de acordo com a Teoria da Sinalização, está situado em um cenário de incerteza. Essa está relacionada ao nível de assimetria informacional, pois o investidor desconhece a capacidade produtiva das empresas em que pretende investir até que o investimento já tenha sido efetuado. Portanto, quando esse investimento ocorrer, ele contará apenas com as informações divulgadas pelas empresas e as suas características, que são evidentes. Essas informações e características, em grande parte, são analisadas, acompanhadas e interpretadas pelos analistas de mercado, o que, enfim, determinará a escolha do investidor.

Quando os meios convencionais de sinalização são fracos, as empresas devem buscar outros para se comunicar e sinalizar o que desejam ao mercado (SPENCE, 1973). Destarte, pode ser que, ao divulgar apenas os relatos convencionais, “demonstrações financeiras” e “relato de

sustentabilidade”, elas não consigam atingir da forma desejada o mercado, o que pode justificar a adoção e divulgação do Relato Integrado. Nesse contexto, as empresas que o divulgam estariam inclinadas a ter maior *enforcement*, o que incentivaria os agentes a maximizar os recursos disponíveis para novos projetos e investimentos. Não há como afirmar que a divulgação do Relato Integrado tem relação direta com a geração de lucro e o aumento de retornos. Contudo, essa adoção possibilita o aumento da credibilidade nas demonstrações do retorno econômico e real da empresa.

Consoante Buitendag, Fortuin e Laan (2017), há uma demanda crescente do mercado por divulgações mais detalhadas. Nesse ínterim, o Relato Integrado está na vanguarda dessas divulgações, pois, para muitos especialistas econômicos, demonstrar sustentabilidade requer divulgar um espectro de informação muito mais amplo.

Com essa credibilidade gerada pela divulgação do Relato Integrado, as empresas podem sinalizar uma diminuição na assimetria informacional. Isso conduz a uma alteração nas percepções de mercado pelos analistas e investidores, aumentando seu interesse pelas empresas que divulgam o relatório. Esse aumento pode acarretar maior procura pelas ações dessas empresas (que divulgam o Relato Integrado), o que, por sua vez, pode ocasionar uma valorização da empresa no mercado acionário, gerando um retorno aos investidores (DALMÁCIO, 2009).

Ao considerar a divulgação do Relato Integrado como sinal difundido pelas empresas, pretende-se mostrar, de forma conceitual, que ele gera ‘poder’ de sinalização, o que pode ser entendido como uma característica qualitativa observável e individual da empresa. Os sinais emitidos pelas empresas serão percebidos pelo mercado e atrairão a atenção dos analistas de mercado e investidores. Esses, nesse contexto, tendem a investir quando referidas empresas tiverem a perspectiva de perdurar em longo prazo; se isso não for perceptível, não haverá o investimento na empresa (SPENCE, 1973). Esse é um ponto forte do Relato Integrado, pois permite uma visão de longo prazo das empresas e sua sustentabilidade no meio em que atuam, fazendo com que os investidores sejam atraídos e os analistas de mercado tendam a acompanhá-las. Assim, quando as empresas captarem essa percepção do mercado, tenderão a divulgar o Relatório de forma contínua.

Da mesma forma que Spence (1973) mensurou a educação por uma escala quantitativa, neste trabalho, mensurou-se a divulgação do Relato Integrado, pela análise de seu impacto na acurácia consensual do analista de mercado, responsável por munir os investidores com informações relevantes à sua tomada de decisão. É nesse contexto que, neste trabalho, objetivou-se a atestar que as empresas, para induzir novos investidores, sinalizam ao mercado, com a divulgação do relatório, sua capacidade de proporcionar retornos. Ademais, de demonstrar aos analistas sua capacidade de continuidade e sustentabilidade em longo prazo.

3. METODOLOGIA DE PESQUISA

Neste capítulo, apresentam-se os dados utilizados no trabalho, em relação à amostra e população, o modelo proposto, os critérios de classificação entre empresas restritas e irrestritas e a descrição das variáveis utilizadas.

3.1. Estratégias de pesquisa e descrição da amostra

Com base na Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), e pela investigação empírico-analítica, buscou-se, neste trabalho, analisar a relação existente entre a divulgação do Relato Integrado e a acurácia das previsões dos analistas de mercado.

Investigações de cunho empírico-analíticas são caracterizadas pelo uso de técnicas de coleta e análise de dados de forma quantitativa, na maior parte das vezes. Essa técnica privilegia estudos práticos e tem caráter técnico, com forte preocupação acerca da relação causal entre as variáveis (MARTINS, 2000).

Para efetuar essa investigação, neste trabalho, analisou-se o período de três anos antes da adoção do relatório, ou seja, 2008, 2009 e 2010; e três anos depois, 2012, 2013 e 2014. Excluiu-se o período de 2011, que compreende o início da adoção, para evitar os efeitos da transição.

A amostra utilizada para análise proposta neste trabalho compreendeu 40 companhias (do universo de 268) que divulgam o Relato Integrado, conforme o *Integrated Reporting* (INTEGRATED REPORTING, 2015). Essa amostra contemplou cinco empresas do continente asiático, 30 da Europa e cinco da América do Sul.

Para selecionar essas 40 companhias, dentre as 268 que apresentavam o Relato Integrado em 2015, primeiramente, excluiu-se aquelas na África do Sul. Isso porque, esse país – como já apresentado na seção 2.1.1 deste trabalho – tem, em seu código de apresentação de relatos, o conceito de relato integrado. Tal formato é obrigatório no país, e essas companhias não se valem do conceito apresentado sobre a Teoria da Sinalização, no tópico 2.3 deste trabalho.

O segundo critério para selecionar essas companhias foi avaliar quais apresentavam todas as informações necessárias aos testes a que este trabalho se propôs. Esses relatórios de informações estão disponibilizados no banco de dados da Thomson ONE Analytics®. As informações pertinentes e o banco de dados serão abordados em mais detalhes nas próximas seções.

Adicionalmente, a amostra utilizada contemplou apenas companhias de capital aberto e que divulgam relatórios anuais. Isso porque, segundo a KPMG (2013), as companhias que divulgam tais relatórios de forma adequada possuem apresentação clara de governança estruturada.

Encontrou-se 40 empresas que preencheram os requisitos para o estudo e que divulgam o Relato Integrado. No entanto, para possibilitar a comparação intencionada nesta pesquisa, foi necessária selecionar mais outras 40 que não divulgam o relatório, para compor a amostra de controle. Essa seleção considerou que as empresas que não o divulgam devem ter comparabilidade; ou seja, as companhias foram selecionadas por se assemelharem às 40 que apresentam o Relato Integrado, considerando o mesmo país, o mesmo setor de atuação e ser de capital aberto, com as informações necessárias para análise disponíveis na base de dados da Thomson ONE Analytics®. As 80 empresas analisadas neste estudo provêm de 16 países distintos e pertencem a nove setores diferentes de atuação, que são: materiais básicos, consumíveis cíclicos, consumíveis não cíclicos, energético, financeiro, cuidados com a saúde, industrial, tecnológico e utilitários (classificação de atuação conforme a base de dados da Thomson ONE Analytics®), segundo a Tabela 2, adiante:

Tabela 2 – Disposição da amostra

País	Setor
Alemanha	materiais básicos; utilitários
Áustria	industrial
Brasil	consumíveis não cíclicos; financeiro; industrial; utilitários
Coréia do Sul	industrial
Dinamarca	cuidados com a saúde
Espanha	consumíveis cíclicos; energético; financeiro; industrial; tecnológico; utilitários
Finlândia	consumíveis não cíclicos
França	consumíveis cíclicos; tecnológicos
Holanda	cuidados com a saúde; financeiro; industrial

País	Setor
Hong Kong	utilitários
Itália	consumíveis cíclicos; energético; financeiro; industrial
Polônia	energético
Reino unido	industrial
Singapura	financeiro
Suécia	industrial
Turquia	financeiro

Fonte: Elaboração própria.

A amostra de controle possibilita observar os efeitos não passíveis às variáveis de controle identificadas nos estudos anteriores, variáveis essas descritas na seção 3.2.3. Os efeitos controlados nessa amostra são políticos, econômicos e culturais. Para manusear os dados da amostra, utilizou-se a regressão de dados em painel, visto que, por meio dela, é possível analisar fenômenos que sofrem alterações no decorrer dos anos (FÁVERO et al., 2013).

Conforme Pindyck e Rubinfeld (2004), Gujarati (2006) e Fávero et al. (2009), as principais características da análise de dados em painel são:

- Maior número de observações para se trabalhar, com consequente aumento do número de graus de liberdade e eficiência dos parâmetros. Isso porque, na análise de dados em painel, há a multiplicação do número de *cross-section* pela quantidade de períodos;
- Redução de problemas de multicolinearidade de variáveis explicativas, já que esse problema, recorrentemente, aparece em modelos com um número limitado de observações. Ademais, pode ser reduzido, por meio do aumento obtido na multiplicação do número de *cross-section* pela quantidade de períodos de tempo;
- Existência da dinâmica intertemporal, que representa o “*mix*” entre as *cross-sections* e a série temporal.

Neste trabalho, a amostra se caracteriza como um painel não balanceado, por ter um número diferente de observações de corte para cada ano.

3.2. Definição das variáveis

Definiu-se as variáveis conforme a literatura já existente, referente à análise de impacto na acurácia consensual do analista de mercado, como explanado nos subtópicos a seguir.

3.2.1. Variável dependente

Acurácia: A variável dependente utilizada neste trabalho é a Acurácia da Previsão do Consenso dos Analistas (APCA_I), uma medida derivada da metodologia utilizada por Martinez e Salim (2004), Martinez (2004) e Dalmácio (2009). Segundo a literatura internacional, trata-se da diferença entre o lucro previsto pelos analistas consensualmente e o lucro por ação real, deflacionado pelo preço da ação (DURU; REEB, 2002; LANG; LUNDHOLM, 1996; BHAT; HOPE; KANG, 2006).

$$ACURACIA_t = (-1) \frac{|LPAPREV_{i,t}^{t-1} - LPAREAL_{i,t}|}{P_{i,t-1}} \quad (1)$$

Em que: $LPAPREV_{i,t}^{t-1}$ = lucro por ação previsto pelo consenso dos analistas no tempo t-1 para a empresa i para o tempo t; $LPAREAL_{i,t}$ = lucro por ação efetivo da empresa i, apurado no tempo t; e $P_{i,t-1}$ = preço da ação da empresa no tempo t-1.

3.2.2. Variável independente

Como variável independente, neste estudo, utilizou-se a divulgação do **Relato Integrado (DRI)**. Essa compreende uma variável binária (*dummy*), que representa a divulgação ou não do Relato Integrado pelas empresas. Tal variável assume o valor igual a 1 (um) quando a empresa divulga o relato, e 0 (zero) quando não o divulga.

3.2.3. Variáveis de controle da acurácia da previsão consensual dos analistas

Com vistas a isolar o efeito sobre a variável dependente, adicionou-se ao modelo as variáveis de controle. Para tanto, revisou-se a literatura nacional e internacional sobre os determinantes da acurácia de previsão consensual dos analistas de mercado, chegando às seguintes variáveis:

Idade da Previsão (IDADE): número de dias entre a data da previsão e a data do anúncio do resultado real, considerando que existem evidências de que, quanto maior a idade da previsão, menor a acurácia (DALMÁCIO, 2009).

Viés da Previsão (DOTIM): variável binária (*dummy*), que captura o viés da previsão. Essa variável assume valor igual a 1 (um) quando a previsão é otimista, e 0 (zero) quando é pessimista (SILVA, 1998; MARTINEZ; SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; DALMÁCIO, 2009).

Resultado (DRESULT): variável binária (*dummy*), que representa o resultado da empresa em um determinado período (lucro ou prejuízo). Essa variável assume valor igual a 1 (um) quando o resultado real da empresa é prejuízo, e 0 (zero) quando o resultado é lucro (DALMÁCIO, 2009). Como relatam Silva, (1998), Abarbanell e Lehavy (2003), Martinez e Salim (2004), Martinez (2004), Byard, Li e Weintrop (2006) e Bhat, Hope e Kang (2006), há evidências de que, se o resultado da previsão é prejuízo, a acurácia é menor.

Volatilidade dos Resultados (DVPRESULT): desvio padrão dos resultados reais; ou seja, desvio padrão do lucro por ação do ano t , mais os quatro anos anteriores aos da observação, escalonados pelo preço da ação da empresa i no período t (DALMÁCIO, 2009). Conforme Silva (1998), Byard, Li e Weintrop (2006) e Bhat, Hope e Kang (2006), quanto maior a volatilidade dos resultados, menor é a acurácia.

Cobertura dos Analistas (QANALIST): quantidade de analistas que acompanham a empresa i no período t (DALMÁCIO, 2009). Segundo Conroy e Harris (1987), Brown, (1997), Martinez e Salim, (2004) e Martinez (2004), quanto maior o número de analistas que acompanham uma determinada empresa, maior é a acurácia.

Dispersão das Estimativas (DVPESTIMAT): medida de risco, calculada como desvio padrão das estimativas (previsões) para a empresa i no período t , escalonada pelo preço da ação da empresa i no período t (DALMÁCIO, 2009). Conroy e Harris (1987), Martinez e Salim (2004), Martinez (2004) e Byard, Li e Weintrop (2006) afirmam que, quanto maior a dispersão das estimativas, menor a acurácia.

Tamanho (TAM): utilizou-se o logaritmo natural do valor de mercado da empresa como *proxy* para tamanho, sendo o valor de mercado o valor total da empresa, em unidade monetária, em 31 de dezembro de cada ano analisado, apurado pela base de dados Thomson ONE Analytics®. Consoante a literatura, há evidências de que, quanto maior o tamanho da empresa analisada, maior a acurácia (BROWN, 1997; RICHARDSON et al., 1999; MARTINEZ; SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; CHIANG; CHIA, 2005; BHAT; HOPE; KANG, 2006).

$$TAM_{i,j} = \ln(VM_{i,j}) \quad (2)$$

Price-to-book (PTB): relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa i no tempo t (DALMÁCIO, 2009). De acordo com a literatura, há evidências de que, quanto maior o *price-to-book*, maior a acurácia (RICHARDSON; TEOH; WYSOCKI, 1999; MARTINEZ, 2004).

$$PTB_{i,j} = \frac{VM_{i,j}}{VP_{i,j}} \quad (3)$$

Sector de Atividade (DSETOR): representado por um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), que assumem valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor, e 0 (zero) para as de outros setores (SILVA, 1998; MARTINEZ, 2004; BHAT; HOPE; KANG, 2006; BYARD; LI; WEINTROP, 2006).

Ano (DANO): variável *dummy* para capturar as particularidades de cada ano (DALMÁCIO, 2009). É representada por um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), que assumem valor igual a 1 (um) para determinado ano, e 0 (zero) para os outros. Conforme a literatura (MARTINEZ, 2004; HAT; HOPE; KANG, 2006; BYARD; LI; WEINTROP, 2006), as particularidades de cada ano influenciam na acurácia.

Como identificado por Dalmácio (2009) a governança corporativa também impacta a acurácia do analista de mercado. Todavia, essa variável não foi incluída nas variáveis de controle deste estudo. Isso porque, conforme Abreu et al. (2016), o Relato Integrado já inclui os conceitos e princípios de governança corporativa, assim como o GRI. Segue na figura 4, adiante:

Figura 4 - Governança Corporativa dentro do Relato Integrado e do GRI

IR	GRI G4
<p>4B Governança: O Relato Integrado deve responder à seguinte questão: Como a estrutura de governança da organização proporciona apoio para a sua habilidade de criação de valor no curto, médio e longo prazo?</p>	<p>5.1 PADRÕES GERAIS DE DIVULGAÇÃO</p> <p>Governança: Estes padrões de divulgação (G4-34 a G4-55) proporcionam uma visão geral de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • A estrutura de governança e sua composição; • O papel dos mais altos órgãos de governança na definição do propósito, valores e estratégia da organização; • As competências e a avaliação de desempenho dos altos órgãos de governança • O papel dos mais altos órgãos de governança na gestão de riscos • O papel dos mais altos órgãos de governança nos Relatórios de Sustentabilidade; • O papel dos mais altos órgãos de governança na avaliação do desempenho econômico, ambiental e social; • Remuneração e incentivos

Fonte: Abreu et al. (2016, p. 36).

3.2.4. Base de dados

Os dados para analisar a relação entre a divulgação do Relato Integrado pelas empresas e a acurácia do analista de mercado foram obtidos através da *Thomson ONE Analytics®*. Essa base de dados permite extrair dados referentes às empresas de todos os continentes. Ela é composta por dados divulgados pelas empresas e outros, concernentes às análises efetuadas pelos analistas de mercado, como a estimativa de lucros e preços por ação. Além disso, permite a seus usuários conhecer a quantidade de estimativas efetuadas por analistas e quantos e quais analistas as efetuaram. É possível consultar dados históricos e projetados, o que permite a análise comparativa entre períodos diferentes.

3.2.5. Modelo Utilizado

Após determinar as variáveis e estratégia, definiu-se como modelo de análise uma abordagem que permitisse uma relação linear entre variáveis. Isso porque, neste trabalho, averiguou-se a relação entre a divulgação do Relato Integrado e as previsões dos analistas de mercado. Ou seja:

$$ACURÁCIA = f(\text{divulgação do relato integrado}) \quad (4)$$

Segue o modelo geral utilizado para verificar e analisar esse relacionamento:

$$ACURÁCIA = \alpha_0 + \alpha_1 DRI_{i,t} + \sum_j^k \varpi_j VC_{i,t}^j + \alpha_1 + \xi_{i,t} \quad (5)$$

Em que:

$ACURÁCIA_{i,t}$ = acurácia da previsão do consenso dos analistas para a empresa i no período t (DALMÁCIO, 2009).

$DRI_{i,t}$ = variável independente, que representa a divulgação do Relato Integrado pela empresa i no período t.

$VC_{i,t}^j$ = variáveis de controle j, de um total de k variáveis, para a empresa i no período t (DALMÁCIO, 2009).

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t (DALMÁCIO, 2009).

Esse modelo tem fundamento na Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973). Ademais, parte do pressuposto de que a divulgação do Relato Integrado influencia a acurácia da previsão consensual dos analistas. Abordagem semelhante a essa foi adotada para analisar a influência de adotar práticas diferenciadas de governança corporativa por empresas brasileiras, na acurácia da previsão (consensual e individual) dos analistas, por Dalmácio (2009), Chiang e Chia (2005); Bhat, Hope e Kang (2006) e Byard, Li e Weintrop (2006).

No modelo proposto neste estudo, α_1 representa a relação entre a divulgação do Relato Integrado e a acurácia das previsões dos analistas. Dessa forma, uma indicação de que a

variável que representa a divulgação do relatório proporciona aumento na acurácia das previsões dos analistas de mercado seria quando o valor estimado para o parâmetro for positivo e estatisticamente significativo. Para evitar heterocedasticidade ao estimar o modelo, utilizou-se o método da regressão robusta em sua estimativa, com o emprego da matriz de White. Inicialmente, esse modelo é estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e configurado conforme a abordagem *pooled* (POLS). No entanto, sobre isso, Dalmácio (2009, p. 134) relata que “no modelo *pooled*, o intercepto e o coeficiente angular das variáveis independentes são os mesmos para todas as observações ao longo do tempo, ou seja, a natureza de cada unidade do corte transversal (*cross-section*) não é levada em consideração”. Ou seja, essa abordagem não considera os fatores não observáveis que podem influenciar a relação entre a divulgação do Relato Integrado e a acurácia das previsões dos analistas. Se esses efeitos não observáveis existirem, a utilização das abordagens de efeitos fixos e efeitos aleatórios é mais apropriada, devendo alterar o modelo e decompor o termo de erro $e_{i,t}$ em $\alpha_i + \xi_{i,t}$ conforme adiante:

$$ACURÁCIA = \alpha_0 + \alpha_1 DRI_{i,t} + \sum_j^k \varpi_j VC_{i,t}^j + \alpha_1 + \xi_{i,t} \quad (6)$$

Inicialmente, desconsiderar os fatores não observáveis implica ignorar fatores exógenos, como política, economia, religião, legislação de cada país em que atuam as empresas que compõem a amostra, entre outros fatores que podem implicar o aumento ou a diminuição da acurácia dos analistas de mercado. A instabilidade econômica de um país pode ser um fator que traria dificuldades ao analista de mercado para efetuar suas previsões, por exemplo. A continuidade e utilização desse modelo aludiriam ao estudo desses fatores exógenos, que seriam inúmeros. Isso porque a amostra abordada neste trabalho englobou diversas nacionalidades, impossibilitando a captura de tais dados em tempo hábil, para que tais fatores fossem controlados e fosse isolado somente o efeito do Relato Integrado na acurácia do analista de mercado. Para que fossem isolados os fatores exógenos e restasse apenas o efeito de a empresa divulgar ou não o relatório na acurácia do analista de mercado, a possibilidade encontrada seria o uso da regressão de diferenças em diferenças.

Esse método implica empregar uma amostra de controle em que não conste o fator que se deseja estudar; neste trabalho, o Relato Integrado. Assim, haveria uma amostra em que empresas divulgam o referido relatório e, outra, em que não o divulgam. Isso possibilitaria a

comparação dos dois cenários, permitindo isolar os fatores exógenos, pela análise da diferença dos impactos na comparação dessas amostras.

Eventos exógenos ocorrem quando, por exemplo, há mudança na economia, na política e tais alterações modificam o ambiente onde determinada amostra de indivíduos se encontra; e é nesse ambiente em que ocorrem os experimentos naturais (WOOLDRIDGE, 2002). Ashenfelter e Card (1985) enfrentaram os eventos exógenos para analisar o impacto de um programa de treinamento para profissionais, pela observação dos ganhos obtidos por esses indivíduos antes e após o treinamento. Para vencerem, ou seja, isolarem os impactos exógenos em sua amostra de profissionais, Ashenfelter e Card (1985) utilizaram uma amostra de controle; ou seja, analisaram a diferença existente entre os ganhos obtidos pelos profissionais que receberam o treinamento e, na mesma proporção, de outros que não receberam treinamento em um mesmo espaço de tempo. Por meio da diferença entre esses ganhos, puderam mensurar o impacto do programa de treinamentos.

Assim, fica claro que, ao analisar um experimento natural, deve-se possuir uma amostra de controle; isto é, que não foi afetada pelo objeto em estudo, e uma de tratamento, que foi afetada pelo objeto em estudo, ambas com características semelhantes. Diferentemente de experimentos reais, em que a amostra de tratamento e controle são escolhidas aleatoriamente, visando a evitar o viés nas estimativas, as amostras em um experimento natural surgem de maneira que o objeto altera o ambiente. Assim, é necessário que haja dados antes e após o evento, “objetos de estudo”, das duas amostras. Dessa forma, quatro amostras compuseram este trabalho, conforme Quadro 1, a seguir:

Quadro 1 - Amostra utilizada para analisar o impacto do Relato Integrado na acurácia do analista de mercado

Acurácia do analista sobre empresas que aderiram ao Relato Integrado	Antes da adoção do Relato Integrado (I)	Depois da adoção do Relato Integrado (III)
Acurácia do analista sobre empresas que não aderiram ao Relato Integrado	Antes da adoção do Relato Integrado pelas empresas que aderiram (II)	Depois da adoção do Relato Integrado (IV)

Fonte: Elaboração própria.

Pelas diferenças entre os itens I e III, e II e IV, tem-se uma medida que diferencia a acurácia dos analistas das empresas que aderiram ao Relato Integrado, considerando os períodos

anteriores e posteriores à adoção, assim como a acurácia dos que não aderiram ao relatório, respectivamente.

Espera-se que a amostra da acurácia dos analistas das empresas que aderiram ao Relato Integrado sofra impacto desse, de forma a aumentar a diferença observada entre o período antes e após a sua adoção. Assim, possivelmente, esse impacto também se deve outros fatores, como instabilidade política, que talvez afetasse ainda a amostra das empresas que não aderiram ao relatório. Desse modo, quando se subtrai a diferença verificada em II e IV, da diferença entre I e III, obtém-se o real impacto do Relato Integrado na acurácia dos analistas. Isso porque os efeitos que impactaram as empresas e não foram causados por este Relato foram subtraídos, ou seja, isolados.

4. RESULTADOS

A análise para concluir os resultados fundamentou-se em uma amostra total de 80 companhias: 40 que divulgam o Relato Integrado e 40 que não o fazem. O período analisado compreendeu 2008 a 2010, antes da adoção, e 2012 a 2014, após, com a exclusão de 2011, já que foi o primeiro ano da adoção, e as companhias ainda estavam se adaptando à sua formulação.

Para atestar que as companhias analisadas passaram a divulgar seus relatórios a partir de 2012, efetuou-se a leitura de seus relatórios anuais disponíveis em seus sites eletrônicos. Disso, constatou-se que eles tinham as características especificadas pelo *Framework* do Relato Integrado; ou ainda, elas citaram estar se enquadrando nos padrões de divulgação. Entre as 40 companhias analisadas, apenas nove não faziam menção direta ao Relato Integrado, mas já seguiam sua metodologia, pois já adotavam o pensamento integrado entre suas áreas na elaboração de seus relatórios.

Depois de concluída a seleção das companhias e coletados os dados referentes às variáveis expostas utilizadas neste trabalho, obteve-se um total de 480 observações. Dessas, posteriormente, exclui-se as observações/amostras com *missing values* para as variáveis utilizadas no modelo proposto.

Tabela 3 Composição da amostra

	Nº de empresas	Dados
Amostra inicial	80	480
(-) Exclusão de outliers	(1)	(36)
(=) Amostra Final	79	444

Fonte: Elaboração própria.

Adicionalmente, a fim de verificar se haveria problemas de multicolinearidade, efetuou-se o Teste Fator de Inflacionamento da Variância (VIF), como mostra a Tabela 3, a seguir:

Tabela 4 Teste Fator de Inflacionamento da Variância (VIF)

Variáveis	VIF
DRI	1,166
IDADE	1,397
DOTM	3,207
DRESULT	3,299

Variáveis	VIF
DVPRESULT	1,701
QANALIST	2,112
DVPESTMAT	1,554
TAM	2,687
PTB	1,104
DSETOR	1,167
DANO	1,110

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Valores acima de 10 indicam potenciais problemas de multicolinearidade.

Conforme a Tabela 3, as variáveis não apresentaram problemas de multicolinearidade, pois todos os valores restaram abaixo de 10. E, através do cálculo da média do VIF, 1,864, concluiu-se que a amostra utilizada é isenta desse tipo de problema.

Efetuuou-se também o teste de White (Tabela 4), para garantir que não haveria problemas de heterocedasticidade com os dados analisados e o modelo utilizado. Disso, rejeitou-se a hipótese nula de homocedasticidade, concluindo, portanto, pela necessidade da utilização de Erro Padrão Robusto. Fez-se ainda o teste de normalidade, verificando-se que a amostra tem distribuição Normal.

Tabela 5 Pressupostos da Regressão

Teste da normalidade dos resíduos	Teste de White para a heterocedasticidade
Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal	Hipótese nula: sem heterocedasticidade
Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 146,092 com p-valor = 3,9665e-007	Estatística de teste: LM = 146,092 com p-valor = P (Qui-quadrado(71) > 146,092) = e

Fonte: Elaboração Própria

Conforme a Tabela 5, que mostrou os resultados obtidos, elaborou-se o teste por meio de Efeitos fixos, utilizando 444 observações, 79 unidades de corte transversal, comprimento de série temporal mínimo 1 e máximo 6, com a variável dependente **Acurácia** e Erros padrão robustos. Através desse teste, obteve-se R-quadrado de 0,271852, demonstrando alto grau explicativo; porém, a variável independente **DRI**, representante da divulgação do Relato Integrado, não se mostrou significativa.

Ao aplicar neste modelo o teste de Welsh, obteve-se p-valor de 8,56329e-027, demonstrando a preferência pelo modelo de Efeitos fixos. No entanto, ao utilizar o modelo de efeitos

aleatórios e aplicar os testes de Breusch-Pagan e Hausman, obteve-se os resultados expostos na Tabela 6, a seguir:

Tabela 6 Testes para escolha do modelo de Dados em Panel	
Teste de Breusch-Pagan	Teste de Hausman
H0: modelo efeitos fixos	H0: modelo de efeitos aleatórios
H1: modelo de efeitos aleatórios	H1: modelo de efeitos fixos
Estatística de teste assintótica:	Estatística de teste assintótica:
Qui-quadrado(1) = 1,92352	Qui-quadrado(10) = 11,7062
com p-valor = 0,165469	com p-valor = 0,305204

Fonte: Elaboração própria.

O teste de Breusch-Pagan demonstra que deve ser rejeitada a hipótese nula, ou seja, utilizar o modelo de efeitos aleatórios. Entretanto, como apontado pelo resultado do teste de Heusman, na Tabela 5, e pelo teste de Welsh, citado anteriormente, indica-se o uso do modelo de efeitos fixos. Após concluir a indicação do melhor modelo a ser aplicado neste estudo (modelo de efeitos fixos), utilizou-se, para a conclusão, *dummies* temporais, dadas por: dt_1, dt_2, dt_3, dt_4, dt_5 e dt_6, que representam, respectivamente, os anos de 2008, 2009, 2010, 2012, 2013 e 2014, a fim de aprimorá-lo, ao considerar os efeitos temporais. Isso porque a amostra tratou dos impactos da adoção do Relato Integrado, em um período de seis anos.

Portanto, o modelo final utilizado foi o de efeitos fixos, com *dummies* temporais, incluídas 79 unidades de corte transversal, comprimento de série temporal mínimo 1 e máximo 6, erros padrão robustos e omitida a variável dt_3 e **DSETOR**. A omissão dessas variáveis no modelo adotado se deu devido à colinearidade exata, em função de a variável dt_3 ser uma das variáveis temporais utilizadas, e à constância do tempo ser eliminada, ao excluir um ano determinado. Quanto à variável **DSETOR**, por representar o setor de atuação das companhias que compõe a amostra, ela não sofre alterações ao longo do tempo. Isso porque o setor de atuação das companhias não alterará em função do tempo ou outros fatores dentro da amostra utilizada.

Adicionalmente, para atestar a opção por tal modelo, efetuou-se o teste de Welsh, obtendo-se p-valor de 3,353532e-034, demonstrando a preferência pelo modelo adotado. Além desse teste, efetuou-se o teste de Wald, para analisar a significância conjunta das *dummies* temporais, concluindo o p-valor de 0,0316356, indicando recomendação pelas *dummies* temporais.

Com a inclusão das *dummies* temporais, o poder explicativo do teste aumentou para aproximadamente 30%, resultando em um R-quadrado de 0,305269. Os resultados obtidos ao incluir as *dummies* temporais no modelo de efeitos fixos demonstram que o Relato Integrado tem impacto significativo na acurácia da previsão consensual do analista de mercado. Adicionalmente, pela inclusão das *dummies* temporais, constatou-se uma melhora no aprendizado dos analistas, com o aumento da precisão ao longo do tempo, dado a partir da adoção da divulgação do Relato Integrado, conforme Tabela 7, adiante:

Tabela 7 Modelo de Regressão de Efeitos Fixos com *dummies* temporais

Variáveis	Coefficientes	Erro Padrão	Razão-t	p-valor
DRI	-0,0464352	0,0201041	-2,310	0,0235 **
IDADE	-0,000683513	0,000510561	-1,339	0,1845
DOTM	0,0321881	0,0313067	1,028	0,3071
DRESULT	0,0590785	0,0276713	2,135	0,0359 **
DVPRESULT	6,48621e-05	0,000106470	0,6092	0,5442
QANALIST	-0,00342743	0,00192898	-1,777	0,0795 *
DVPESTMAT	0,0199909	0,00888718	-2,249	0,0273 **
TAM	-0,0603126	0,0262126	-2,301	0,0241 **
PTB	0,00817599	0,00514931	1,588	0,1164
DANO	-0,00260440	0,0154094	-0,1690	0,8662
dt_2	-0,00503944	0,0154202	-0,3268	0,7447
dt_4	0,0539802	0,0242000	2,231	0,0286 **
dt_5	0,0510204	0,0224985	2,268	0,0261 **
dt_6	0,0441548	0,0167731	2,632	0,0102 **
R² = 0,305269		F(10, 78) = 5,58476	P-valor (F) 3,08572e-006	
Observações (n)	444			
Teste de Durbin-Watson	1,953603			

Fonte: Elaboração própria.

Notas: * estatisticamente significativo a 10%; ** estatisticamente significativo a 5%; *** estatisticamente significativo a 1%.

Neste trabalho, também se efetuou a análise da alteração na acurácia consensual do analista de mercado, ao comparar a média da acurácia antes e após referida adoção. Para esse teste, utilizou-se o método de teste de médias. Inicialmente, efetuou-se o teste de Shapiro-Wilk, rejeitando-se a hipótese de normalidade e partindo-se para o teste não paramétrico. Fez-se o teste não paramétrico pelo teste de somas de Wilcoxon, concluindo em p-valor bicaudal de 0,568074. Isso permite afirmar que a mediana da acurácia consensual do analista de mercado não apresenta alteração significativa, ao comparar o período antes e após a adoção.

Para resumir de forma clara e concisa os resultados obtidos neste capítulo em relação ao objetivo deste estudo, apresenta-se o Quadro 2, adiante:

Quadro 2 Resumo dos resultados

Análises	Resultados
Acurácia e erros de padrão robustos	Alto grau explicativo
DRI	O Relato Integrado possui impacto significativo na acurácia e demonstra melhora no aprendizado do analista de mercado ao longo do tempo.
Teste das somas de Wilcoxon	A mediana da acurácia consensual dos analistas de mercado não teve alterações significativas antes e depois da adoção do Relato Integrado. O que demonstra a importância das variáveis de impacto na acurácia do analista de mercado utilizadas no modelo.
<i>Dummies</i> temporais	Há impactos decorrentes da adoção do Relato Integrado
<i>Dummies</i> temporais de efeito fixo	Impacto significativo de 10% na acurácia dos analistas de mercado e melhora no aprendizado dos analistas, com aumento da precisão das previsões após a adoção do Relato Integrado.

Fonte: Elaboração própria.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados demonstraram que o viés do resultado é significativo em 10% e impacta a acurácia do analista de mercado de forma positiva, atestando os resultados obtidos em trabalhos anteriores (SILVA, 1998; ABARBANELL; LEHAVY, 2003; MARTINEZ; SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; BHAT; HOPE; KANG, 2006; BYARD; LI; WEINTROP, 2006; DALMÁCIO, 2009). O resultado positivo da acurácia decorre de diferentes fatores, mas, sobretudo, porque o analista desenvolve um melhor trabalho quando os resultados da companhia são positivos; ou seja, superiores a zero (MARTINEZ; SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004).

Outra variável de controle que provou seu impacto na acurácia do analista de mercado foi a cobertura (QANALIST). Essa variável teve significância de 10%, atestando seu poder de influência na acurácia da previsão consensual dos analistas de mercado. Entretanto, como o sinal obtido foi negativo, neste trabalho, seu impacto foi contrário às evidências observadas na literatura. Isso porque, até então, Conroy e Harris (1987), Brown (1997), Martinez e Salim (2004), Martinez (2004) e Dalmácio (2009) haviam constatado tal impacto positivo.

Duas outras variáveis que também mostraram significância foram o tamanho da companhia (TAM) e a dispersão das estimativas (DVPESTIMAT). Todavia, referentemente ao tamanho da companhia, o resultado obtido com a análise efetuada foi contrário aos identificados por Brown (1997), Richardson et al (1999), Martinez e Salim (2004); Martinez (2004), Chiang e Chia (2005), Bhat, Hope e Kang (2006). Isso porque, neste trabalho, o tamanho das companhias analisadas teve impacto negativo na acurácia, o que corrobora os resultados obtidos por Dalmácio (2009). No que tange à variável DVPESTIMAT, comprovou-se os resultados obtidos na literatura existente, pois apontam que o impacto dessa variável é negativo na acurácia consensual do analista de mercado (CONROY; HARRIS, 1987; MARTINEZ; SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; BYARD; LI; WEINTROP, 2006).

O resultado obtido, divergente da literatura existente, pode ocorrer porque o analista de mercado tende a acompanhar as maiores companhias e, por confiar em suas próprias análises, deixa de se preocupar tanto com elas. Ademais, ele dá menos atenção àquelas empresas de menor tamanho, que, por não possuírem tanta informação disponível, exigem mais tempo

para ser analisadas. Os trabalhos mais recentes que avaliaram a acurácia do analista de mercado, e que abordam a divulgação de relatórios de cunho não financeiro, não apontam resultados referentes às variáveis de controle utilizadas em seus testes, por exemplo, Bernardi e Stark (2016) e Dhaliwal et al. (2012). Assim, não foi possível compará-los com este trabalho.

Além das variáveis de controle, a divulgação do Relato Integrado, foco deste trabalho, mostrou ter impacto estatisticamente significativo de 10% na acurácia do analista de mercado. Esse resultado indica que as companhias estão, conforme a Teoria da Sinalização – e pela divulgação do Relato Integrado - buscando sinalizar um diferencial ao mercado em relação àquelas que não o fazem. Apesar de o impacto dessa divulgação se dar de forma negativa na acurácia do analista de mercado desse projeto, ao utilizar as *dummies* temporais, identificou-se que, ao longo do tempo, a acurácia do analista de mercado aumenta; isto é, após adotar e divulgar o relatório, os analistas de mercado melhoram seu desempenho nas previsões efetuadas. Isso é observado quando foram analisadas as variáveis *dt_4*, *dt_5* e *dt_6*, que representam os anos de 2012, 2013 e 2104 respectivamente, apontando que o impacto da divulgação aumentou ao passar do tempo, sendo antes insignificante estatisticamente e posterior à adoção da divulgação do Relato Integrado significativo, em 10%.

O impacto negativo da divulgação do Relato Integrado corrobora os resultados obtidos por Bernardi e Stark (2016). Esses autores também identificaram tal impacto, ao analisar uma amostra contemplando apenas companhias da África do Sul até 2012, em que o conceito de Relato Integrado floresceu conforme seção 2.1.1 deste trabalho.

Nessa mesma linha, Dhaliwal et al. (2012) analisaram o impacto da divulgação de relatórios de cunho não financeiro na acurácia do analista de mercado. Para isso, utilizaram 7.779 relatos, de 49 países diferentes, durante os períodos de 1994 a 2007. Os autores constataram que tais relatos têm impacto negativo na acurácia do analista de mercado, corroborando este trabalho.

Apesar do impacto negativo da divulgação do Relato Integrado na acurácia do analista de mercado, as *dummies* temporais demonstraram uma melhora na acurácia do analista de mercado ao longo do tempo. Isso atesta o impacto positivo dessa divulgação, como ampliação da informação disponível, pois foi depois disso que houve melhora na acurácia. Essa melhora

ao longo do tempo demonstra o aprendizado contínuo do mercado em relação ao Relato Integrado; visto que, embora esse tenha tido início em 2011, teve seu *Framework* finalizado somente em 2014; ou seja, no último ano contemplado pela amostra deste trabalho.

Diante dos resultados obtidos, é possível concluir que o Relato Integrado possibilitou ao mercado uma gama maior de informações. Ainda, intensificou sua qualidade, munindo o analista de maior conteúdo para suas análises, ou mesmo fazendo com que voltasse mais sua atenção para aquelas empresas que não o divulgam. Isso porque, conforme os resultados, como o impacto dessa divulgação é negativo na acurácia do analista de mercado, as companhias que não o fazem aumentaram em maior proporção sua acurácia ao longo do tempo.

Assim, como identificado por Dhaliwal et al. (2012) e Bernardi e Stark (2016), os analistas de mercado, apesar da importância e crescente preocupação dada ao mercado referente a informações de cunho não financeiro, não se atêm a informações de cunho não financeiro. É justamente essa a questão intrigante; os resultados apontam que esses analistas não se atêm às informações de cunho não financeiro, ou acreditam que companhias que divulgam o relatório têm maior credibilidade. Desse modo, confiam mais em suas informações do que naquelas previsões feitas para empresas que não o divulgam. Destarte, demandam mais tempo para as análises referentes às empresas que não divulgam. Caso isso seja uma verdade, os analistas de mercado demandariam menos tempo e esforço em suas análises referentes às companhias que divulgam informações com cunho não financeiro. Além disso, mais tempo e esforço com aquelas que não divulgam. Tal fato, bem como o resultado da companhia ser positivo ou negativo, poderia então ser entendido como um viés na acurácia do analista de mercado.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Um fato relevante deste trabalho é, que ao mesmo tempo, apesar de ser um limitante, apontou descobertas favoráveis para adotar a divulgação do Relato Integrado, é que o seu *Framework* foi finalizado apenas em 2014; ou seja, no último ano em que este trabalho analisou o impacto de sua divulgação na acurácia do analista de mercado. Tal fato torna-se positivo, ao analisar os resultados obtidos neste estudo, pois demonstra a evolução do aprendizado referente ao Relato Integrado, ao constatar que, ao longo do tempo, após iniciar sua adoção, a acurácia do analista de mercado melhorou.

Outro fato importante é que, apesar de a amostra ter englobado 40 companhias que divulgam o relatório e outras 40 que não o fazem, não é possível atestar que essas últimas não tenham o pensamento integrado das áreas na formulação de seus relatos. Tal fato revela, mais uma vez, o possível impacto do surgimento desse conceito, ao constatar os resultados obtidos neste trabalho.

Além de esses resultados apontarem novos questionamentos referentes à importância dada pelo analista de mercado às informações de cunho não financeiro, como exposto na seção anterior deste trabalho, por meio destes resultados, também se pode constatar mais uma variável de impacto na acurácia do analista de mercado, a **DRI**.

Esses resultados se agregam à literatura já existente. Ademais, incentivam novos trabalhos, já que o Relato Integrado é um gerador de informações de aplicação recente. Conforme Dumay *et al.* (2016), existem poucos trabalhos que atestam seu impacto positivo e efetivo no mercado. Adicionalmente, este trabalho contribui não só com o meio acadêmico, mas também com a prática. Isso porque denota a importância de divulgar ao mercado informações de cunho não financeiro, pela análise da divulgação do Relato Integrado.

O poder preditivo e informativo do Relato Integrado é reforçado quando se analisam os resultados obtidos em trabalhos recentes, como Dhaliwal *et al.* (2012) e Bernardi e Stark (2012). Nesses, constatou-se que o analista de mercado não dá atenção às informações de cunho não financeiro. Isso porque encontraram significância de impacto negativo dessas informações na acurácia consensual do analista de mercado. Os resultados, sem considerar a

análise do efeito do tempo (Impacto da adoção do Relato Integrado ao longo do tempo), por meio das *dummies* temporais, corroboram os trabalhos anteriores e contrariam a hipótese proposta no trabalho.

Contudo, os resultados dos trabalhos citados nesse parágrafo demonstram que, antes dessa adoção, não havia indícios de melhora na acurácia do analista. Entretanto, pelo uso das *dummies* temporais, neste trabalho, percebeu-se que divulgar informações de cunho não financeiro, juntamente com as de cunho financeiro – e pelo pensamento integrado do Relato Integrado- causa impacto na percepção dessas no mercado. Isso se constata ao verificar o aumento da acurácia ao longo do tempo, após essa adoção.

Ao analisar de forma isolada a variável que capta o impacto da referida divulgação na acurácia consensual do analista de mercado, é possível afirmar que, a Teoria da Sinalização, ao longo do tempo, deixa de interferir no fato de as companhias divulgarem ou não o relatório, isso porque as que não o divulgaram tiveram um aumento maior da acurácia consensual do analista de mercado; ou seja, após referida adoção, eles captam esse sinal no início, mas passam a se atentar, posteriormente, àquelas companhias que não o divulgam.

Essa tendência de o analista de mercado atentar-se mais às companhias que não possuem tais informações, como as disponíveis no Relato Integrado, de cunho não financeiro, reforça a conclusão dos trabalhos de Dhaliwal et al. (2012) e Bernardi e Stark (2012); ou seja, o analista passa a ter maior credibilidade em companhias que detêm essas informações, do que naquelas que não as detêm, dando mais atenção a essas últimas.

REFERÊNCIAS

ABARBANELL, J. S.; BERNARD, V. L. Test of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 3, p. 1181-1207, 1992.

ABARBANELL, J.; LEHAVY, R. Reuven An Explanation for why prior stock returns and analysts' earnings forecast revisions predict earnings management and forecast errors. **Working Paper**. 2003. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/50dc/8080f7c8a502d02c7366d527ee11d8e77321.pdf>>. Acesso em: 22 de mar. de 2016.

ABREU, A. C. S.; ZARO, E. S.; LUIZ, G.; VAN BELLEN, H. M.; VICENTE, E. F. R. Governança corporativa na estrutura conceitual do relato integrado: divulgações das empresas brasileiras participantes do projeto piloto. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 6, n. 2, p.31-49, 2016.

ADAMS, C.A. Understanding Integrated Reporting: the Concise Guide to Integrated Thinking and the Future of Corporate Reporting. Do Sustainability, Oxford, 2015.

ADAMS, S., SIMNETT, R. Integrated Reporting: an opportunity for Australia's not-for-profit sector. **Accounting Review**. 21 (3), 292-301,2011

AHLERS, G. K. C.; CUMMING, D.; GUNTHER, C. Signaling in Equity Crowdfunding. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 39, n. 4, p. 955-980, 2015.

AKERLOF, G. A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

AMBARISH, R.; JOHN, K.; WILLIAMS, J. Efficient signalling with dividends and investments. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 2, p. 321-343, 1987.

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DO MERCADO DE CAPITAIS. **Código de Ética e Padrões de Conduta Profissional de Investimento**. 2016. Disponível em: <http://www.apimec.com.br/ApimecSUL/show.aspx?id_canal=2265&id_materia=22917>. Acesso em: 23 de set. 2016.

ASHENFELTER, O.; CARD, D. Using the Longitudinal Structure of Earnings to Estimate the Effect of Training Programs. **The Review of Economics and Statistics**, v. 67, n. 4, p. 648-660, 1985.

BEAVER, W. H. **Financial Reporting**: an accounting revolution. 1. ed. New Jersey: Prentice Hall Englewood Cliffs, 1981. 213p.

BECK, C.; DUMAY, J.; FROST, G. In Pursuit of a 'Single Source of Truth': from Threatened Legitimacy to Integrated Reporting. **Journal of Business Ethics**, v. 141, n. 1, p. 191-205, 2015.

BERNARDI, C.; STARK, A. W. Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts. **The British Accounting Review**, 2016. In press.

BHAT, G.; HOPE, O. K.; KANG, T. Does Corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecast? **Accounting and Finance**, v. 46, n. 5, p. 715-732, 2006.

BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy and the “bird in the hand” fallacy. **Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259-270, 1979.

BRAINARD, S. L.; MARTIMORT, D. Strategic trade policy design with asymmetric information and public contracts. **Review of Economic Studies**, v. 63, n. 1, p. 81-105, 1996.

BROWN, L. D.; HAGERMAN, R. L.; GRIFFIN, P. A.; ZMIJEWSKI, M. E. An evaluation of alternative proxies for the market’s expectation of earnings. **Journal of Accounting & Economics**, v. 9, n. 2, p. 159-193, 1987.

BROWN, L. D. Analysts forecast errors and their implications for security analysis: an alternative perspective. **Financial Analysts Journal**, v. 52, n.1, p. 40-47, 1996.

BROWN, L. D. Analyst forecasting errors: additional evidence. **Financial Analysts Journal**, v. 53, n. 6, p. 81-88, 1997.

BUITENDAG, N., FORTUIN, G.S., DE LAAN, A. Firm characteristics and excellence in integrated reporting. South African Journal of Economic and Management. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v 20, n.1.2017

BYARD, D.; LI, Y.; WEINTROP, J. Corporate governance and the quality of financial analysts’ information. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 5, p. 609-625, 2006.

CAVEZZALI, E.; CREPALDI, J.; RIGONI, U. Proximity to hubs of expertise and financial analyst forecast accuracy. **Eurasian Business Review**, v. 4, n. 2, p. 157-179, 2014.

CHIANG, H.; CHIA, F. Analyst’s financial forecast accuracy and corporate transparency. **Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies**, v. 10, n. 1, p. 09-14, 2005.

CERTIFIED INTERNATIONAL INVESTMENT ANALYST. **ACIIA Principles of ethical conduct**. 2016. Disponível em: <<https://www.aciia.org/aciia-principles-of-ethical-conduct.html>>. Acesso em: 05 de out. de 2016.

COLLIE, D. R.; HVIID, M. International procurement as a signal of export quality. **The Economic Journal**, v. 111, n. 470, p. 374-90, 2001.

CONROY, R.; HARRIS, R. Consensus forecasts of corporate earnings: analysts’ forecasts and time series methods. **Management Science**, v. 33, n. 6, p. 725-738, 1987.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 483**: Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. 2016. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst483consolid.pdf>>. Acesso em: 15 de out. de 2016.

DALMÁCIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro**: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização. 2009. 232 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

DECHOW, P. M.; SCHRAND, C. M. **Earnings quality**. The Research Foundation of CFA Institute, 2004. 152p.

DE LUCA, M. M. M.; CUNHA, J. V. A; RIBEIRO, M. S.; OLIVEIRA, M. C. **Demonstração do Valor Adicionado**: do cálculo da riqueza criada pela empresa ao valor PIB. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 168p.

DHALIWAL, D. S.; RADHAKRISHNAN, S.; TSANG, A.; YANG, Y. G. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. **The Accounting Review**, v. 87, n. 3, p.723-759, 2012.

DUMAY, J.; BERNARDI, C.; GUTHRIE, J.; DEMARTINI, P. Integrated Reporting: Structured literature review. **Accounting Forum**, v. 40, n. 3, p. 166-185, 2016.

DURU, A.; REEB, D. M. International diversification and analysts' forecast accuracy and bias. **The Accounting Review**, v. 77, n. 2, p. 415-433, 2002.

ECCLES, R. G.; CHENG, B.; SALTZMAN, D. **The Landscape of Integrated Reporting Reflections and Next Steps**. Boston: Harvard Business School, 2010. 58p. e 313 p.

ECCLES, R. G.; SALTZMAN, D. Achieving Sustainability Through Integrated Reporting. **Stanford Social Innovation Review**, v. 9, n. 3, p. 51–61, 2011.

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.

FARBER, D. A. Rights as signals. **Journal of Legal Studies**, v. 31, n. 1, p. 83-98, 2002.

FÁVERO, L. P. L. BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 646p.

FERNANDES, L. A. F. **Estudo de métodos para extração de formas e realização de medidas a partir de imagens**. 2005. 29 f. Trabalho (Pós-Graduação em Computação) – Instituto de Informática, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.

FERNANDES, E. N. L. **O impacto da informação contábil de empresas fechadas na percepção de risco dos analistas de crédito**. 2010. 111 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

FLOWER, J. The Integrated Reporting Council: A story of failure. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 27, p. 01-17, 2015.

FRIAS-ACEITUNO, J. V.; RODRIGUEZ-ARIZA, L.; GARCIA-SANCHEZ, I. M. Exploratory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting. **Business Strategy and the Environment**, v. 23, n. 1, p. 56-72, 2014.

_____. 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.

GARCIA-SANCHEZ, I. M.; RODRIGUEZ-ARIZA, L.; FRIAS-ACEITUNO, J. V. The cultural system and integrated reporting. **International Business Review**, v. 22, n. 5, p. 828-838, 2013.

GASPERINI, A.; DONI, F.; TAVERNA, R.; PRATICÒ, V. **Integrated Reporting: Financial Analysts' Perception**, 2015. Disponível em: <<http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2016/04/QUADERNO-AIAF-n.-166-REPORT-INTEGRATO-abstract-EN-1.pdf>>. Acesso em: 37 de out. de 2016.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE. **Sustainability Disclosure Database**. Disponível em: <<http://database.globalreporting.org/search>>. Acesso em: 04 de Nov de 2013.

GU, Z.; WU, J. Earnings skewness and analyst forecast bias. **Journal of Accounting and Economics**, v. 35, n. 1, p. 05-29, 2003.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. XXXp.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

GIVOLY, D.; HAYN, C. K.; KATZ, S. P. Does Public Ownership of Equity Improve Earnings Quality? **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, p. 195-225, 2010.

HEALY, P.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HUMPHREY, C., O'DWYER, B., UNERMAN, J. Re-theorizing the configuration of organizational fields: the IIRC and the pursuit of 'Enlightened' corporate reporting. **Accounting and Business Research**, 47:1, 30-63, 2017.

INSTITUTE OF DIRECTOR SOUTHERN AFRICA. **King code of governance for South Africa**. 2009.

INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS. **Creating Value with Integrated Thinking: The Role of the Professional Accountant**, 2015. Disponível em: <<http://ifac-communications.epaperflip.com/v/Creating-Value-with-Integrated-Thinking/#?page=6>>. Acesso em: 09 de maio de 2016.

INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL. **<IR> reporters**. Disponível em: <http://examples.integratedreporting.org/all_reporters>. Acesso em: 21 de ago de 2015.

_____. **Create Value:** Value to investors. 2015. Disponível em: <<http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/04/Creating-Value-Investors.pdf>>. Acesso em: 23 de mar de 2015.

_____. The International Framework. 2016 Disponível em: <<http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Portugese-final-1.pdf>>. Acesso em: 16 de nov de 2016.

IOANNOU, I. **Sustainability Rising.** Recuperado de: <<http://www.directorship.com/sustainability-rising/>>. Acesso em: 15 de mar de 2013.

IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 7, p. 1053-1081, 2015.

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.

JOHN, K.; WILLIAMS, J. Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1053-1070, 1985.

KLEIN, L. S.; O'BRIEN T. J.; PETERS, S. R. Debt vs. equity and asymmetric information: a review. **The Financial Review**, v. 37, n. 3, p. 317-349, 2002.

KPMG. **The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2013.** Amsterdam, 2013. Disponível em: < <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/08/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2013.pdf>>. Acesso em: 25 de dez. de 2015.

KOLK, A. Sustainability, accountability and corporate governance: exploring multinationals' reporting practices. **Business Strategy and the Environment**, v. 17, n. 1, p. 1-15, 2008.

LANG, M. H.; LUNDHOLM, R. J. Cross-sectional determinants of analysts rating of corporate disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 31, n. 2, p. 246-271, 1993.

_____. Corporate disclosure policy and analyst behavior. **The Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 467-492, 1996.

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **Journal of Financial**, v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.

LIMA, M. P.; ALMEIDA, V. S. Os analistas sell-side fazem boas previsões de preços-alvo no Brasil? **Revista Brasileira de Finanças**, v 13, n 3, p. 365-393, 2015.

LODHIA, S., STONE, G. Integrated Reporting in an Internet and Social Media Communication Environment: Conceptual Insights. **Australian Accounting Review**. Vol.80, 17-33.2017

MARTINEZ, A. L. **Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.

MARTINEZ, A. L.; SALIM, J. J. Analisando as previsões de resultados contábeis dos analistas de empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28, 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004, p. 01-16.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000. 116p.

MASSIE, R. K. Accounting and Accountability: Integrated Report and the purpose of the firm. In: ECCLES, R. G.; CHENG, B.; SALTZMAN, D. (Org). **The Landscape of Integrated Reporting: Reflection and Next steps**. Boston: Harvard Business School, 2010. p. 2-8.

MELLONI, G., CAGLIO, A., PEREGO, P. Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports. **Journal Accounting Public Policy**. v.36, p. 220-238, 2017.

MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

MORRIS, R. D. Sinalling, agency theory and accounting policy choice. **Accounting and Business Research**, v. 18, n. 69, p. 47-69, 1987.

MOSS, T. W.; NEUBAUM, D. O.; MEYSKENS, M. The Effect of Virtuous and Entrepreneurial Orientations on Microfinance Lending and Repayment: A Signaling Theory Perspective. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 39, n. 1, p. 27-52, 2015.

PEREZ JUNIOR, J. H.; OLIVIERI NETO, R.; SILVA, C. A. S. **Relatório Integrado: integração entre as informações financeiras, de sustentabilidade e de governança em relatórios corporativos**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2014. 184p.

PINDYCK, R.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002. 711p.

RAVID, A.; SARIG, O. H. Financial Sinalling by committing to cash outflows. **The Journal of Financial and Quantitative Analysts**, v. 26, n. 2, p. 165-180, 1991.

REID, R. Integrated and GRI Reporting. **The official Magazine of Nacional Association of Corporate Directors**. Ed. March/April 2013.

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.

RICHARDSON, S. A.; TEOH, S. S. H.; WYSOCKI, P. D. **Tracking analysts' forecasts over the annual earnings horizon: are analysts' forecasts optimistic or pessimistic?** Working Paper, University of Michigan. 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=168191>>. Acesso em: 18 de ago de 2015.

ROSALIE, L. G.; SUE, H. N. **Sustainable Measures**: Evaluation and reporting of environmental and social performance. Sheffield: Greenleaf Publishing Limited, 1999.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. **The Bell Journal of Economics**, v. 8, n.1, p. 23-40, 1977.

SALES, R. Em 2013, número de empresas em atividade no Brasil cresceu 3,8%. **Valor Econômico**, 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4210878/em-2013-numero-de-empresas-em-atividade-no-brasil-cresceu-38>>. Acesso em: 19 de maio de 2016.

SCHRICKEL, W. K. **Análise de crédito**: concessão e gerência de empréstimos. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000. 353p.

SHY, O. Exporting as a signal for product quality. **Economica**, v. 67, n. 265, p. 79-90, 2000.

SILVA, H. R. L. F. A capacidade previsionária no mercado acionário brasileiro - um estudo focado nas previsões dos analistas de investimentos. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS Graduação E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 22, 1998, Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998, p. 01-16.

SLEWINSKI, E.; CAMACHO, R. R.; SANCHES, S. L. R. Análise Bibliométrica e Paradigmática da Produção Científica sobre Relato Integrado nos Periódicos Internacionais de Contabilidade. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 15, 2015, São Paulo. **Anais...** São Paulo:USP, 2015, p. 01-15.

SPENCE; A. M. Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 83, n. 3, p. 355-374, 1973.

UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT. **UN Global Compact**: Accenture Release Findings of Largest CEO Research Study on Corporate Sustainability. Disponível em: <<http://www.unglobalcompact.org/news/42-06-22-2010>>. Acesso em: 04 de Nov de 2013.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. 1. ed. London: The MIT, 2002. 752p.

WULF, I.; NIEMÖLLER, J.; RENTZSCH, N. J Development toward integrated reporting, and its impact on corporate governance: a two-dimensional approach to accounting with reference to the German two-tier system. **Journal of Management Control**, v. 25, p. 135-164, 2014.

YU, F. **Essays on governance and earnings management**. 2005. Dissertation (Doctor of Philosophy) - Faculty of Graduate School of Business, University of Chicago, Chicago, 2005.

YU, M. Analyst forecast properties, analyst following and governance disclosures: A global perspective. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 19, n. 1, p. 1-15, 2010.