

INFLUÊNCIA DA DIVULGAÇÃO DO RELATO INTEGRADO NOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA DO DESEMPENHO DE EMPRESAS PARTICIPANTES E NÃO PARTICIPANTES DO PROJETO PILOTO DO IIRC NO BRASIL

INFLUENCE OF REPORTING INTEGRATED IN ECONOMIC AND FINANCIAL INDICATORS: A COMPARATIVE ANALYSIS OF THE PERFORMANCE OF PARTICIPATING AND NON-PARTICIPATING COMPANIES OF THE IIRC PILOT PROJECT IN BRAZIL

Jaianne Rodrigues de Albuquerque¹
Universidade Federal de Pernambuco
jaianne.albuquerque@gmail.com

Luiz Carlos Miranda
Universidade Federal de Pernambuco
mirandaphd@gmail.com

Raimundo Nonato Rodrigues
Universidade Federal de Pernambuco
rnrndg@uol.com.br

Yony de Sá Barreto Sampaio
Universidade Federal de Pernambuco
yonysampaio@gmail.com

RESUMO

O propósito deste estudo foi analisar o desempenho das empresas integrantes do Projeto Piloto do IIRC no Brasil, que divulgam Relato Integrado (RI), comparando com empresas que não fizeram parte dessa iniciativa, no intento de constatar a influência decorrente da divulgação do RI sobre a performance das empresas. Para análise, foi utilizado o Método *Difference-in-Differences (Dif-in-Dif)*, aplicando a técnica do *Propensity Score Matching* para minorar o viés da escolha, levando em consideração como grupo de tratamento e de controle as empresas pareadas conforme o critério *Nearest Neighbour Matching*. Constatou-se que as empresas pioneiras na divulgação de RI no Brasil possuem melhores indicadores de rentabilidade, maior participação de capital de terceiros e menor índice de liquidez corrente. Esse trabalho buscou contribuir como um estudo inicial, trazendo indícios sobre a influência do Relato Integrado nos indicadores de desempenho de empresas no Brasil, evidenciando o reflexo no desempenho ao aderir à iniciativa do IIRC, bem como a identificação de benefícios externos desse Relato, quanto à apresentação de melhores indicadores econômico-financeiros.

Palavras-chave: Relato Integrado. Evidenciação Voluntária. Indicadores Econômico-financeiros.

ABSTRACT

The purpose of this study was to analyze the performance of companies members of the IIRC Pilot Project in Brazil, which disclosing Integrated Reporting (IR), comparing with companies that were not part of this initiative, in an attempt to verify the influence of RI disclosure on companies performance. For analysis, the Difference-in-Differences Method (Dif-in-Dif) was used, applying the Propensity Score Matching technique to reduce the bias of choice, taking into consideration as a treatment and control group the matched companies according to the criterion Nearest Neighbor Matching. It was verified that the pioneer companies in the disclosure of IR in Brazil have better indicators of profitability, greater participation of third-

Jaianne Rodrigues de Albuquerque¹ - UFPE
Av. Prof. Moraes Rego, 1235 - Cidade Universitária, Recife - PE - CEP: 50670-901

party capital and lower current liquidity index. This work sought to contribute as an initial study, showing indications about the influence of the Integrated Report on the performance indicators of companies in Brazil, evidencing the reflection on performance when joining the IIRC initiative, as well as the identification of external benefits of this Report, regarding the presentation of better economic and financial indicators.

Keywords: Integrated Report. Voluntary Evidence. Economic and Financial Indicators.

1 INTRODUÇÃO

As demandas dos acionistas e das partes interessadas por informações financeiras fazem com que as empresas busquem supri-las através das demonstrações contábeis. A divulgação dessas informações, estimulada por forças legais e normativas, cria para as empresas o dever de atender as necessidades dos usuários internos e externos, fornecendo a capacidade de realizar comparações entre empresas que transacionam no mercado de ações.

Porém, diante da realidade pela qual o mundo contemporâneo vem passando, onde a agressão do homem contra os recursos naturais e energéticos tem se tornado cada vez mais agravante e impactante, surge um tema que tem mudado a mentalidade das organizações do mundo todo: o desenvolvimento sustentável. Esse tema tem provocado mudanças em todas as esferas sociais, econômicas, culturais, políticas, ambientais e de governança. E é nesse contexto que as organizações têm se preocupado com o impacto gerado pelas suas atividades sobre o meio ambiente e sobre as pessoas e têm implementado e expandido, conseqüentemente, ações de sustentabilidade (JAMES, 2014; PEREIRA *et al.*, 2015).

Nas últimas décadas, portanto, houve um aumento crescente na demanda dos usuários por informações de natureza social e ambiental, que transcendem as demonstrações contábeis padronizadas, ainda que não seja compulsória a sua divulgação. Desta forma, cresceu também o número de empresas que passou a publicar relatórios de suas atividades ligadas à sustentabilidade, época em que os relatórios de governança corporativa e sustentabilidade socioambiental passaram a conviver com os relatórios financeiros.

Em contrapartida ao foco predominantemente financeiro do século passado, e com o fim de evidenciar como a empresa criou valor (riqueza) no passado e como ela pretende agir futuramente, o Relato Integrado (RI) surge com ênfase em seis tipos de capitais, que compõem os elementos de criação de valor (Financeiro, Manufaturado, Humano, Intelectual, Social e de Relacionamento, e Natural), unindo os capitais financeiros e os não financeiros (até então negligenciados).

O Relato Integrado possui o propósito de apresentar as informações de maior relevância da organização, de forma que haja uma integração das informações de caráter financeiro, sustentável e social. Vale ressaltar que a proposta do Relato Integrado é de uma nova forma de relatar a sua realidade, de modo a retratar uma congruência entre os discursos dos relatórios financeiro, social, de sustentabilidade e de governança corporativa, ao integrar eventos financeiros e não-financeiros. (NAGANO *et al.*, 2013).

Para auxiliar no desenvolvimento do Relato Integrado, o *International Integrated Reporting Council* (IIRC) criou um programa piloto, onde as empresas participantes são consideradas pioneiras e proativas na prática de *disclosure* de informações não financeiras relacionadas ao RI. Foi a partir disto que o Relato Integrado surgiu no cenário brasileiro, tendo sido adotado inicialmente por doze companhias, as quais tornaram-se, conseqüentemente, participantes do projeto piloto do IIRC.

Em estudo relacionando Relato Integrado com a percepção dos investidores, Serafeim (2015) identificou indícios de que investidores com perspectivas de longo prazo são atraídos por empresas com informações mais integradas, enquanto se observou uma tendência contrária para investidores de perspectiva de curto prazo. Assim, o investimento em empresas que divulgam Relato Integrado pode ser traduzido como um estímulo às práticas sustentáveis empresariais, o que agrega valor não apenas para as companhias, mas também para os seus stakeholders. A demanda por maior transparência e informações não financeiras faz com que as companhias criem estratégias de sustentabilidade de longo prazo para que sejam refletidas em um desempenho significativo, alcançando também o desenvolvimento do mercado financeiro.

Baboukardos e Rimmel (2016) apontaram a existência de evidências que indicam que os relatórios voluntários de sustentabilidade têm um impacto direto sobre a avaliação de mercado de uma empresa e um impacto indireto ao afetar a relevância do valor contábil da empresa e dos ganhos. Estudos nesse sentido respondem à postura assumida pelo IIRC de que a adoção de uma abordagem de Relato Integrado melhora a utilidade da informação financeira para os investidores.

Uma iniciativa da BM&FBOVESPA que incentivou as empresas a divulgarem informações de natureza ambiental, social e de governança e que “cada vez eram mais solicitadas pelos investidores -- movimento que segue forte e acelerado” foi o “Relate ou

Explique”, que surgiu em 2011 como “uma recomendação de adesão voluntária” e que foi ganhando efetividade no mercado de capitais brasileiro. Em 2016, como resultado dessa experiência, constatou-se que “medidas voluntárias via autorregulação em sustentabilidade no mercado de capitais brasileiro funcionam”. (FAVARETTO, 2016).

Desta forma, por ser um assunto recente, observa-se que no Brasil ainda há poucos estudos empíricos que avaliam os efeitos nas empresas do *disclosure* das informações financeiras e não financeiras após a implementação do Relato Integrado, comparativamente às empresas que não adotaram tal prática, existindo a necessidade de estudos sobre Relato Integrado, e, ainda mais, torna-se viável a esse estudo investigar a influência que o RI tem sobre o desempenho financeiro das empresas, uma vez que os possíveis benefícios externos desse Relato, ainda novo no cenário nacional, para as empresas que o divulgam ainda não foram amplamente pesquisados no Brasil. Deste modo, este estudo justifica-se pela ausência de pesquisas acadêmicas nesse âmbito, buscando, assim, contribuir para a construção do conhecimento nessa área.

É a partir da identificação desta lacuna que este estudo surge para contribuir com os estudos já existentes sobre implicações do *disclosure* voluntário e a sua relação com a performance das empresas. O objetivo deste estudo é analisar o desempenho das empresas integrantes do Projeto Piloto do IIRC no Brasil, que divulgam Relato Integrado, comparando com empresas que não divulgam RI, no intento de constatar a influência decorrente da divulgação do RI sobre a performance das empresas.

Diante do exposto, o presente artigo busca também contribuir para que o conhecimento e interesse dos órgãos reguladores, empresas e governo sobre os possíveis benefícios externos advindos do Relato Integrado sejam ampliados, de modo que os mesmos possam incentivar a adoção contínua dessa nova prática de divulgação voluntária. Com isso, o Relato Integrado servirá de auxílio aos investidores e demais stakeholders para a compreensão, dentre outras coisas, da correlação entre o impacto ambiental de uma empresa e o seu desempenho financeiro. Diante disto, apresenta-se como questão geral de pesquisa: **Qual a influência da divulgação do Relato Integrado nos indicadores econômico-financeiros das empresas integrantes em comparação com as não integrantes do projeto piloto do IIRC no Brasil?**

2 REVISÃO DE LITERATURA

A revisão de literatura está dividida em quatro seções, a primeira delas aborda acerca da demanda por informações socioambientais; a segunda trata sobre o Relato Integrado; a terceira seção traz teorias relacionadas ao *disclosure* voluntário, que embasam a investigação da relação entre a divulgação voluntária e o desempenho da empresa; e, por fim, a quarta seção mostra um conjunto de estudos anteriores que fizeram associação entre a divulgação de informações socioambientais e indicadores econômico-financeiros.

2.1 Informações Socioambientais

Os *stakeholders*, cada vez mais, esperam das empresas transparência em suas informações. O crescente debate sobre as questões sociais e ambientais, desenrolado nos últimos anos, leva os investidores a necessitarem de informações que lhes permitam avaliar o nível de responsabilidade e do risco socioambiental a que as empresas estão sujeitas. Desta forma, espera-se que as companhias não apenas operem com responsabilidade socioambiental, mas que também publiquem informações sobre as suas ações e procedimentos que remetam ao pensamento sustentável.

A divulgação de relatórios socioambientais teve início em meados da década de 1990. Entretanto, vale ressaltar que se tem observado um crescimento, nos últimos anos, nos níveis de divulgação de informações socioambientais, informações essas que são evidenciadas, de um modo geral, em relatórios avulsos aos financeiros. Segundo a KPMG (1999), apesar de essa divulgação ter sido iniciada nos setores de impactos socioambientais significativos, esta prática tem gradualmente migrado para setores e companhias em que o impacto é menos visível.

A evidenciação de *disclosure* voluntário representa um processo que teve sua evolução atrelada à demanda dos investidores por mais informações corporativas. No entanto, esse processo apresenta falhas no que tange à forma incompleta com as quais as estratégias e o modelo de negócios são evidenciados para demonstrar a criação de valor sustentável. A dificuldade de evidenciar informações não financeiras se dá pela incomparabilidade entre as organizações, por serem frequentemente divulgadas de diferentes formas nos relatórios. (ERNST & YOUNG, 2014).

O Relato Integrado surge nesse cenário como uma nova fronteira dos relatórios corporativos do século XXI, tendo em vista o desafio de unir as agendas financeira e de sustentabilidade socioambiental. No Brasil, doze companhias se dispuseram a participar do

projeto piloto do IIRC, publicando, dentre os relatórios obrigatórios, o Relato Integrado, unindo, desta forma, as informações financeiras e não financeiras em um só ambiente.

2.2 Relato Integrado

A concepção de Relato Integrado (RI) vem se desenvolvendo ao longo do tempo. O que contribuiu para o seu desenvolvimento, segundo Oprisor (2015), foi o pressuposto de que, para uma entidade ter um desempenho significativo, ela precisa de estratégias de sustentabilidade de longo prazo e, sendo assim, os sinais iniciais de interesse em apresentar as informações não financeiras nos relatórios anuais surgiram com foco em questões tanto ambientais quanto de responsabilidade social.

O RI surge com o objetivo de diminuir a assimetria de informações, oferecendo uma visão global da empresa através da divulgação de estratégias e sua visão de governança. Dessa forma, o processo de comunicação integrado auxilia o desenvolvimento do mercado financeiro nos países que aspiram à sua implantação ou defendem a aderência voluntária, visto que estimulam e evidenciam informações não divulgadas nos tradicionais modelos de relatórios anuais, proporcionando aos usuários maior *disclosure* de informações (FRÍAS-ACEITUNO *et al.*, 2013).

Para Bernardi e Stark (2016), o Relato Integrado é visto como uma resposta à crítica de que relatos autônomos relacionados a atividades ambientais e sociais fornecem informações não financeiras não integradas e compartimentadas, e, por isso, não é capaz de fornecer aos stakeholders as ligações e conexões necessárias que são fundamentais para avaliar de forma eficaz o desempenho, a estratégia e o potencial de criação de valor futuro.

A implementação do RI contou com o auxílio de empresas de diferentes setores e países, das quais empresas brasileiras fazem parte do projeto piloto do IIRC. Todas as empresas integrantes disponibilizaram-se de forma voluntária para divulgar seus relatórios corporativos de acordo com as orientações para Relato Integrado sugeridas pelo IIRC (ABREU *et al.*, 2015).

O RI busca harmonizar a participação de medidas de desempenho financeiras e não financeiras de forma a promover a estratégia corporativa (ERNST & YOUNG, 2012). Um relatório integrado é "um relatório conciso sobre como a estratégia, a governança, o desempenho e as perspectivas de uma organização levam à geração de valor a curto, médio e

longo prazo" (IIRC, 2013b). Os Relatórios Integrados estão voltados para oferecer benefícios a uma gama de partes interessadas e, em particular, aos investidores (IIRC, 2013).

Sendo assim, a proposta dos Relatos Integrados (de iniciativa do *International Integrated Reporting Council* e criado em 2010) é a redução das lacunas existentes na divulgação, por meio de apresentação e comunicação de informações financeiras e não financeiras coerentes, completas e relevantes para seus usuários (KASSAI; CARVALHO, 2013).

Para Kassai e Carvalho (2014), todos compartilham da visão de que os relatórios corporativos precisam evoluir e que o RI deve ser mais do que a junção dos relatórios financeiros com informações não financeiras; deve incluir uma visão precisa sobre como a estratégia, a governança, o desempenho, o seu ambiente externo e a postura diante das externalidades contribuem para a redução de riscos e o aumento do valor da empresa.

O RI tem a capacidade de fornecer um conteúdo informacional melhorado ou novo, que é útil na criação de uma visão holística e equilibrada do desempenho da companhia (CHENG *et al.*, 2014). Nesse sentido, o Relato Integrado servirá de auxílio aos investidores e demais stakeholders para a compreensão, dentre outras coisas, da correlação entre o impacto ambiental de uma empresa e o seu desempenho financeiro.

2.3 Teorias Relacionadas ao *Disclosure* Voluntário

Em estudo feito por Shehata (2014), foi identificado que as teorias comumente utilizadas relacionadas à divulgação voluntária compreendem, dentre outras, a teoria da sinalização e a teoria da legitimidade.

Tendo em vista que o objetivo da contabilidade é fornecer informações que auxiliem os usuários na tomada de decisões, assim como satisfazer os interesses sociais, a teoria da legitimidade foi integrada na literatura contábil como um meio de explicar "o que, por que, quando e como" determinados itens são abordados pela administração corporativa em sua comunicação com públicos externos (MAGNESS, 2006).

Magness (2006) destaca que os proponentes da teoria da legitimidade sugeriram diversas formas pelas quais as empresas discutem questões não financeiras para gerir as

impressões das partes interessadas. A teoria da legitimidade tem suas raízes na ideia de um contrato social entre a organização e a sociedade.

Outrossim, de acordo com Campbell et al. (2001), a teoria da sinalização tem sido desenvolvida para explicar a divulgação de informações voluntárias, de modo que empresas que acreditam ser 'melhores' do que as outras sinalizam isso aos investidores para atrair investimentos e uma reputação mais favorável. Assim, as companhias podem fazer isso divulgando voluntariamente informações que excedam o que normalmente é exigido por lei e outros regulamentos.

A partir do momento que a empresa emite relatórios de sustentabilidade, ela acaba sinalizando um comportamento responsável, favorecendo o processo de legitimação perante clientes e investidores, fazendo com que aumentem o nível de lealdade às companhias e que se predisponham a fornecer capital, respectivamente.

2.4 Estudos Relacionados

A utilização de indicadores econômico-financeiros como variáveis para analisar o desempenho das empresas é abordada em estudos que analisam sua associação com a divulgação de informações socioambientais, conforme exemplificado no Quadro 01.

Quadro 01 - Variáveis utilizadas em estudos relacionados

VARIÁVEL ANALISADA	OBJETIVO	AUTORES	RESULTADOS DOS ESTUDOS
Retorno sobre o Patrimônio (ROA), Lucro por Ação (EPS), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Margem de lucro	Este estudo examina a relação entre as divulgações ambientais e o desempenho financeiro das empresas listadas na Malásia.	Nor <i>et al.</i> (2016)	A conclusão deste estudo resultou em uma relação significativa entre a divulgação ambiental total e a margem de lucro. No entanto, os resultados para outras três variáveis que são ROA, ROE e EPS não mostraram relação significativa entre as divulgações ambientais totais.
Valor de mercado do patrimônio, Valor contábil do patrimônio, Lucro antes de juros e tributação, Retorno sobre o patrimônio líquido, Alavancagem da firma, Tamanho	Examinar se a relevância do valor das informações contábilísticas resumidas (isto é, o valor contábilístico dos capitais próprios e das receitas) das empresas listadas na JSE aumentou após a adoção obrigatória de uma abordagem de RI	Baboukardos e Rimmel (2016)	Em linha com as expectativas do quadro do IIRC, foi encontrado forte evidência de um aumento acentuado do coeficiente de avaliação do lucro. No entanto, contrariamente à posição do Quadro, os resultados indicam um declínio na relevância do valor dos ativos líquidos.

Margem Líquida, Margem EBITDA e Retorno sobre o Patrimônio	Comparar um grupo de empresas participantes do ISE e outro também de capital aberto, mas que nunca participaram do ISE, baseado em indicadores fundamentalistas de rentabilidade	Silva <i>et al.</i> (2015)	O retorno sobre patrimônio obtido pelas empresas do grupo de referência é significativamente superior ao apresentado pelas empresas do grupo ISE. Em relação à margem líquida e à margem EBITDA, o estudo mostrou que não há diferença significativa entre os grupos.
Participação de capital de terceiros, Imobilização do Patrimônio Líquido, Liquidez geral, Liquidez corrente, Liquidez seca, Margem bruta, Margem líquida, Rentabilidade do Patrimônio Líquido - ROE, Rentabilidade do Ativo - ROA.	Identificar a existência de diferenças significativas nos indicadores econômico-financeiros entre as empresas que evidenciaram o relatório de sustentabilidade em 2010.	Di Domenico <i>et al.</i> (2013)	As empresas que evidenciaram o GRI possuem, em média, maiores indicadores de endividamento. Em contrapartida, verifica-se que possuem melhores índices de liquidez e rentabilidade.

Fonte: Elaboração própria com base em Silva *et al.* (2015), Di Domenico *et al.* (2013), Nor *et al.* (2016), e Baboukardos e Rimmel (2016).

Com o objetivo de identificar os possíveis determinantes da divulgação de informação voluntária das empresas, o estudo de Rufino e Monte (2014) buscou auxiliar no entendimento acerca de como fatores determinantes do processo de divulgação voluntária de informações podem contribuir para o desenvolvimento de uma série de requisitos de divulgação obrigatória que atenda as necessidades de informação dos investidores. Os resultados do estudo apontaram que a rentabilidade, o tamanho, a sustentabilidade, o endividamento, a liquidez e a internacionalização são fatores determinantes da divulgação voluntária.

Por sua vez, Gomes (2012) objetivou em seu estudo verificar a existência de relação significativa entre as características econômico-financeiras e a divulgação voluntária de informações sob o enfoque da sustentabilidade em empresas de capital aberto dos BRIC, constatando que as características econômico-financeiras rentabilidade, endividamento, e efeito da atividade no meio ambiente não apresentaram influência ao *disclosure* estudado.

Ademais, pesquisas anteriores sugeriram que há necessidade de maior análise dos componentes que podem afetar o nível de práticas de sustentabilidade, bem como seu efeito sobre o desempenho financeiro. Mais especificamente, embora seja importante estabelecer se existe uma relação entre sustentabilidade e desempenho financeiro, também é vital determinar que componentes podem potencialmente impactar esse relacionamento. (KARLSSON E BÄCKSTRÖM, 2015).

Silva *et al.* (2015) ressaltam a contribuição para o progresso do tema ao fazer uso de indicadores de desempenho fundamentalistas para análise, evidenciando resultados que, além de proporcionar informações para a realização de uma comparação em termos de rentabilidade, proporcionaram também uma comparação sob óticas distintas de geração de valor no contexto da organização, sugerindo ainda a utilização de outros indicadores fundamentalistas, tais como os de liquidez e de estrutura de capital.

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da população e amostra

A população da pesquisa compreende as empresas listadas na BM&FBOVESPA que aderiram à iniciativa "Relate ou Explique", recomendação emitida pela instituição ao mercado em dezembro de 2011, para que as empresas listadas indicassem, a partir de 2012, no Formulário de Referência (item 7.8 "Descrição das relações de longo prazo relevantes da companhia que não figurem em outra parte deste formulário"), se publicam Relatório de Sustentabilidade ou similar e onde está disponível, devendo explicar por que não o fazem em caso negativo.

Como objeto de análise, compõem a amostra do estudo grupos de empresas segregados por setor/segmento de atuação. Formam o grupo de tratamento as companhias participantes do projeto piloto do IIRC, como disposto no Quadro 02.

Quadro 02 - Empresas do Programa Piloto do IIRC

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

Fonte: IIRC (2013c).

Para compor o grupo de controle, foram utilizados dois documentos disponíveis no sítio da BM&FBOVESPA; o primeiro, trata-se da relação com a classificação por setor das empresas listadas, de onde foram coletados apenas os setores/segmentos das empresas que fazem parte do grupo de tratamento, juntamente com as empresas listadas nesses respectivos setores; e o segundo, refere-se à lista completa das empresas que publicam ou não relatórios de sustentabilidade ou integrado (iniciativa "Relate ou Explique"), extraíndo apenas as empresas que constavam em ambos os documentos.

Foram excluídas da amostra as empresas enquadradas em setores/segmentos de atuação distintos das empresas que compõem o grupo de tratamento, assim como as empresas que não possuíam informação suficiente para o período de análise considerado. Das 12 (doze) empresas do grupo de tratamento, apenas 9 (nove) constam nas listas da iniciativa "Relate ou Explique" e da classificação setorial, porém uma delas não apresentava informações para o período de 2010 e 2011. Por esse motivo, foram excluídas da amostra as empresas BNDES, Via Gutemberg, Votorantim e BB Seguridade.

Dessa forma, a relação das empresas que foram analisadas e os respectivos setores/segmentos de atuação são apresentadas no Quadro 03, totalizando uma amostra de 48 (quarenta e oito) empresas.

Quadro 03 - Amostra do estudo

Empresa	Setor/Subsetor/Segmento	Empresa	Setor/Subsetor/Segmento
COSAN	Petróleo, Gás e Biocombustíveis/Petróleo, Gás e Biocombustíveis/Exploração, Refino e Distribuição	CPFL ENERGIA	Utilidade Pública/Energia Elétrica/Energia Elétrica
PETROBRAS		ELETROBRAS	
QGEP PART		ENERGIAS BR	
ULTRAPAR		ENERGISA	
CELUL IRANI	Materiais Básicos/Madeira e Papel/Papel e Celulose	ENEVA	
FIBRIA		EQUATORIAL	
KLABIN S/A		LIGHT S/A	
SUZANO PAPEL		RENOVA	
ARTERIS		TAESA	
CCR SA	Bens Industriais/Transporte/Exploração de Rodovias	TRAN PAULIST	
ECORODOVIAS		ABC BRASIL	Financeiro e Outros/Intermediários Financeiros/Bancos
TRIUNFO PART		BANESTES	
BRF SA	BANPARA		
JBS	BANRISUL		
MARFRIG	BRDESCO		
MINERVA	BRASIL		
NATURA	Consumo não Cíclico/Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza/Produtos de Uso Pessoal	ITAUUNIBANCO	
VITALYZE.ME		NORD BRASIL	
AES BRASIL		PARANA	

NEOENERGIA	Utilidade Pública/Energia Elétrica/Energia Elétrica	PINE	Financeiro e Outros/Previdência e Seguros/Seguradoras
CELESC		SANTANDER BR	
CEMIG		BBSEGURIDADE	
CESP		PORTO SEGURO	
COPEL		SUL AMERICA	

Fonte: Dados da pesquisa

O período de análise compreendeu os anos de 2010 a 2015, abrangendo a vigência da iniciativa "Relate ou Explique", sendo o ano de 2013 o marco do início da divulgação do Relato Integrado por companhias brasileiras que compuseram o Projeto Piloto do IIRC. Ademais, o ano de 2010 foi tomado como ponto de partida devido à consideração do período que antecede o fenômeno estudado para a realização da análise Dif-in-Dif, caracterizando, assim, o antes (2010-2012) e o depois (2013-2015).

3.2 Procedimentos para a coleta dos dados

3.2.1 Variáveis

Com a finalidade de investigar o efeito da divulgação do Relato Integrado sobre o desempenho das empresas analisadas, foi selecionado um conjunto de variáveis dependentes, representado pelos índices descritos no Quadro 04, que será utilizado na análise pretendida para o método adotado.

Quadro 04 - Fórmula dos indicadores

INDICADOR	FÓRMULA
<u>Análise da lucratividade e desempenho:</u> - Retorno sobre o ativo (ROI) - Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	Lucro Líquido/Ativo Total Lucro Líquido/Patrimônio Líquido
<u>Análise da estrutura de capitais e solvência:</u> - Participação de capitais de terceiros - Composição do endividamento	Passivo Total/Patrimônio Líquido Passivo Circulante/Passivo Total
<u>Análise da liquidez e capacidade de pagamento:</u> - Liquidez corrente - Liquidez geral	Ativo Circulante/Passivo Circulante (Ativo Circulante + ARLP)/(Passivo Circulante + ELP)

Fonte: Elaboração Própria com base em Silva (2012).

Os indicadores supracitados foram escolhidos em virtude de representarem indicadores econômico-financeiros utilizados para analisar o desempenho das empresas sob três abordagens, lucratividade e desempenho, estrutura de capitais e solvência, liquidez e capacidade de pagamento.

Por sua vez, as variáveis independentes consideradas para a definição do modelo econométrico são: dummy indicando se faz parte do projeto piloto do IIRC, divulgando Relato Integrado, esta que é a variável de tratamento (*treated*) do modelo, e algumas variáveis de controle, a saber, tamanho da empresa (medido pelo Ln do ativo total), dummy do nível de governança e dummy que indica se as informações são auditadas por entidades independentes. A escolha dessas variáveis de controle se deu pela disponibilidade dos dados em banco de dados obtido e informações disponíveis no documento “Relate ou Explique” da BM&FBovespa.

3.3 Procedimentos para análise dos dados

3.3.1 Método *Difference-in-Differences* (*Dif-in-Dif*)

Para fornecer uma ideia geral da reação do mercado quanto à divulgação do Relato Integrado por empresas que participaram do projeto piloto do IIRC, será analisado o antes e o depois da divulgação dessas informações. Entretanto, existe a probabilidade de que tal análise detecte outros fatores de efeito que não seja o da adoção ao RI. Para contornar essa questão, serão utilizados grupos de controle, bem como será estimado o modelo de Diferenças em Diferenças (*Dif-in-Dif*).

A utilização de um desenho de pesquisa "*Difference-in-Differences*" encontra uma amostra de referência sem o efeito sob investigação e replica o desenho de pesquisa na amostra de referência do estudo. Se não se verifica efeito para a referida amostra, isso reforça o caso de que o resultado da amostra de interesse pode ser atribuído a uma causa particular. (BERNARDI E STARK, 2016).

O método *Dif-in-Dif* não exige que o grupo de controle apresente as mesmas características do grupo afetado pelo RI, sendo a principal hipótese a de que ambos os grupos (tratamento e controle) tenham trajetórias semelhantes ao longo do tempo. Angrist e Pischke (2008) explicitam que esse método possibilita que os grupos sejam diferentes, contanto que tais diferenças estejam contidas em efeitos fixos dos grupos no tempo.

A estimativa de Diferenças em Diferenças (DD) tornou-se uma forma cada vez mais popular de estimar relações causais, consistindo em identificar uma intervenção ou tratamento específico (muitas vezes a passagem de uma lei). Um deles compara a diferença de resultados após e antes da Intervenção para grupos afetados pela intervenção com a mesma diferença para

grupos não afetados (BERTRAND *et al.*, 2003). Por meio desse método, pode ser verificado se a diferença no desempenho apresentada por empresas do grupo de tratamento foi maior que a diferença apresentada por empresas do grupo de controle ao longo dos anos estudados.

Segundo Bertrand *et al.* (2003), as estimativas de DD e seus erros padrão derivam, na maioria das vezes, da utilização de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) em seções cruzadas repetidas (ou um painel) de dados sobre indivíduos em grupos de tratamento e de controle durante vários anos antes e depois de uma intervenção específica. Angrist e Pischke (2008) destacam que a formulação de regressão do modelo *Dif-in-Dif* permite uma maneira conveniente de construir estimativas DD e erros padrão, bem como facilita o trabalho empírico com regressores diferentes das variáveis comutadas / dummy. Como a participação das empresas no projeto piloto do IIRC não é aleatória, pretende-se utilizar a técnica do *Propensity Score Matching* para minorar o viés da escolha.

3.3.2 Modelo estatístico

Para a realização das estimativas, vale destacar que foram mantidas na amostra apenas as unidades de observação que apresentam todas as informações para o período analisado, não havendo mudanças de um ano para outro na composição dos grupos. Para a obtenção dos resultados, foi utilizado o *software R 3.3.2*.

Foram considerados dois grupos para a aplicação do método de Diferenças em Diferenças, o grupo de tratamento (formado pelas companhias participantes do projeto piloto do IIRC, pioneiras na divulgação do Relato Integrado no Brasil) e o grupo de controle (composto por empresas definidas mediante critério de seleção para compor a amostra). Tendo em vista que as comparações diretas entre esses grupos podem enganar, já que se referem a experimentos não aleatórios, podendo apresentar diferenças sistemáticas, o método do *Propensity Score*, desenvolvido por Rosenbaum e Rubin (1983), tem o objetivo de deixar mais precisa a comparação entre os grupos e resolver o problema de dimensão do pareamento.

A aplicação do método de Diferenças em Diferenças combinado com o método *Propensity Score* foi feita através da estimação do efeito médio do tratamento sobre os tratados, levando em consideração como grupo de tratamento e de controle as empresas pareadas conforme o critério *Nearest Neighbour Matching*, pareamento baseado no vizinho mais próximo, que consiste em parear cada componente tratado com o controle que detenha o mais próximo escore de propensão. A combinação desses dois métodos teve como objetivo a

obtenção de resultados mais robustos, tendo em vista que tal ligação, segundo Becker e Ichino (2002), é uma forma de analisar a robustez do efeito estimado.

O *Propensity Score Matching* foi utilizado para minorar o viés da escolha, uma vez que existem inúmeros fatores que podem influenciar a decisão de ser tratada ou não. Dessa forma, essa técnica considera as características observáveis, através das variáveis analisadas, e seleciona apenas as empresas que são as mais parecidas possíveis com aquelas que foram de fato pioneiras na divulgação do RI. Para isso, foram considerados dois momentos:

No primeiro momento, foram rodados os dados, com as características observáveis, para ver qual a probabilidade de determinada empresa ser tratada. Então, foram selecionadas aquelas que tinham probabilidades parecidas de serem tratadas, sendo feita uma análise apenas com elas, isso antes de a intervenção acontecer (2010-2012). Para analisar as empresas em vários pontos do tempo, foi tirada uma média da observação dessas empresas durante os anos analisados, totalizando 48 (quarenta e oito) observações.

No segundo momento, foram feitas as estimações do *dif-in-dif*, com um total de 96 (noventa e seis) observações, levando em conta as empresas do grupo de tratamento com as empresas do grupo de controle que foram pareadas pelo *Propensity Score* durante todo o período de análise (2010-2015), após terem sido identificadas as empresas mais próximas às do tratamento.

Para isso, foi inserida a "*treated*" (variável do RI), as dummies de ano e o efeito fixo de empresa. Não foi considerada a variável de segmento pela quantidade de empresas da amostra que compõe cada segmento. Assim, foi rodada uma regressão para cada *y*, onde cada *y* corresponde às variáveis dependentes em questão (Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Participação de Capital de Terceiros, Composição do Endividamento, Liquidez Corrente e Liquidez Geral):

$$reg. \leq felm(y \sim treated + novo_{mercado} + nivel_1 + nivel_2 + auditada + ano.2010 + ano.2011 + ano.2012 + ano.2013 + ano.2014 + ano.2015 + tamanho + novo_{mercado} + nivel_1 + nivel_2 + auditada)$$

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A síntese dos resultados é a apresentada na Tabela 01:

Tabela 01 - Regression Results - MATCHED SAMPLE

	Dependent variable					
	retorno_ativo (1)	retorno_pl (2)	pct (3)	ce (4)	lc (5)	lg (6)
treated	0.016* (0.009)	0.107*** (0.034)	0.726* (0.379)	0.008 (0.025)	-0.205* (0.116)	0.090 (0.057)
novo_mercado	-0.021 (0.024)	0.134 (0.086)	9.885*** (0.964)	0.418*** (0.063)	0.074 (0.294)	0.962*** (0.144)
nivel_1	-0.006 (0.020)	0.173** (0.074)	9.092*** (0.825)	0.401*** (0.054)	-0.571** (0.252)	0.994*** (0.123)
nivel_2	-0.050** (0.025)	0.002 (0.092)	9.687*** (1.037)	0.339*** (0.068)	0.645** (0.316)	0.973*** (0.155)
auditada	0.010 (0.014)	0.105** (0.052)	3.372*** (0.583)	0.068* (0.038)	-0.104 (0.178)	0.077 (0.087)
ano.2010	0.375*** (0.091)	0.440 (0.331)	-45.890*** (3.710)	-1.497*** (0.242)	-0.690 (1.131)	-3.478*** (0.554)
ano.2011	0.368*** (0.091)	0.434 (0.331)	-45.861*** (3.712)	-1.491*** (0.242)	--0.746 (1.132)	-3.478*** (0.555)
ano.2012	0.363*** (0.091)	0.437 (0.332)	-45.710*** (3.720)	-1.479*** (0.242)	-0.778 (1.134)	-3.515*** (0.556)
ano.2013	0.359*** (0.091)	0.433 (0.331)	-45.541*** (3.715)	-1.484*** (0.242)	-0.726 (1.133)	-3.471*** (0.555)
ano.2014	0.361*** (0.091)	0.445 (0.332)	-45.378*** (3.722)	-1.463*** (0.243)	-0.796 (1.135)	-3.456*** (0.556)
ano.2015	0.349*** (0.091)	0.404 (0.331)	-44.853*** (3.714)	-1.464*** (0.242)	-0.747 (1.133)	-3.471*** (0.555)
tamanho	-0.018*** (0.004)	-0.030** (0.015)	2.124*** (0.169)	0.074*** (0.011)	0.132** (0.051)	0.184*** (0.025)
Constant						
Observations	96	96	96	96	96	96
R2	0.321	0.282	0.793	0.568	0.302	0.608
Adjusted R2	0.232	0.188	0.766	0.512	0.211	0.556
Residual Std. Error (df = 84)	0.041	0.148	1.661	0.108	0.506	0.248
Note:	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01					

Fonte: Elaboração própria a partir dos resultados da regressão no R.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 01, a respeito da primeira equação de regressão, as variáveis significativas para o modelo foram a "treated" (a um nível de significância de 10%), referente à participação das empresas do projeto piloto do IIRC pioneiras na divulgação do Relato Integrado, a variável nível 2 (a nível de significância de 5%) que representa a categoria do nível de governança das empresas, as dummies temporais, e a variável tamanho das empresas (a nível de significância de 1%). Isso significa que tais variáveis estão associadas ao aumento no indicador Retorno sobre o Ativo.

Na segunda equação, as variáveis que tiveram significância para o modelo foram: treated (1%), nível 1 (5%), auditada (5%) e tamanho (5%). Nesse caso, pode-se inferir que tais variáveis estão associadas ao aumento no indicador Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Para a terceira equação, foram significantes todas as variáveis analisadas: *treated* (10%), novo mercado, nível 1 e nível 2 (1%), auditada (1%), dummies temporais (1%) e tamanho (1%), de forma a inferir que tais variáveis estão associadas ao aumento no indicador Participação de Capital de Terceiros.

Sobre a quarta equação, as variáveis que estão associadas ao aumento no indicador Composição do Endividamento são novo mercado, nível 1 e nível 2 (1%), auditada (10%), dummies temporais (1%) e tamanho (1%).

A quinta equação apresentou significância para as variáveis *treated* (10%), nível 1 e nível 2 (5%) e tamanho (5%), estando associadas ao aumento no indicador Liquidez Corrente. Por fim, a sexta equação evidencia que as variáveis que possuem significância para o modelo e estão associadas ao aumento no indicador Liquidez Geral são novo mercado, nível 1 e nível 2 (1%), dummies temporais (1%) e tamanho (1%). A variável *treated* não foi significativa para os indicadores Composição do Endividamento e Liquidez Geral.

Com os resultados apresentados, quanto à variável de tratamento (*treated*), pode-se inferir que as empresas pioneiras na divulgação de RI possuem melhores indicadores de rentabilidade, o que pode ser justificado pelo fato de que empresas com melhor indicador de Retorno sobre Patrimônio Líquido divulgam mais informações voluntárias, caso contrário as perspectivas financeiras da empresa seriam interpretadas pelo mercado como algo ruim, fato que foi constatado no estudo de Rufino e Monte (2014), além de apresentar relação esperada e positiva entre ambas as variáveis conforme estudo realizado por Gomes (2012).

Outrossim, uma maior Participação de Capital de Terceiros confirma a relação positiva e esperada por Rufino e Monte (2014) entre o nível de endividamento das empresas e a divulgação voluntária, que pode ser explicada pelo papel que o Relato Integrado assume, como divulgação voluntária, em minimizar a percepção de risco nos investidores e credores.

Por sua vez, um menor índice de liquidez corrente constatado diverge da pesquisa de Di Domenico (2013), na qual foi analisado que empresas com GRI conseguem gerar maior liquidez, apesar de corroborar nos aspectos de utilização de capital de terceiros e maior rentabilidade, quando comparadas a empresas que não compartilharam dessa iniciativa.

A partir dos resultados supracitados, conforme pressupõe as teorias da Legitimidade e da Sinalização, pode-se inferir ainda que a melhor apresentação de indicadores econômico-financeiros por empresas pioneiras na divulgação do Relato Integrado, quando comparadas com

empresas que não aderiram ao projeto piloto do IIRC, pode indicar uma forma de sinalização de seu comportamento sustentável, favorecendo o processo de legitimação perante seus investidores, fazendo com que eles se predisponham a fornecer capital, e os demais stakeholders, conforme abordagem feita por Magness (2006) e Campbell *et al.* (2001).

5 CONCLUSÃO

O propósito deste estudo foi analisar o desempenho das empresas integrantes do Projeto Piloto do IIRC no Brasil, que divulgam Relato Integrado, comparando com empresas que não divulgam RI, no intento de constatar a influência decorrente da divulgação do Relato Integrado nos indicadores econômico-financeiros das empresas integrantes em comparação com as não integrantes do projeto piloto do IIRC.

Constatou-se que as empresas pioneiras na divulgação de RI possuem melhores indicadores de rentabilidade, maior participação de capital de terceiros e menor índice de liquidez corrente, quando comparadas a empresas que não compartilharam dessa iniciativa. Tais resultados evidenciam que a divulgação do RI pode ter influenciado no desempenho apresentado pelas empresas, através do reporte a informações não financeiras, de natureza social e ambiental, demonstrando um benefício para as empresas que passaram a adotar esse novo mecanismo.

Como limitação do estudo, pode-se destacar o reduzido número de observações. Ao passo que, como sugestão para pesquisas futuras, indica-se o aumento do número de empresas da amostra. Outra sugestão para pesquisa futura seria realizar alguns testes para inclusão de mais variáveis ou até a exclusão de alguma delas para ver se há alteração nos resultados, verificando, com isso, o nível de sensibilidade ao incluir e/ou excluir variáveis.

Esse trabalho buscou contribuir como um estudo inicial, trazendo indícios a respeito da influência do Relato Integrado nos indicadores de desempenho de empresas no Brasil, evidenciando o reflexo no desempenho ao aderir à iniciativa do IIRC, bem como a identificação de benefícios externos desse Relato, no que tange à apresentação de melhores indicadores econômico-financeiros.

REFERÊNCIAS

ABREU, A. C. S., *et al.* Governança corporativa na estrutura conceitual do relato integrado: divulgações das empresas brasileiras participantes do projeto piloto do IIRC. In: CSEAR, 4, Salvador, BA. *Anais...* 2015. Disponível em: <<http://www.csearsouthamerica.net/events/index.php/csear/CSEAR2015/paper/view/134>>. Acesso em: 1 out. 2016.

ANGRIST, Joshua D.; PISCHKE, Jörn-Steffen. **Mostly harmless econometrics: An empiricist's companion**. Princeton university press, 2008.

BABOUKARDOS, Diogenis; RIMMEL, Gunnar. Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 4, p. 437-452, 2016.

BECKER, Sascha O.; ICHINO, Andrea. Estimation of Average Treatment Effects Based on Propensity Scores. **The Stata Journal**. v. 2. n. 4. p. 358-377. 2002.

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

BERTRAND, Marianne; DUFLO, Esther; MULLAINATHAN, Sendhil. How much should we trust differences-in-differences estimates?. **The Quarterly journal of economics**, v. 119, n. 1, p. 249-275, 2004.

CAMPBELL, David; SHRIVES, Philip; BOHMBACH- SAAGER, Heike. Voluntary disclosure of mission statements in corporate annual reports: signaling what and to whom?. **Business and society review**, v. 106, n. 1, p. 65-87, 2001.

CHENG, Mandy *et al.* The international integrated reporting framework: key issues and future research opportunities. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 25, n. 1, p. 90-119, 2014.

DI DOMENICO, D. *et al.* Análise de indicadores de desempenho em empresas com publicação do GRI em comparação às demais empresas listadas na BM&FBOVESPA. EnADI. **AnPAD**. 2013. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnADI/enadi_2013/2013_EnADI57.pdf>. Acesso em: 4 dez. 2016.

ERNST & YOUNG. **Excellence in Integrated Reporting Awards 2012**. Publicação Eletrônica. 2012. Disponível em: <<http://www.ey.com/ZA/en/Services/Specialty-Services/Climate-Change-and-Sustainability-Services/2012—EIR—main-page>>. Acesso em: 29 set. 2016.

ERNST & YOUNG. **Relato Integrado: pensamento, estratégia e valor compartilhado**. 2014. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Relato_Integrado_2014/\\$FILE/RelatoIntegrado_WEB.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Relato_Integrado_2014/$FILE/RelatoIntegrado_WEB.pdf)>. Acesso em: 30 out. 2017.

FAVARETTO, S. C. **“Relate ou Explique para Relatório de Sustentabilidade ou Integrado: um case brasileiro de sucesso”**. 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/institucional/sustentabilidade/nas-empresas/relate-ou-explique/>. Acesso em: 24 out. 2016.

FRÍAS-ACEITUNO, José V.; RODRÍGUEZ-ARIZA, Lázaro; GARCÍA-SÁNCHEZ, Isabel M. Is integrated reporting determined by a country's legal system? An exploratory study. **Journal of Cleaner Production**, v. 44, p. 45-55, 2013. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652612006506>>. Acesso em: 1 out. 2016.

GOMES, P. H. V. **Fatores determinantes do disclosure voluntário sob o enfoque da sustentabilidade**: uma análise das empresas dos países do BRIC. 2012. 112 f. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza-CE, 2012.

INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL (IIRC). **Consultation Draft of the International <IR> Framework**. 2013a. Disponível em: <<http://www.theiirc.org/consultationdraft2013/>>. Acesso em: 29 set. 2016.

INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL (IIRC). **A estrutura internacional para Relato Integrado**. 2013b. Disponível em: <<http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2014/04/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Portuguese-final-1.pdf>>. Acesso em: 27 set. 2016.

INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL (IIRC). **IIRC Pilot Programme Business Network**. 2013c. Disponível em: <<http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/11/IIRC-Pilot-Programme-Business-Network-background-October-2013.pdf>>. Acesso em: 29 set. 2016.

JAMES, Marianne L. The Benefits of Sustainability and Integrated Reporting: An Investigation of Accounting Majors' perceptions. **Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues**, v. 18, n. 1, p. 1, 2015. Disponível em: <<http://go.galegroup.com/ps/i.do?id=GALE%7CA397579856&v=2.1&u=capes&it=r&p=AONE&sw=w&asid=25bcafc14af0a8afac4393bd2f05439c>>. Acesso em: 09 out. 2016.

KARLSSON, Jenny; BÄCKSTRÖM, Sanna-Lena. **Corporate Sustainability and Financial Performance**: The influence of board diversity in a Swedish context. 2015.

KASSAI, J.R.; CARVALHO, N. Relato Integrado: A nova Revolução Contábil. **Revista Fipecafi**. v. 1. 2014. Disponível em: <https://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/1065717/mod_resource/content/0/artigo%20Relato%20Integrado%20-%20Revista_FIPECAFI_Vol1%20AGO2014.pdf>. Acesso em: 1 out. 2016.

KASSAI, J. R., HA, H., & CARVALHO, L. N. Relato Integrado: a próxima revolução contábil. **ENGEMA**. São Paulo. Ética e Sustentabilidade Socioambiental na empresa inovadora, 21-34, 2013.

KPMG Environmental Consulting. **KPMG International Survey of Environmental Reporting**. 1999. Disponível em: <<http://dare.uva.nl/document/2/121>>. Acesso em: 1 out. 2016.

MAGNESS, Vanessa. Strategic posture, financial performance and environmental disclosure: an empirical test of legitimacy theory. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 19, n. 4, p. 540-563, 2006.

NAGANO, Renan Toshi *et al.* A Evolução dos relatórios de sustentabilidade e a necessidade da obrigatoriedade de sua asseguaração por terceiros. In: Simpósio Internacional de Gestão de Projetos e Simpósio Internacional de Inovação e Sustentabilidade. 2., 2013, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: 2013. Disponível em: <<http://repositorio.uninove.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/574/646-1173-1-RV.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 30 out. 2017.

NOR, Norhasimah Md *et al.* The Effects of Environmental Disclosure on Financial Performance in Malaysia. **Procedia Economics and Finance**, v. 35, p. 117-126, 2016.

OPRISOR, Tudor. Auditing Integrated Reports: Are there Solutions to this Puzzle?. **Procedia Economics and Finance**, v. 25, p. 87-95, 2015. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115007169>>. Acesso em: 09 out. 2016.

PEREIRA, Neimar Sousa Pinto *et al.* Relatórios de Sustentabilidade: Ferramenta de Interface no Desempenho Social, Econômico e Ambiental das Organizações. **RAGC**, v. 3, n. 5, 2015. Disponível em: <<http://fucamp.edu.br/editora/index.php/ragc/article/view/518>>. Acesso em: 09 out. 2016.

ROSENBAUM, Paul R.; RUBIN, Donald B. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. **Biometrika**, p. 41-55, 1983.

RUFINO, M. A.; MONTE, P. A. Fatores que explicam a divulgação de informações voluntárias das 100 empresas com ações mais negociadas na BM&FBOVESPA. In: **VIII Congresso AnpCONT**. 2014.

SERAFEIM, G. Integrated reporting and investor clientele. **Journal of Applied Corporate Finance**, 27(2), 34-51, 2015.

SHEHATA, N. F. Theories and determinants of voluntary disclosure. **Accounting and Finance Research (AFR)**, v. 3, n. 1, 2014.

SILVA, E. H.D. R. DA; LIMA, E. P. DE; COSTA, S. E. G. DA; E SANT'ANNA, Â. M. O. Análise comparativa de rentabilidade: um estudo sobre o Índice de Sustentabilidade Empresarial. **Gest. Prod. [online]**. Vol.22, n.4, pp.743-754, 2015.

SILVA, J. P. da. **Análise financeira das empresas**. 11ª edição. Manual do mestre (material para o site). São Paulo: Ed. Atlas, 2012.