

UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE
ESCOLA DE ENGENHARIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM SISTEMAS DE GESTÃO
SUSTENTÁVEIS

CINTIA DE MELO DE ALBUQUERQUE RIBEIRO

MODELO DE INDUTORES NÃO FINANCEIROS PARA DECISÃO DE
INVESTIMENTO DENTRO DE UMA PERSPECTIVA BRASILEIRA: UMA
ABORDAGEM À LUZ DO RELATO INTEGRADO

NITERÓI-RJ

2021

CINTIA DE MELO DE ALBUQUERQUE RIBEIRO

**MODELO DE INDUTORES NÃO FINANCEIROS PARA DECISÃO DE
INVESTIMENTO DENTRO DE UMA PERSPECTIVA BRASILEIRA: UMA
ABORDAGEM À LUZ DO RELATO INTEGRADO**

Tese de doutorado apresentada ao Curso de Doutorado em Sistemas de Gestão Sustentáveis da Universidade Federal Fluminense como requisito parcial para obtenção do grau de Doutor em Sistemas de Gestão Sustentáveis.

Orientador: Júlio Vieira Neto
Coorientador: Luís Perez Zotes

Linha de Pesquisa: Gestão das Organizações Sustentáveis.

NITERÓI-RJ

2021

Ficha catalográfica – SDC/BEE
Gerada com informações fornecidas pelo autor

R484m Ribeiro, Cíntia de Melo de Albuquerque
Modelo de indutores não financeiros para decisão de investimento dentro de uma perspectiva brasileira: uma abordagem à luz do Relato Integrado / Cíntia de Melo de Albuquerque Ribeiro ; Júlio Vieira Neto, orientador ; Luís Perez Zotes, coorientador. Niterói, 2021.
193 f. : il.

Tese (doutorado)-Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2021.

DOI: <http://dx.doi.org/10.22409/PPSIG.2021.d.05699161783>

1. Relato Integrado. 2. Informações não financeiras. 3. Decisão de investimento. 4. Criação de valor. 5. Produção intelectual. I. Vieira Neto, Júlio, orientador. II. Zotes, Luís Perez, coorientador. III. Universidade Federal Fluminense. Escola de Engenharia. IV. Título.

CDD -

Bibliotecário responsável: Debora do Nascimento - CRB7/6368

CINTIA DE MELO DE ALBUQUERQUE RIBEIRO

**MODELO DE INDUTORES NÃO FINANCEIROS PARA DECISÃO DE
INVESTIMENTO DENTRO DE UMA PERSPECTIVA BRASILEIRA: UMA
ABORDAGEM À LUZ DO RELATO INTEGRADO**

Tese de doutorado apresentada ao Curso de
Doutorado em Sistemas de Gestão Sustentáveis
da Universidade Federal Fluminense como
requisito parcial para obtenção do grau de
Doutor em Sistemas de Gestão Sustentáveis.
Área de concentração: Gestão das Organizações
Sustentáveis

Aprovado em

BANCA EXAMINADORA

JULIO VIEIRA NETO
julion@id.uff.br:9423596177
2

Assinado de forma digital por JULIO
VIEIRA NETO
julion@id.uff.br:94235961772
Dados: 2021.12.08 16:44:51 -03'00'

Prof. Julio Vieira Neto, D.Sc. - Orientador
Universidade Federal Fluminense - UFF

LUIS PEREZ ZOTES
lpzotes@id.uff.br:24295
043753

Assinado de forma digital por
LUIS PEREZ ZOTES
lpzotes@id.uff.br:24295043753
Dados: 2021.12.11 14:23:37 -03'00'

Prof. Luis Perez Zotes, D.Sc. - Co-orientador
Universidade Federal Fluminense - UFF

MIRIAN PICININI
MÉXAS

Assinado de forma digital por
MIRIAN PICININI MÉXAS
Dados: 2021.12.09 17:39:16 -03'00'

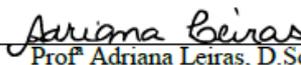
Profª Mirian Picinini Méxas, D.Sc.
Universidade Federal Fluminense - UFF

Cristina Gomes de
Souza

Assinado de forma digital por
Cristina Gomes de Souza
Dados: 2021.12.14 05:16:43 -03'00'

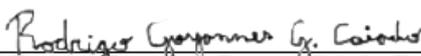
Profª Cristina Gomes de Souza, D.Sc.

Centro Federal de Educação Tecnológica Celso Suckow da Fonseca - CEFET RJ



Profª Adriana Leiras, D.Sc.

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC/RJ



Prof. Rodrigo Goyannes Gusmão Caiado, D.Sc.

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC/RJ

DEDICATÓRIA

Dedico esta pesquisa a minha família, pilar de minha vida.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar e acima de tudo, gratidão à Deus por sempre iluminar meus caminhos, por me dar força para seguir adiante e por colocar em minha vida pessoas fundamentais para que eu me tornasse quem sou e para que eu chegasse aonde cheguei.

Gratidão aos meus pais, José Carlos Albuquerque e Dezi de Melo de Albuquerque por me ensinarem desde cedo o valor do estudo e por, até hoje, me ajudarem a alcançar meus sonhos. Gratidão ao meu marido, Elielson Lima Ribeiro, por estar sempre ao meu lado me apoiando e facilitando minha vida sempre que possível. Gratidão aos meus filhos, Miguel e Isabela, por compreenderem tão bem minhas ausências, ainda que, por vezes, presente, e por me incentivarem no alcance dos objetivos. Ainda tão novos, mas tão sábios e generosos. Gratidão a minha irmã, Vivian, e a todos os familiares pelo apoio, incentivo e compreensão.

Gratidão aos amigos de profissão, José Paulo Cosenza, Aline Moura da Silva e Vinay Chaba, que me incentivaram e apoiaram a ingressar no PPSIG, em especial, ao professor e amigo Cosenza, sempre disponível, tornou-se um grande parceiro de pesquisa, com seu vasto conhecimento e larga experiência, contribuiu muito para o desenvolvimento e aprimoramento de minhas pesquisas.

A todos que apoiaram minhas pesquisas, seja com parcerias de pesquisa, apoio nas traduções, indicações de respondentes, avaliações de instrumentos de pesquisa, indicação de materiais, de metodologias e softwares de apoio, gratidão. Vocês foram fundamentais para que eu chegasse até aqui: Flávio Ezequiel, José Carlos Oliveira, Melissa Cristina de Moraes, Alexandre Gomes, Hugo Macêdo, Roberto Toledo, cada respondente desta pesquisa, e tantos outros que, mesmo não me conhecendo, não se furtaram em compartilhar seus conhecimentos.

Gratidão aos professores da Banca de qualificação, Prof.^a Dra. Adriana Leiras, Prof.^a Dra. Cristina Gomes, Prof.^a Dra. Mirian Mexas, Prof. Dr. Rodrigo Caiado pelos seus comentários, sugestões e orientações para aprimoramento desta pesquisa.

Gratidão aos professores do PPSIG que compartilharam seus conhecimentos e experiências e contribuíram com minha formação: Prof. Dr. Osvaldo Quelhas, Prof. Dr. Emmanuel Paiva, Prof. Dr. Helder Gomes e a toda equipe da secretaria do PPSIG, por toda atenção, apoio e orientações: Lilian, Felipe, Sergio, Bianca e Elaine.

Aos amigos conquistados neste programa de doutorado, Hellen Costa e Roberto Farias de Toledo, que dividiram as incertezas, os conhecimentos, as experiências e a esperança, minha gratidão. Espero que a amizade fique para vida. Vocês tornaram os momentos difíceis mais leves e os obstáculos mais simples de serem superados.

Por último e não menos importante, ao meu coorientador Prof. Dr. Luís Peres Zotes pelas provocações e reflexões que contribuíram para evolução da pesquisa e ao meu orientador Prof. Dr. Júlio Vieira Neto, por ter me apresentado ao tema Relato Integrado, pelo qual me apaixonei, por ter acreditado em mim, por ter me dado todo apoio que precisei e por compartilhar além de seu conhecimento e experiência, seu entusiasmo. Diante das dúvidas, dificuldades e ansiedades, manteve-me sempre focada e motivada. Gratidão!

RESUMO

Após a crise financeira global de 2008, os usuários dos demonstrativos contábeis, financeiros e relatórios corporativos complementares se conscientizaram de que estes instrumentos não forneciam informações suficientes sobre os riscos corporativos e sobre o processo de criação de valor organizacional, questionando sua utilidade e exigindo uma divulgação corporativa mais transparente e com uma visão de longo prazo. No intuito de alinhar a evolução da economia, dos mercados e das necessidades de investimento, surgiu o Relato Integrado (RI). Uma nova forma de relatar as informações financeiras e não financeiras de forma integrada com objetivo de demonstrar ao provedor de capital financeiro como a organização gera valor ao longo do tempo de forma a prover uma alocação de capital mais eficiente e produtiva. Assim, o público principal do RI é o provedor de capital financeiro. Entretanto, a literatura mostra um desinteresse por parte deste público em relação a esta nova forma de divulgação e aponta a necessidade de pesquisas que busquem compreensão sobre as demandas de informação dos investidores e de sua visão em relação ao uso, utilidade do RI. Nesse sentido, esta pesquisa tem por objetivo investigar os indutores não financeiros de valor que afetam o processo de tomada de decisão de investimentos dos investidores profissionais brasileiros e que devem ser evidenciados em um Relato Integrado no intuito de melhorar sua utilidade aos provedores de capital financeiro, tornando suas decisões de investimento mais sustentáveis. Para isso, os indutores de valor que afetam a decisão de investimento foram levantados na literatura e levados à consideração de investidores profissionais brasileiros participantes de um grupo focal com objetivo de obter novos *insights*. Com o resultado destas pesquisas foi elaborado um questionário estruturado para realização de uma *survey* com investidores profissionais brasileiros. O resultado da *survey* foi submetido à análise estatística descritiva, no intuito de identificar a percepção dos respondentes quanto a relevância dos indutores identificados, e análise fatorial confirmatória para mensuração dos constructos intangíveis investigados de forma a identificar como o intangível pode ser relatado a partir de informações úteis e relevantes para os provedores de capital financeiro. Assim, foram identificados 22 indutores de valor não financeiros para representarem os capitais intangíveis do RI, sete para o Capital Intelectual, seis para o Capital Humano, seis para o Capital Social e de Relacionamento e três para o Capital Natural. Os resultados da pesquisa contribuem com preparadores de relatórios, em especial, do Relato Integrado, ao apontar as informações intangíveis que são importantes aos investidores em seu processo de tomada de decisão e que podem aumentar a relevância dos relatórios para este público; com os investidores, ao apresentar um Modelo de indutores de valor não financeiros que podem ser utilizados para contribuir com o processo de decisão de investimento e tornar, assim, a alocação do capital mais eficiente e produtiva; com a literatura do Relato Integrado e de Decisão de investimento ao expandir sua fronteira do conhecimento.

Palavra-chave: Relato Integrado; Sustentabilidade; Decisão de investimento; Criação de valor; Informações não financeiras. Intangíveis.

ABSTRACT

After the 2008 global financial crisis, users of accounting, financial statements and complementary corporate reports became aware that these instruments did not provide sufficient information about corporate risks and the organizational value creation process, questioning their usefulness and demanding disclosure more transparent and with a long-term vision. To align the evolution of the economy, markets and investment needs, Integrated Reporting (IR) emerged. A new way of reporting financial and non-financial information in an integrated way, aiming to demonstrate to the financial capital provider how the organization generates value over time to provide a more efficient and productive capital allocation. Thus, RI's primary audience is the provider of financial capital. However, the literature shows a lack of interest on the part of this public in relation to this new form of disclosure and points to the need for research that seeks to understand the information demands of investors and their vision regarding the use and usefulness of IR. In this sense, this research aims to investigate the non-financial value drivers that affect the investment decision-making process of Brazilian professional investors and that should be evidenced in an Integrated Report to improve their usefulness to financial capital providers, making your investment decisions more sustainable. For this, the value drivers that affect the investment decision were raised in the literature and taken to the consideration of Brazilian professional investors participating in a focus group with the objective of obtaining new insights. With the result of these investigation, a structured questionnaire was created to carry out a survey with Brazilian professional investors. The survey result was submitted to descriptive statistical analysis, to identify the respondents' perception of the relevance of the identified inducers, and confirmatory factor analysis to measure the investigated intangible constructs to identify how the intangible can be reported based on information useful and relevant to financial capital providers. Thus, 22 non-financial value drivers were identified to represent RI's intangible capital, seven for Intellectual Capital, six for Human Capital, six for Social and Relationship Capital and three for Natural Capital. The results contribute to report preparers, in particular, Integrated Reporting, by pointing out intangible information that is important to investors in their decision-making process and that can increase the relevance of reports for this audience; with investors, by presenting a Model of non-financial value drivers that can be used to contribute to the investment decision process and thus make the allocation of capital more efficient and productive; with the Integrated Reporting and Investment Decision literature by expanding its knowledge frontier.

Keyword: Integrated Reporting; Sustainability; Investment decision; Value creation; Non-financial information. Intangibles.

LISTA DE FIGURAS

Figura 01: Organização do estudo	27
Figura 02: Evolução dos Relatórios Corporativos.....	31
Figura 03: Criação de valor organizacional	45
Figura 04: Lacuna entre a importância da informação fornecida pela empresa na visão do investidor e sua eficácia	47
Figura 05: Quantidade de publicação por ano	50
Figura 06: Quantidade de documentos por autores	50
Figura 07: Mapa de coautoria.....	52
Figura 08: Coocorrência de palavras-chave	53
Figura 09: Etapas da pesquisa de tese.....	73
Figura 10: Tipos de revisão da literatura.....	75
Figura 11: Protocolo da revisão da literatura para identificação do problema de pesquisa.	77
Figura 12: Publicações por ano	84
Figura 13: Estrutura analítica adotada na pesquisa.....	87
Figura 14: Representação gráfica do Modelo de Medida para o Constructo Capital Intelectual	104
Figura 15: Representação gráfica do Modelo de Medida para o Constructo Capital Humano	105
Figura 16: Representação gráfica do Constructo Capital Social e de Relacionamento	106
Figura 17: Representação gráfica do Constructo Capital Natural	107
Figura 18: Modelo de Medida	126
Figura 19: Frequência de respostas para as variáveis que compõe o Capital Intelectual	132
Figura 20: Frequência de respostas para as variáveis que compõe o Capital Humano	133
Figura 21: Frequência de respostas para as variáveis que compõe o Capital Social e de Relacionamento	134
Figura 22: Frequência de respostas para as variáveis que compõe o Capital Natural	135
Figura 23: Modelo de Mensuração dos Capitais Intangíveis do Relato Integrado a partir de indutores não financeiros relevantes para decisão de investimento	143

LISTA DE QUADROS

Quadro 01: Estrutura do Relato Integrado	37
Quadro 02: Os capitais que compõe a estrutura do Relato Integrado.....	38
Quadro 03: Elementos de conteúdo do Relato Integrado.....	39
Quadro 04: Princípios orientadores para elaboração e divulgação do Relato Integrado	40
Quadro 05: Autores mais citados.....	51
Quadro 06: Estudos sobre as práticas de elaboração ou implementação de Relato Integrado .	61
Quadro 07: Estudos sobre a visão dos preparadores de Relato Integrado	62
Quadro 08: Visão dos investidores sobre o Relato Integrado	62
Quadro 09: Fatores de criação de valor.....	65
Quadro 10: Literatura internacional sobre fatores que afetam a decisão de investimento.....	67
Quadro 11: Literatura nacional sobre fatores que afetam a decisão de investimento.....	68
Quadro 12: Literatura internacional sobre as demandas dos investidores	70
Quadro 13: Critérios de inclusão e exclusão de documentos.....	79
Quadro 14: Identificação da literatura.	79
Quadro 15: Codificação temática.	80
Quadro 16: Critérios de inclusão e exclusão de documentos.....	85
Quadro 17: Palavras-chave selecionadas para o estudo.....	85
Quadro 18: Resultados das etapas de identificação da literatura.....	86
Quadro 19: Variáveis de Capital Intelectual demandada por investidores	91
Quadro 20: Variáveis de Capital Humano demandas por investidores	92
Quadro 21: Variáveis de Capital Social e de Relacionamento demandadas por investidores .	93
Quadro 22: Variáveis de Capital Natural demandas por investidores	94
Quadro 23: Características dos participantes do grupo focal	96
Quadro 24 – Variáveis identificadas na literatura e no grupo focal para <i>survey</i>	101
Quadro 25: Graduação da escala <i>Likert</i>	102
Quadro 26: Índices de ajuste	113
Quadro 27: Variáveis identificadas por Constructo.....	123
Quadro 28: Representatividade das Variáveis em relação ao Constructo.....	128
Quadro 29: Modelo de Medida para Capitais intangíveis.....	142

LISTA DE TABELAS

Tabela 01: Indicadores de Validade de Construto	125
Tabela 02: Resultado dos índices de ajustamento	127
Tabela 03: Estimativa dos parâmetros	127
Tabela 04: Perfil demográfica da amostra.....	129
Tabela 05: Frequência estatística das variáveis	131

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AFC	-	Análise Fatorial Confirmatória
AFE	-	Análise Fatorial Exploratória
ANOVA	-	Análise de variância
APIMEC	-	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
B3	-	Brasil, Bolsa e Balcão
CC	-	Confiabilidade de Constructo
CF	-	Carga Fatorial
CFC	-	Conselho Federal de Contabilidade
CFI	-	Índice de ajuste comparativo
CSV	-	Valores separados por vírgula
CTG	-	Comunicado Técnico Geral
CVM	-	Comissão de Valores Mobiliários
DWLS	-	Mínimo Quadrado
DWLSR	-	Mínimo Quadrado Robusto
ERP	-	Sistemas de Gestão
ESG	-	Environmental, Social and Corporate Governance (Ambiental, Social e de Governança)
EVA	-	<i>Economic Value Added</i> (Valor Econômico Agregado)
GFI	-	Índice de qualidade de ajuste
GOF	-	Qualidade de ajuste
IIRC	-	International Integrated Report Council
ML	-	Probabilidade Máxima
MLR	-	Probabilidade Máxima Robusta
MVA	-	<i>Market Value Added</i> (Valor de Mercado Agregado)
NFI	-	Índice de ajuste normado
P&D	-	Pesquisa e Desenvolvimento
RI	-	Relato Integrado

- RMSEA - Raiz do erro quadrático médio de aproximação
- RSC - Responsabilidade Social Corporativa
- S&P 500 - Standart & Poor's 500
- WLSMV - Mínimos Quadrados Ponderados Diagonalmente
- WoS - Web of Science

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	17
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	19
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA	20
1.3 JUSTIFICATIVA.....	21
1.4 ORIGINALIDADE E RELEVÂNCIA	23
1.5 ESTRATÉGIA DE PESQUISA.....	24
1.6 INTERDISCIPLINARIDADE DA PESQUISA.....	25
1.7 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO.....	26
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	28
2.1 EVOLUÇÃO DO CONTEXTO MUNDIAL E DA SUSTENTABILIDADE.....	28
2.2 EVOLUÇÃO DOS RELATÓRIOS CORPORATIVOS	31
2.3 DESENVOLVIMENTO DO CONCEITO DE RELATO INTEGRADO E CRIAÇÃO DO IIRC	33
2.4 RELATO INTEGRADO	37
2.5 ENQUADRAMENTO TEÓRICO.....	41
2.6 CRIAÇÃO DE VALOR.....	44
2.7 PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTO.....	46
3. REVISÃO DA LITERATURA	49
3.1 REVISÃO ESTRUTURADA DA LITERATURA E ANÁLISE BIBLIOMÉTRICA PARA IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA	49
3.1.1 Análise Bibliométrica.....	50
3.1.2 Análise de conteúdo da Revisão Estruturada da Literatura.....	55
3.2 REVISÃO ESTRUTURADA DA LITERATURA PARA LEVANTAR PERCEPÇÃO DOS INVESTIDORES E FATORES DE CRIAÇÃO DE VALOR	64

3.2.1	Fatores de criação de valor	64
3.2.2	Fatores de interesse dos investidores	66
4.	METODOLOGIA DA PESQUISA	71
4.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA	71
4.1.1	Etapa 1 – Revisão estruturada da literatura e análise bibliométrica para identificação do problema de pesquisa	75
4.1.1.1	Revisão estruturada da literatura	75
4.1.2	Etapa 2 – Revisão estruturada da literatura para levantar percepção dos investidores e fatores de criação de valor	83
4.1.2.1	Limitação do método	88
4.1.3	Etapa 3 – Grupo focal para levantar percepções e fatores	89
4.1.3.1	Construção validação do instrumento de pesquisa	90
4.1.3.2	Seleção da amostra	94
4.1.3.3	Coleta dos dados.....	96
4.1.3.4	Análise dos dados	96
4.1.3.5	Limitação do método	97
4.1.4	Etapa 4 – <i>Survey</i> e Análise Fatorial Confirmatória (AFC)	98
4.1.4.1	Definição dos constructos individuais e do instrumento de pesquisa 100	
4.1.4.2	Desenvolvimento do Modelo de Medida geral	104
4.1.4.3	Planejamento do estudo	107
4.1.4.4	Avaliação da validade do Modelo de Medida.....	109
4.1.4.5	Limitação do método	114
5.	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	115
5.1	GRUPO FOCAL.....	115
5.2	ANÁLISE FATORIAL CONFIRMATÓRIA E ANÁLISE DESCRITIVA DA <i>SURVEY</i> 123	
5.2.1	Resultados da Validade do Constructo	123

5.2.2	Resultados da Validade do Modelo de Medida	126
5.2.3	Análise descritiva da <i>Survey</i>	128
5.2.3.1	Perfil demográfico	128
5.2.3.2	Variáveis investigadas	130
5.3	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	136
6.	CONCLUSÃO.....	144
6.1	CONCLUSÕES DERIVADAS DO ESTUDO TEÓRICO	145
6.2	CONCLUSÕES DERIVADAS DO ESTUDO EMPÍRICO	146
6.3	IMPLICAÇÕES PRÁTICA DA PESQUISA.....	149
6.4	LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS	150

1. INTRODUÇÃO

Historicamente, o valor de mercado das empresas era composto de ativos físicos e financeiros. Entretanto, estes componentes não explicam mais o valor de mercado de uma empresa (GIBASSIER; RODRIGUE; ARJALIÈS, 2016). Isto fica evidente na pesquisa da Ocean Tomo (2015), onde é demonstrado que, em 1975, os ativos tangíveis das empresas de capital aberto correspondiam a 83% do valor de mercado das empresas. Entretanto, quarenta anos depois, passou a corresponder a apenas 15%, sendo os outros 85% compostos por ativos intangíveis.

O advento da nova economia baseada no conhecimento transformou os *drivers* de valor organizacional, de ativos tangíveis para intangíveis (RAIMO et al., 2020). Assim, as avaliações de mercado não podem ser alicerçadas apenas sobre os ativos tangíveis. Uma vez que, as demonstrações financeiras não representam todo o valor de uma empresa e não fornecem todas as informações necessárias, por serem focadas, principalmente, no desempenho histórico. Além disso, não fornecem informações sobre o potencial de criação de valor de uma corporação (GIBASSIER; RODRIGUE; ARJALIÈS, 2016).

Este cenário mostra o desalinhamento entre a evolução da economia e da contabilidade, a qual já não consegue fornecer informações que representem com fidedignidade o valor das empresas e, conseqüentemente, relatórios que sejam úteis e relevantes para o processo de tomada de decisão. As conseqüências deste contexto ficaram evidentes com a crise financeira global de 2008, quando surgiram indagações sobre a utilidade dos modelos tradicionais de contabilidade e de relatórios existentes, uma vez que suas deficiências estavam implicadas na crise e, às vezes, sendo responsabilizadas por elas (DE VILLIERS; VENTER; HSIAO, 2017).

As diversas partes interessadas tomaram consciência de que os relatórios tradicionais não forneciam informações suficientes para avaliação do risco corporativo, pois não atendiam ao processo corporativo de criação de valor a longo prazo. Adicionalmente, as conseqüências de muitos escândalos corporativos globais levaram a que mais e mais vezes pedissem não apenas uma melhor reportagem, mas também um raciocínio integrado e de longo prazo (DILLING; HARRIS, 2018). Assim, passaram a buscar por maior transparência na cadeia de valor do investimento (INTERNATIONAL INTEGRATED REPORT CONCIL, 2015).

O Relato Integrado (RI) surge como uma resposta a essas demandas, conectando informações financeiras, advindas da contabilidade, e não financeiras, oriundas de diversas áreas da organização, para relatar seis capitais (financeiro, manufatureiro, natural, intelectual,

humano, social e de relacionamento) considerando seu modelo de negócios e governança corporativa no intuito de demonstrar a criação de valor organizacional em um relatório conciso e relevante.

A abordagem do RI, *The International Framework <IR>*, é o avanço mais recente nas práticas de negócios sustentáveis e movimento de relatórios (VAN ZIJL; WÖSTMANN; MAROUN, 2018). É considerado um novo paradigma de relato, de caráter holístico, estratégico e responsivo, que pode representar a próxima evolução da contabilidade, ao conter material relevante em vários prazos (ADAMS; SIMNETT, 2011). É a primeira vez que uma visão verdadeiramente holística e integrada da empresa é promovida, vinculando informações para dar o significado, a relevância e a consistência que faltam quando partes separadas de informações são simplesmente justapostas (IFA, 2017).

O RI pode ajudar a preencher as lacunas de informação percebidas pelos investidores, além de apoiar as decisões de investimento com base em uma visão mais ampla da criação de valor (IIRC, 2015), tornando os investimentos mais sustentáveis. Vem sendo explorado por alguns líderes da comunidade empresarial (LAMBOOY; HORDIJK; BIJVELD, 2014) e adotado por países como África do Sul, Austrália, Grã-Bretanha, França, países asiáticos como Japão e Sri Lanka e também pelo Brasil (IFA, 2017; FERNANDES; BARBOSA, 2021).

Tem como objetivo principal, melhorar a qualidade da informação disponível a provedores de capital financeiro, permitindo uma alocação de capital mais eficiente e produtiva (IIRC, 2013, 2021).

Entretanto, as cartas comentários para o documento de discussão do *International Integrated Reporting Council* (IIRC) são escritas principalmente por grandes empresas multinacionais (em oposição às pequenas e médias empresas) e por preparadores (em oposição aos usuários) (REUTER; MESSNER, 2015). Além disso, observa-se um desinteresse de parte de investidores de certas regiões, como Taiwan e África do Sul, nos conceitos defendidos no *Framework* RI e nas informações comunicadas através deste tipo de relatório (ADAMS, 2017; HSIAO, 2015; HSIAO; KELLY, 2018).

Este desinteresse pode ser decorrente da desconexão existente entre o público do relatório percebido pelos gerentes e seu público-alvo, como provedores de capital, previsto pelo IIRC. Ou ainda, porque as empresas não compreendem completamente quais informações são valorizadas pelos seus *stakeholders* e acabam por fornecer informações que não são as exigidas pelos investidores ou sem os detalhes e formato desejados (COHEN et al.,

2010; DELOITTE, 2016; NAYNAR; RAM; MAROUN, 2018; STUBBS et al., 2014; ABHAYAWANSA; ELIJIDO-TEM; DUMAY, 2019).

De fato, o conteúdo dos relatórios resultantes ainda está longe de ser perfeito, principalmente da perspectiva do investidor (IFA, 2017). É necessário criar relatórios com mais atenção, a fim de atender às necessidades de informação dos investidores (RUPLEY; BROWN; MARSHALL, 2017) tornando-os realmente úteis e relevantes ao seu público alvo.

Os investidores querem informações mais amplas que vão além dos dados financeiros puros, que levem a uma maior compreensão dos impulsionadores do desempenho e da criação de valor, como uma explicação geral do modelo de negócios, como a empresa gera caixa, como a empresa cria valor, como a estratégia é articulada e como antecipa oportunidades e vulnerabilidades futuras (IIRC, 2015).

Nesse sentido, é necessário garantir que os relatórios integrados forneçam informações úteis para a tomada de decisão ao invés de informações genéricas sobre métricas ambientais, sociais e de governança (ATKINS; MAROUN, 2015). Para isso, é crucial compreender o uso, a utilidade e a influência das informações que compõe o Relato Integrado nas decisões de investimento (ATKINS; MAROUN, 2015; HSIAO; KELLY, 2018; ROWBOTTOM; LOCKE, 2016; SLACK; TSALAVOUTAS, 2018).

Como há variações em relação as considerações de investimento e o uso de divulgações corporativas nos mercados globais (EY, 2015; PETERSEN; VREDENBURG, 2009; WANG; HASLAM; MARSTON, 2011), é necessário entender melhor as considerações do investidor e o papel que o RI desempenha na tomada de decisões de investimento em diferentes mercados (HSIAO, 2015; HSIAO; KELLY, 2018), bem como seu uso e sua utilidade (DE VILLIERS; HSIAO; MAROUN, 2017; SLACK; MUNZ, 2016; SLACK; TSALAVOUTAS, 2018). Nesse sentido, Camilleri (2017) sugere que a pesquisa qualitativa pode identificar o conteúdo que deve ser relatado nas divulgações integradas.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Diante deste contexto, da falta de alinhamento entre o que o investidor percebe como relevante e útil para seu processo de tomada de decisão e o que as empresas divulgam; consequentemente, da necessidade de identificar as informações demandadas pelos investidores para o processo de tomada decisão de investimento, é importante questionar:

Quais são os indutores não financeiros de valor que afetam a decisão de investimento e devem ser evidenciados em um Relato Integrado de forma a torná-lo útil aos investidores para alocação eficiente e produtiva do capital?

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Neste sentido, esta pesquisa tem por objetivo geral investigar os indutores não financeiro de valor que afetam o processo de tomada de decisão de investimentos de investidores profissionais brasileiros e que devem ser evidenciados em um Relato Integrado no intuito de melhorar sua utilidade aos provedores de capital financeiro, tornando suas decisões de investimento mais sustentáveis. Estes indutores não financeiros são delimitados pelas informações não financeiras que compõe os capitais intangíveis propostos pelo *Framework <IR>*, ou seja: Capital Intelectual, Capital Humano, Capital Social e de Relacionamento e Capital Natural.

Os objetivos específicos desta pesquisa são:

- Levantar na literatura os indutores não financeiros que criam valor para as organizações e para o mercado de capitais, os quais são, por consequência, relevantes para os provedores de capital financeiro;
- Identificar as informações não financeiras utilizadas pelos investidores, na literatura nacional e internacional, em seu processo de tomada de decisão de investimento;
- Investigar a percepção dos investidores profissionais brasileiros sobre a relevância dos indutores não financeiro de valor identificadas na literatura em seu processo de tomada de decisão de investimento;
- Propor um modelo de indutores não financeiro de valor relevantes para os investidores profissionais para que sejam divulgados nos relatórios empresariais, em especial, no Relato Integrado, de forma a melhorar sua utilidade e relevância aos provedores de capital financeiro.

Como consequência, foram elaboradas questões de pesquisa que contribuíssem para alcance dos objetivos secundários:

- Quais são os indutores não financeiro que criam valor para a organizações e para o mercado de capitais, sendo apontados como relevantes para os investidores pela literatura nacional e internacional?
- Quais são as informações não financeiras utilizadas pelos investidores em seu processo de tomada de decisão de acordo com a literatura nacional e internacional.
- Qual a percepção dos investidores profissionais brasileiros sobre a relevância dos indutores não financeiros identificados na literatura em seu processo de tomada de decisão de investimento?
- Quais são os indutores de valor não financeiro que melhor representam os Capitais Intangíveis do Relato Integrado de acordo com a perspectiva de investidores profissionais brasileiros?

Uma vez identificado os indutores não financeiros de valor e as informações não financeiras que afetam a decisão de investimento, espera-se contribuir com a relevância da informação divulgada no Relato Integrado para os investidores profissionais, principais provedores de capital financeiro de empresas de capital aberto.

1.3 JUSTIFICATIVA

O investidor possui papel crucial no funcionamento do mercado de capitais, pois a partir de suas decisões o capital flui alimentando a criação de valor nas organizações e moldando as perspectivas das organizações e do mercado de capitais (IIRC, 2015).

O *Framework <IR>* tem por objetivo fornecer ao provedor de capital financeiro informações sobre como a organização gera valor ao longo do tempo para melhor alocação do capital (IIRC, 2013). Entretanto, os relatórios integrados examinados por Rupley, Brown e Marshall (2017) não fornecem, em regra, as informações mais desejadas pelos investidores.

Isso pode ser decorrente, de um conteúdo genérico e muitas vezes vago (HAJI; HOSSAIN, 2016), ou mesmo por haver uma série de falhas, incluindo tamanho excessivo, repetição e estruturas difíceis de seguir (ATKINS; MAROUN, 2015). Há, ainda, a evidência de que os documentos de discussão do IIRC foram escritos, principalmente, por grandes empresas multinacionais e por preparadores (REUTER; MESSNER, 2015), o que pode ter prejudicado a orientação sobre informações de interesse dos investidores.

Nesse sentido, há uma necessidade crescente de os investidores obterem mais informações sobre o processo de criação de valor, uma vez que os sistemas de relatórios financeiros respondem imperfeitamente pela maioria dos ativos intangíveis gerados pelas empresas (ALBERTINI, 2019). Assim, torna-se necessário compreender que tipo de informação é útil para o investidor em seu processo de tomada de decisão de investimento (RIBEIRO ET AL, 2020).

A PricewaterhouseCoopers - PWC (2014) destaca que é essencial compreender as necessidades de investidores e analistas para que os preparadores de relatórios possam maximizar sua eficácia no mercado de capitais. Além disso, como o RI pretende se tornar uma tendência global, é importante entender as opiniões de investidores em diferentes culturas sobre o uso de relatórios integrados (HSIAO, 2015) e as informações por eles demandadas; já que os fatores de valor nos negócios mudaram (PWC, 2014). O que justifica a realização da pesquisa em um contexto subexplorado, com investidores profissionais brasileiros.

Além disso, há um número reduzido de estudos internacionais qualitativos a explorar a percepção dos investidores sobre o conteúdo do Relatório Integrado (ATKINS; MAROUN, 2015; ABHAYAWANSA; ELIJIDO-TEM; DUMAY, 2019; STUBBS et al., 2014; SLACK; TSALAVOUTASB, 2018; STUBBS; HIGGINS, 2018), ou a investigar fatores que impactam a decisão de investimento (COHEN et al., 2010; PRZYCHODZEN et al., 2016; SLACK; CAMPBELL, 2016; HSIAO; KELLY, 2018) a partir da ótica do investidor.

Isto porque, pesquisas positivistas focam na influência de fatores intangíveis na decisão de investimento a partir da reação do mercado (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018) e não a partir da visão dos investidores. Para além, as pesquisas até o momento têm se concentrado em medir o desempenho do retorno (DAUGAARD, 2020).

No contexto brasileiro, as pesquisas com investidores ou são realizadas com investidores de varejo ou focam em fatores comportamentais (BOGEA; BARROS, 2008; RODRIGUES et al., 2015), com poucas exceções (PIMENTA, 2012; LEMOS et al., 2014).

As conclusões anteriores sobre a demanda de informações por investidores profissionais ou sobre os fatores que afetam sua decisão de investimento obtidas em outros contextos não podem ser generalizadas para o mercado de ações brasileiro. Além disso, dada escassez de estudos sobre Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e um nível de compreensão mais baixo do que nos mercados desenvolvidos sobre os pontos fortes e fracos das práticas ambientais e sociais, examinar essas questões no contexto brasileiro é de grande

valor para a literatura de RSC (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018). Ademais, o caso brasileiro torna-se significativo, visto que o Brasil é cada vez mais importante nos mercados mundiais (FERNANDES; BARBOSA, 2021).

Vale ressaltar que apesar de a elaboração do RI não ser obrigatório para empresas privadas no Brasil, este foi o primeiro país do mundo a tornar a abordagem obrigatória para empresas estatais em 2016 e para o setor público em 2018. Recentemente, foi aprovado pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) o Comunicado Técnico Geral (CTG) 09 – Relato Integrado em 26 de novembro de 2020 e a Resolução da CVM nº 14 de 9 de dezembro de 2020, a qual torna obrigatória para as companhias abertas, quando da decisão de elaboração e divulgação do Relato Integrado, a Orientação CPC 09 – Relato Integrado.

Nesse sentido, o Brasil está entre os quatro países do mundo em adoção quantitativa do Relato Integrado (FERNANDES; BARBOSA, 2021). Mas ainda assim, o tema permanece subexplorado nas pesquisas brasileiras (RIBEIRO ET AL., 2020).

1.4 ORIGINALIDADE E RELEVÂNCIA

A pesquisa concentra-se nas perspectivas do principal grupo de usuários do Relato Integrado, com objetivo de identificar indutores de valor que devem ser considerados pelos preparadores em seu processo de elaboração do relato e pela comunidade de governança corporativa de forma a tornar o relatório útil para seu público-alvo.

Pesquisas anteriores realizadas com investidores investigaram a percepção que esse público tinha sobre a utilidade e relevância do Relato Integrado (Stubbs et al. , 2014; Adams, 2017; Stubbs & Higgins, 2018; Slack & Tsalavoutas, 2018; Hsiao & Kelly, 2018; Abhayawansa, Elijido-Ten, & Dumay, 2019), mas não buscaram identificar as informações não financeiras desejadas por este público para subsidiar a decisão de investimento e nem sistematizaram os requisitos básicos que podem contribuir para aumentar utilidade do IR aos provedores de capital financeiro. Além disso, pesquisas da literatura de investimentos investigaram a influência dos direcionadores não financeiros de criação de valor na decisão de investimento a partir do paradigma positivistas (Chen, Cheng & Hwang, 2005; Callen, Gavius & Segal, 2010; Shakina et al., 2017; Efimova, 2018; Cheikh & Noubbigh; 2019).

Assim, esta pesquisa de tese é pioneira em investigar a opinião dos investidores profissionais sobre um conjunto de indutores de valor que ao mesmo tempo contribua para mensuração do Capital Natural, do Capital Intelectual, do Capital Humano e do Capital Social

e de Relacionamento e seja relevante para decisão de investimento a partir de uma abordagem interpretativista.

Desta forma, além de ser uma pesquisa original, seus resultados são relevantes em diversos sentidos: *i*) contribui com a expansão das barreiras do conhecimento, trazendo luz à literatura de investimento, com novos insights sobre os indutores de valor não financeiros que influenciam as decisões de investimento e criam valor para as organizações; à literatura de Sustentabilidade e Responsabilidade Social Corporativa, ao investigar fatores sociais e ambientais a partir de um paradigma interpretativista; e à literatura do Relato Integrado ao sintetizar informações demandas por investidores de um contexto inexplorado, o que pode contribuir com a relevância do RI para os provedores de capital financeiro; *ii*) direcionam os preparadores de Relato Integrado a focar na real necessidade do investidor, reduzindo a desconexão existente entre os preparadores e os principais usuários deste tipo de relatório (STEYN, 2014; NAYNAR; RAM; MAROUN, 2018), e fornecendo informações robustas para apoiar sua tomada de decisão (CUNHA ET AL., 2020); *iii*) orienta os gestores que não consideram questões não financeira de forma estratégica a adaptarem as políticas empresariais e a tornarem-se social e ambientalmente engajadas; *iv*) contribui com os reguladores e formuladores de política, no caso de eventuais regulamentações futuras; e *v*) informa os investidores sobre importantes fatores não financeiros de criação de valor, cada vez mais importantes para decisão de investimento.

Desta forma, esta pesquisa traz *insights* que contribuem para que o Relato Integrado atinja seu objetivo principal, não se tornando apenas mais uma moda de reportagem não embutida no pensamento de investimento convencional (SLACK; TSALAVOUTAS, 2018), e melhorando o ambiente de informação para os investidores de forma que tomem decisões mais bem informadas (GRASSMANN, 2021; LAKSHAN; LOW; DE VILLIERS, 2021). Além disso, apoia a ambição do IIRC ao fornecer *insights* necessários para o Relato Integrado em mercados, como o Brasil (IIRC, 2014).

1.5 ESTRATÉGIA DE PESQUISA

Esta pesquisa de tese foi dividida em cinco etapas. Primeiro, foi realizada uma Revisão Estruturada da Literatura com a apoio da bibliometria para identificar a lacuna de pesquisa e, conseqüentemente, o problema de pesquisa. Em seguida, foi realizada uma

Revisão Estruturada da Literatura sobre criação de valor e decisão de investimento com objetivo de identificar indutores não financeiros de criação de valor que afetem a decisão de investimento classificados dentro da perspectiva dos capitais intangíveis do Relato Integrado (Capital Natural, Intelectual, Humano, Social e de relacionamento).

No intuito de aproximar a teoria da prática e de trazer novos *insights* aos achados da literatura sobre indutores de valor não financeiros, em um terceiro momento, foi realizado um Grupo Focal com investidores profissionais brasileiros. Definido um Modelo Teórico de Mensuração dos capitais investigados, composto pelos indutores de valor não financeiro, foi elaborada como quarta etapa deste trabalho um questionário estruturado para realização de uma pesquisa *survey* com investidores profissionais brasileiros.

Por fim, com objetivo de sintetizar a percepção dos investidores brasileiros sobre os indutores identificados, os dados foram analisados por meio da estatística descritiva; para validar o Modelo Teórico de Mensuração elaborado, os dados coletados com a *survey* foram expostos à Análise Fatorial Confirmatória.

Os resultados apontam para um conjunto de indutores de valor que melhor representa os Capitais intangíveis propostos pelo *Framework <IR>* e que afeta a decisão de investimento dos investidores profissionais brasileiros.

1.6 INTERDISCIPLINARIDADE DA PESQUISA

A interdisciplinaridade é um processo de diálogo entre as disciplinas (LUZZI, DANIEL ANGEL; PHILLIPPI JR., 2011; RAYNAUT, 2011, 2018) de forma que resulte em uma modificação entre elas e não uma simples troca de informação (LUZZI, DANIEL ANGEL; PHILLIPPI JR., 2011). Sempre que se fala em interdisciplinaridade, surgem palavras como “totalidade” e “complexidade” (RAYNAUT, 2011).

O Relato Integrado é um tópico de pesquisa interdisciplinar que envolve as disciplinas de contabilidade e finanças, governança corporativa, gestão, organização e sustentabilidade ao conectar os propósitos da Administração, da Contabilidade e da Comunicação (ALVES et al., 2017). Nesse sentido, gera novos desafios em comparação com os relatórios de sustentabilidade, pois, de acordo com sua definição, ele está mais vinculado à estratégia de negócios e à forma como uma organização cria valor, levando às equipes de finanças e estratégia um papel mais proeminente na compreensão e divulgação de informações não financeiras (STUBBS; HIGGINS, 2014).

Para isso, é necessário captar a compreensão de diferentes grupos ao informar sobre os capitais não financeiros, intangíveis, que o compõe. Ademais, atender às demandas dos investidores, provedores de capital financeiro, é fundamental para atender ao seu objetivo principal. Esta pesquisa tem por objetivo identificar estas demandas.

Para isto, fez-se necessário buscar apoio teórico em diversas disciplinas e assim construir um caminho interdisciplinar para a elaboração do Modelo testado (TOLEDO, 2020). Ou seja, esta pesquisa buscou na literatura de Investimento e Finanças, Criação de valor, Contabilidade e Economia, Responsabilidade Social Corporativa e Sustentabilidade informações que pudessem instrumentalizar a pesquisa a ser realizada com investidores profissionais, de forma a aproximar a teoria da prática profissional e quebrar o paradigma existente sobre a demanda informacional deste público.

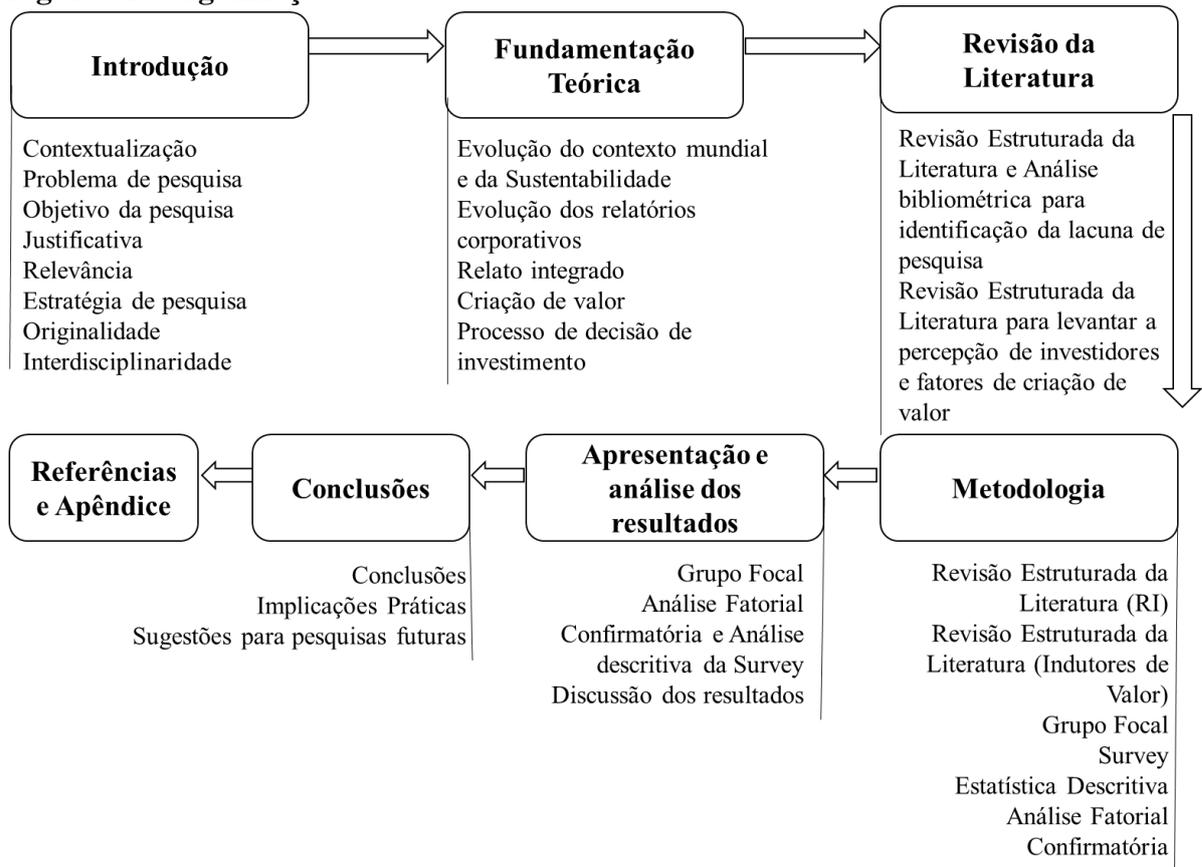
Fazenda (1979) argumenta que a interdisciplinaridade é a oportunidade de se eliminar um hiato existente entre a atividade profissional e a academia. Ela permite a problematização e transformação de paradigmas já estabelecidos do conhecimento para produção de um novo saber (LUZZI, DANIEL ANGEL; PHILLIPPI JR., 2011).

Esta pesquisa é aderente a linha de pesquisa do Programa de Pós-Graduação em Sistemas de Gestão Sustentáveis da Universidade Federal de Fluminense (PPSIG/UFF), intitulada “Gestão das Organizações Sustentáveis”, uma vez que seus resultados podem contribuir na elaboração de estratégias para melhor gestão dos indutores de valor identificados, implicando na divulgação de informações relevantes e fidedignas aos investidores sobre como estes indutores podem afetar a criação de valor.

1.7 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO

O estudo é organizado em seis capítulos e suas subseções. Após esta introdução, tem início a Fundamentação Teórica, seguida da Revisão da Literatura, Metodologia de pesquisa, Apresentação e análise dos resultados e Conclusão. Após estes capítulos, as referências utilizadas no texto são listadas, seguida pelo Apêndice. A organização do estudo é esquematizada na Figura 01.

Figura 01: Organização do estudo



Fonte: Elaborado pela autora (2021)

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo apresenta a fundamentação teórica da pesquisa baseada na evolução da sociedade e da economia em um contexto mundial e da sustentabilidade, com um olhar específico para sustentabilidade financeira, ou seja, para sua perenidade e resiliência; na evolução dos relatórios corporativos até o surgimento do Relato Integrado, seus principais conceitos, elementos e princípios; na forma como este novo processo de relato corporativo contribui para criação de valor sustentável, seu uso pelos investidores e demais partes interessadas; e nos elementos atuais que norteiam o processo decisório dos investidores.

2.1 EVOLUÇÃO DO CONTEXTO MUNDIAL E DA SUSTENTABILIDADE

O contexto mundial é impactado com evoluções constantes ao longo dos anos. Essas evoluções refletem mudanças que, segundo o (IIRC, 2011), são interdependentes e estão refletidas no processo de globalização; relacionadas a crescente atividade política em todo o mundo em resposta as crises financeiras, de governança e outras; oriundas das expectativas aumentadas em relação a transparência e a responsabilidade corporativa; decorrentes das escassez real e prospectiva de recursos; e ligadas ao crescimento populacional e as preocupações ambientais.

A crescente complexidade do mundo e, em especial, a dos negócios leva a um aumento na demanda por informações sobre o desempenho financeiro e a governança corporativa das empresas e sua contribuição para o desenvolvimento sustentável (ALBERTINI, 2019).

O termo Desenvolvimento Sustentável, surgiu em 1987, introduzido pela primeira ministra da Noruega Harlem Brundtland no documento “Nosso futuro comum”, apresentado oficialmente a Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente das Nações Unidas, que ficou conhecido como Relatório Brundtland: "capacidade de satisfazer as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras de satisfazerem suas próprias necessidades" (COMISSÃO MUNDIAL SOBRE MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO, 1991).

O conceito de sustentabilidade é uma ramificação do conceito de desenvolvimento sustentável e, apesar de ser bem conhecido, ainda é um termo muito controverso por não ter

um significado bem definido (ECCLES; SERAFEIM, 2011). Entretanto, este conceito evoluiu nas últimas décadas e, num sentido mais amplo, inclui crescimento econômico, equidade social e qualidade ambiental, de forma interdependente e harmonizada (OLIVEIRA, MARTINS; LIMA, 2010).

Para o sistema financeiro, a sustentabilidade tem um duplo imperativo: o primeiro, em um sentido mais restrito, é garantir que os fatores ambientais, sociais e de governança, traduzido do inglês *Environmental, Social and Corporate Governance* (ESG), estejam no centro da tomada de decisões financeiras; o segundo, em um sentido amplo, é mobilizar capital para ajudar a resolver os principais desafios da sociedade que exigem financiamento de longo prazo, como criação de empregos, em especial para os jovens, melhoria da educação e aposentadoria, combate à desigualdade e aceleração da mudança para uma economia descarbonizada e eficiente em termos de recursos, ou seja, a promoção do desenvolvimento econômico sustentável (EUROPE COMMISSION, 2017).

Neste sentido, Adams; Simnett (2011) ressaltam que as questões relacionadas à governança, aos desafios ambientais, às mudanças climáticas, ao bem-estar dos funcionários e aos impactos que as operações empresariais geram na comunidade são uma preocupação mundial e precisam estar na pauta de todas as organizações.

Com o advento da Pandemia do Novo Coronavírus, o termo ESG, apesar de ser discutido desde o ano de 2004, quando foi utilizado pela primeira vez em uma publicação do Pacto Global, e de ser mais bem desenvolvido em empresas e governos estrangeiros, além de se fortalecer nas agendas de investidores globais, tomou lugar na agenda de investidores brasileiros.

O fluxo de recursos para investimentos sustentáveis atingiu novos patamares em meio à pandemia de 2020 (ADAMS; ABHAYAWANSA, 2021). Ao menos dois motivos instigam investidores a se preocuparem com investimento ESG: (i) a promoção de práticas de investimento ético; e (ii) o aprimoramento do desempenho de um portfólio, aumentando os retornos e reduzindo o risco do portfólio, uma vez que empresas de alta sustentabilidade desfrutam de menor risco de queda e são resilientes durante tempos turbulentos (BROADSTOCK et al., 2021).

Nesse sentido, a divulgação é um instrumento essencial para ajudar o sistema financeiro a direcionar as empresas para uma economia sustentável e deve incluir informações sobre desempenho, posição, oportunidades e riscos, bem como métricas apropriadas de sustentabilidade, pois o mercado e o sistema financeiro operam com base em preços e riscos

transparentes. Esses sinais são essenciais e influenciam a atividade econômica, as decisões de investimento e o uso de recursos escassos de todos os tipos (EC, 2017).

Entretanto, os sucessivos colapsos corporativos das últimas décadas fizeram com que os investidores questionassem a validade, a relevância, a confiabilidade e a capacidade das demonstrações financeiras para fornecer um entendimento suficiente sobre a capacidade das empresas de operar de maneira sustentável no futuro e de, juntamente com os atuais modelos de relatórios, darem suporte à tomada de decisão (IIRC, 2011; HELMINA et al., 2019). Assim, os investidores passaram a desejar acesso a informações não financeiras adicionais para complementar os indicadores financeiros tradicionais (ECCLES; SERAFEIM, 2011).

Nesse sentido, é globalmente reconhecido que os intangíveis são os principais recursos para que as organizações criem valor de forma sustentável ao longo do tempo e que representam uma parte importante do valor atual e futuro de uma organização (WICI, 2016). A participação dos ativos intangíveis no valor das empresas cresceu pelo menos 70% desde 1975, quando 17% do valor da empresa era composto por intangíveis. No ano de 2015, os intangíveis já compunham 87% do valor de mercado dos integrantes do S&P 500 (OCEAN TOMO 2015). Acredita-se que hoje, quase cinco anos depois, este percentual seja ainda maior.

A contabilidade tradicional reconhece os intangíveis somente quando são adquiridos, seja como ativos individuais ou dentro de uma operação de fusão e aquisição (WICI, 2016). Ademais, os relatórios financeiros desempenham um papel essencial na explicação do desempenho passado das empresas, mas não podem fornecer uma imagem completa de seu valor comercial (KPMG, 2014).

Para além, a divulgação financeira pelas empresas é realizada de forma trimestral, privilegiando o curto prazo às custas do longo prazo (EC, 2017). Ainda que o Relatório Anual tenha como abordagem um conteúdo narrativo que permita uma melhor compreensão sobre a gestão das organizações e do ambiente de negócios (KPMG, 2014), é, ainda assim, muito retrospectivo e carente de conectividade e mensurabilidade (SLACK; CAMPBELL, 2016).

Estas concepções não facilitam a compreensão completa do mecanismo de criação de valor de uma organização e cria uma lacuna entre as informações relatadas e as necessárias para avaliar o valor dos negócios (KPMG, 2014; WICI, 2016), preterindo o papel associado de intangíveis neste processo (WICI, 2016; ALBERTINI, 2019). Nesse sentido, argumenta-se que os relatórios convencionais das empresas fracassam ao evidenciar de forma clara a

relação entre indicadores e informações financeiras, sociais, ambientais e questões éticas (HELMINA et al., 2019).

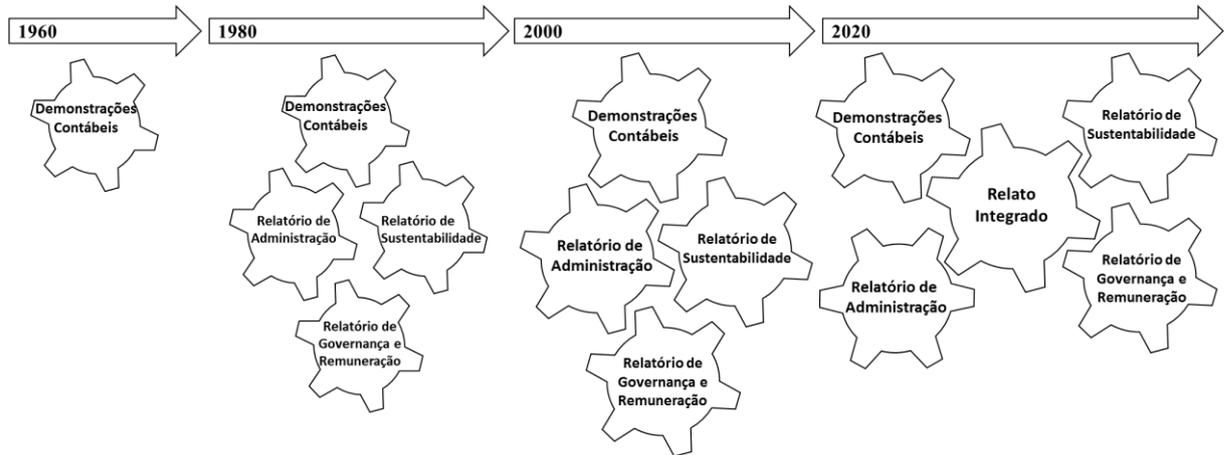
É necessário que os relatórios sejam criados em torno do modelo de negócios de uma empresa, abordando os fatores que geram valor a longo prazo para esse negócio, com maior foco nos fatores operacionais do desempenho, nos recursos dos quais a empresa depende, fornecendo aos leitores as informações para que formem sua própria avaliação sobre o desempenho futuro da empresa (KPMG, 2014).

Embora existam inúmeras iniciativas em relatórios de sustentabilidade, um desenvolvimento que contribui para apaziguar tal situação e comunicar a responsabilidade corporativa é a de Relatórios Integrados, defendido pelo IIRC (DELOITTE, 2016; EC, 2017). Nesse sentido, o IIRC espera que o Relato Integrado engendre um foco de longo prazo entre gerentes e investidores, os quais precisam entender os riscos associados a práticas comerciais insustentáveis, substituindo o foco no curto prazo, frequentemente culpado por vários dos males do capitalismo (e da contabilidade) (DE VILLIERS; VENTER; HSIAO, 2017, EC, 2017).

2.2 EVOLUÇÃO DOS RELATÓRIOS CORPORATIVOS

Desde que o atual modelo de relatório de negócios foi desenvolvido, houve grandes mudanças na maneira como os negócios são conduzidos e na forma como eles criam valor; os relatórios evoluíram em segmentos separados e desconectados, as interdependências críticas entre estratégia, governança, operações e desempenho financeiro e não financeiro não foram esclarecidas; assim, a evolução dos relatórios corporativos, nos últimos cinquenta anos, deu-se mais com a diversificação de relatórios do que com a integração das informações (IIRC, 2011). Tal processo evolutivo pode ser observado na Figura 02.

Figura 02: Evolução dos Relatórios Corporativos



Fonte: Adaptado (IIRC, 2011)

Inicialmente, os relatórios corporativos eram baseados nos demonstrativos contábeis. A partir da década de 80, novos relatórios surgiram, oriundos de uma preocupação relacionada com a sustentabilidade e com a governança corporativa. Esses relatórios de sustentabilidade, de governança e remuneração e relatórios da administração passaram a ser mais robustos e a ter referências como o GRI a partir dos anos 2000. O Relato Integrado aparece como uma nova modalidade de relatório na linha do tempo apresentada.

Kassai, Carvalho e Kassai (2019) ilustram o processo evolutivo dos relatórios da seguinte forma:

- 1900 – 1929: Relatórios corporativos focados em economia e finanças; contribuíram para crise de 1929 por não fornecerem informações suficientes para negociação de ações. Não havia muita transparência e as práticas contábeis na época eram muito flexíveis e sem rigor metodológico.
- 1930 – 1960: Com objetivo de atacar as razões da crise de 1929, os governos colocaram algumas medidas em vigor, assim os relatórios financeiros e pareceres de auditoria passaram a ficar mais robustos. Melhorou-se o processo de comunicação com os diversos usuários da informação e, além da contabilidade societária, houve o surgimento da contabilidade gerencial.
- 1960 – 1980: Início da década de 60, começaram a surgir preocupações em adicionar informações não financeiras (governança corporativa e informações relacionadas a comunidade) aos relatórios financeiros, o que abriu espaço para os relatórios de sustentabilidade.
- 1980 – 2000: os primeiros relatórios de sustentabilidade, com informações de natureza econômica, social, ambiental e de governança surgiram a partir da

década de 80; como exemplo, o Balanço Social, a Demonstração do Valor Adicionado, o Relatório IBASE e o relatório GRI.

Pode-se adicionar a esta linha do tempo o período de 2000 aos dias atuais, com discussões sobre a integração das informações, normatizações neste sentido e publicações de relatórios de forma mais integrada. Desta forma, iniciativas como *King Report*, *One Report* e *Connected Reporting Framework* deram origem ao Relato Integrado.

Para avançar em uma estrutura de relatório que forneça as informações necessárias para avaliar o valor organizacional no século XXI, é necessário reunir as diversas, mas atualmente desconectadas, linhas de relatórios em um todo coerente e integrado e demonstrar a capacidade de uma organização de criar valor agora e no futuro (IIRC, 2011).

2.3 DESENVOLVIMENTO DO CONCEITO DE RELATO INTEGRADO E CRIAÇÃO DO IIRC

A discussão sobre relatórios integrados começou bem antes da criação do *International Integrated Report Concil* (IIRC). Dumay et al. (2016) traçam a jornada de relatórios integrados na África do Sul desde 1994, quando foi lançado o primeiro Código de Governança Corporativa do Reino da África do Sul, comumente conhecido como "King I". Este tinha uma visão mais inclusiva do *stakeholder*, não contemplando apenas o acionista.

Dumay et al. (2016) discorrem sobre esse processo, relatando que em 2002, inspirado pela Cúpula da Terra de Joanesburgo, o *King I* foi reescrito e intitulado como o relatório *King II*. Posteriormente, o relatório *King II* apresentou o "Relatório Integrado de Sustentabilidade". Após o colapso da Enron e da WorldCom, partes do *King II* foram adotadas pela Bolsa de Valores de Nova York e incorporadas no Ato Sarbanes-Oxley. Assim, a noção de governança corporativa do *King* estabeleceu-se como uma influência importante nos princípios internacionais de governança corporativa.

Em 2009, o *King II* recebeu uma nova versão intitulada como *King III*, que recomenda uma abordagem de relatório integrado em uma base de “aplicar” ou “explicar”. Assim, a partir de 2010, todas as empresas listadas na Bolsa de Valores de Joanesburgo deveriam fazer a integração de todos os seus relatórios ou explicar o motivo de não o fazer. O *King III* é, essencialmente, uma política de governança corporativa e não uma estrutura de relatório específica (DUMAY et al., 2017). Mas ainda assim, foi vista como uma melhoria do relatório anual tradicional emitido pelas empresas listadas na bolsa de Joanesburgo (ATKINS et al., 2015).

De acordo com Dumay et al. (2017), o *King III* e o <RI> são abordagens, essencialmente, diferentes, pois o primeiro abrange a governança corporativa de uma perspectiva inclusiva das partes interessadas e o segundo, de uma perspectiva do investidor.

Em 1º de novembro de 2016, em substituição ao *King III*, foi divulgado o relatório *King IV*, sendo efetivo em relação aos exercícios iniciados a partir de 1º de abril de 2017. Este código passou a ser baseado em princípios e não em regras; além disso, adotou uma nova abordagem para o “relatar” ou “explicar”, exigindo que as empresas adotassem todos os princípios do código e explicassem como seriam adotados (DUMAY et al., 2017).

Outra abordagem que contribuiu para o desenvolvimento do RI foi o modelo proposto por Eccles e Krzus em seu livro *One Report*, no qual destacam que um relatório integrado dentro de uma estrutura de relatório é muito mais do que apenas combinar informações financeiras e não financeiras em um documento anual, envolvendo o uso da internet para fornecer ferramentas analíticas que permitam ao usuário fazer sua própria análise de informações financeiras e não financeiras, inclusive fornecendo informações de interesse particular para diferentes partes interessadas (DUMAY et al., 2017).

Pelo mundo, em 1999, a *PricewaterhouseCoopers* (PWC) publicou um documento de discussão intitulado "Estrutura de Relatório de Valor" (DE VILLIERS; HSIAO; MAROUN, 2017). Em 2007, pela iniciativa *Prince of Wales*, "Contabilidade para a sustentabilidade", foi apresentado um documento denominado "Connected Reporting Framework"; em 2009, a mesma organização divulgou outro documento - "Connected Reporting, como orientar"; sendo estas bases passadas para o recém-iniciado IIRC quando de sua criação (KUZINA, 2014).

O processo de discussão que se iniciou no final da década de 90, deu origem aos primeiros relatórios integrados do mundo na década seguinte. O primeiro relatório integrado divulgado foi o da empresa *Novozymes* em 2002, uma empresa dinamarquesa de enzimas que é um *spin-off* da empresa de assistência médica *Novo Nordisk*, seguido pelo relatório integrado da *Novo Nordisk* (DE VILLIERS; HSIAO; MAROUN, 2017).

A crise financeira global que se seguiu ao final dos anos 2000, levou a reflexões mais aprofundadas sobre a utilidade dos modelos tradicionais de contabilidade e de relatórios existentes. Isto porque, suas deficiências estavam implicadas na crise e, às vezes sendo responsabilizadas por elas (DE VILLIERS; HSIAO; MAROUN, 2017).

Em decorrência dos questionamentos e da insatisfação com os modelos de relatórios existentes, a *Global Reporting Initiative* (GRI) e o Projeto Contábil para Sustentabilidade de

Prince of Wales (A4S) formaram o Conselho Internacional para Relatórios Integrados, *International Integrated Reporting Council (IIRC)*, em 2010. O objetivo era desenvolver uma abordagem unificada de relatórios integrados (KUZINA, 2014) e fazer com que tanto os gestores quanto os provedores de capital financeiro considerassem as consequências a longo prazo de um conjunto mais amplo de capitais (DE VILLIERS; HSIAO; MAROUN, 2017).

Todas as pesquisas da A4S em relatórios integrados foram transferidas para o IIRC, que se concentrou na elaboração de normas internacionais (KUZINA, 2014). Este emitiu, em 2011, o primeiro documento de discussão e a partir dos comentários das partes interessadas, lançou, em dezembro de 2013, o *Framework <RI>*.

Na verdade, observa-se que a regulamentação da governança corporativa de relatórios integrados existentes na África do Sul forneceu um protótipo de laboratório para remodelar a iniciativa "Connected Reporting" do Reino Unido na estrutura do IIRC (ROWBOTTOM; LOCKE, 2016).

Foi a primeira vez que dois dos principais órgãos no campo de relatórios, Contabilidade para a Sustentabilidade e a *Global Reporting Initiative*, hospedaram organizações líderes envolvidas na responsabilidade, contabilidade, relatórios e sustentabilidade para analisar formas de impulsionar a futura integração dos múltiplos relatórios que muitas empresas principais produzem agora (DUMAY et al., 2016).

Embora os indivíduos na esfera da sustentabilidade social e ambiental tenham desempenhado um papel importante na fundação do IIRC (DE VILLIERS; HSIAO; MAROUN, 2017) e seu documento de discussão visasse originalmente atender as necessidades do século XXI (IIRC, 2011), a estrutura do IIRC, publicada em dezembro de 2013, enfatiza a criação de valor futuro para as partes interessadas financeiras (DE VILLIERS; HSIAO; MAROUN, 2017).

Ou seja, o principal objetivo de um Relato Integrado é melhorar a qualidade das informações disponíveis para os provedores de capital financeiro, comunicando informações mais amplas e relevantes que podem auxiliar nas decisões efetivas de alocação de capital (IIRC, 2013, 2015).

Assim, um relatório integrado não é um relatório de sustentabilidade (IIRC, 2013), mas representa a tentativa internacional mais recente de conectar o desempenho financeiro e de sustentabilidade de uma empresa em um relatório (MELLONI; CAGLIO; PEREGO, 2017). O relatório de sustentabilidade é dirigido às partes interessadas, assim como o *King III*

e IV (DUMAY et al., 2017), e o Relatório Integrado é dirigido aos acionistas (ROMERO; RUIZ; FERNANDEZ- FEIJOO, 2018).

Ainda assim, o RI está sujeito a críticas por motivos de sustentabilidade, pois é um produto institucional da tradição de relatórios de sustentabilidade (TWEEDIE; MARTINOV-BENNIE, 2015). Deste modo, alguns autores apontam de forma crítica a mudança de foco dos *stakeholders* para os *shareholders* (BROWN; DILLARD, 2014; DE VILLIERS; RINALDI; UNERMAN, 2014; FLOWER, 2015), e seu distanciamento da sustentabilidade pragmática (THOMSON, 2015).

Na contramão desses críticos, Tweedie e Martinov-Bennie (2015) defendem que uma sociedade sustentável refere-se ao uso replicável e justo de recursos compartilhados e que a abordagem do RI pode contribuir para a sustentabilidade de três formas: (1) envolvendo organizações que, de outra forma, não divulgariam nenhuma informação social e ambiental; (2) propiciando que as partes interessadas levantem questões de sustentabilidade no nível gerencial ou de diretoria que, de outra forma, seriam excluídas do discurso organizacional; e (3) melhorando resultados de sustentabilidade, caso as organizações façam uma mudança mais ampla na elaboração de relatórios corporativos e passem a uma perspectiva de longo prazo de investimento.

Nesta linha de pensamento, Montecalvo, Farneti e De Villiers (2018) ressaltam que um dos benefícios desta abordagem é o de tornar visíveis questões sociais e ambientais que antes não eram relatadas, incluindo questões materiais de maneira equilibrada e concisa, podendo persuadir até mesmo organizações "relutantes" a desenvolver suas práticas de relatórios de sustentabilidade. Isto porque, busca integrar métricas financeiras e ambientais, sociais e de governança para demonstrar a sustentabilidade organizacional (ATKINS; MAROUN, 2015) e promove alocação de capital de forma eficiente e produtiva, atuando como uma força para a sustentabilidade (OSHIKA; SAKA, 2017).

Assim, ainda que o RI não tenha a intenção de ser um relatório de sustentabilidade, seu foco em questões de sustentabilidade e propósito de estimular o pensamento integrado são claros (STACCHEZZINI; MELLONI; LAI, 2016).

A decisão de preparar um primeiro Relato Integrado deve levar a mudanças no processo de tomada de decisão, nos processos informais e formais de comunicação, na materialidade, nos processos de identificação de riscos, entre outros (THOMSON, 2015), pois um Relato Integrado é um produto, resultado de um processo; ou seja, um processo dinâmico e contínuo que culmina com a divulgação do relatório (produto) (IIRC, 2013; LODHIA,

2015; STENT; DOWLER, 2015). Contribui, assim, com o fim da desconexão existente dentro da empresa e acaba com o pensamento tradicional de silos (STACCHEZZINI; MELLONI; LAI, 2016), o que permite novas formas de gerenciar processos de negócios e de articular a criação de valor (MCNALLY; MAROUN, 2018).

2.4 RELATO INTEGRADO

O *Framework <IR>* foi publicado em dezembro de 2013. Ele tem como propósito estabelecer Princípios Básicos e Elementos de Conteúdo que guiam o conteúdo geral de um relatório integrado, e explicar os conceitos fundamentais que os sustentam, visa, ainda, explicar de que forma os recursos e os relacionamentos são utilizados e afetados por uma organização e como uma organização interage com o ambiente externo e com os capitais, para gerar valor no curto, médio e longo prazos (IIRC, 2013; IIRC, 2021).

A adoção desta estrutura implica em uma mudança de pensamento pelos atores corporativos para melhor alinhar as noções de maximização do lucro com o bem-estar social e ambiental ao demonstrar as ligações entre o desempenho financeiro e os contextos sociais, ambientais e econômicos mais amplos. Além disso, inclui um pensamento de longo prazo e aspectos mais amplos sobre o que é valor, processo de criação de valor e modelo de negócios (LOPES; COELHO, 2018).

A estrutura internacional do RI tem uma abordagem baseada em princípios, apresenta dois conceitos fundamentais e oito elementos de conteúdo conforme exposto no Quadro 01.

Quadro 01: Estrutura do Relato Integrado

CONCEITOS FUNDAMENTAIS	PRINCÍPIOS ORIENTADORES	ELEMENTOS DE CONTEÚDO
Capitais	Foco estratégico e orientação para o futuro	Visão geral da organização e contexto externo
	Conectividade das informações	Governança
	Comunicação com o público	Modelo de negócio
	Materialidade e concisão	Riscos e Oportunidades
Geração de Valor	Confiabilidade e completude	Estratégia e alocação de recursos
	Consistência e Comparabilidade	Desempenho
		Perspectiva
		Base para apresentação

Fonte: Adaptado de IIRC (2013; 2021).

Esses conceitos são consistentes com mudanças de políticas mais amplas, necessárias para alinhar as decisões de investimento com objetivos mais amplos de estabilidade financeira e desenvolvimento sustentável, com uma mudança do pensamento de curto prazo para o mercado de capitais sustentável, com criação de valor ao longo do tempo (IIRC, 2015).

O público alvo do RI é o provedor de capital financeiro e seu objetivo principal, é explicar a eles como uma organização cria, preserva ou corrói valor ao longo do tempo para que o capital seja alocado de forma mais eficiente e produtiva (IIRC, 2013; IIRC, 2021). Para Soyka, (2013) o objetivo explícito do *Framework*, declarado de maneira sutil, serve para os provedores de capital redistribuírem seus investimentos em negócios que são operados de forma mais sustentável do que no caso de outros negócios.

Além disso, tem o intuito de promover um movimento *top-down*, com profunda mudança de mentalidade e atitude de membros do conselho e diretores executivos, de forma que incorporem em suas estratégias os valores de criação sustentável de riquezas em toda organização (KASSAI; CARVALHO; KASSAI, 2019).

Os capitais mencionados na estrutura do Relato Integrado são apresentados, conceituados e exemplificados no Quadro 02:

Quadro 02: Os capitais que compõe a estrutura do Relato Integrado

Capitais	Conceito	Exemplos
Capital Financeiro	Disponível a uma organização para ser utilizado na produção de bens ou na prestação de serviços.	Financiamentos (dívidas, ações e subvenções) ou investimentos.
Capital Manufaturado	Objetos físicos manufaturados (diferentes de objetos físicos naturais) disponíveis a uma organização para uso na produção de bens ou na prestação de serviços.	Prédios, equipamentos e infraestrutura.
Capital Intelectual	Intangíveis organizacionais baseados em conhecimento.	Propriedade intelectual (patentes, direitos autorais, software, direitos e licenças) e capital organizacional (conhecimento tácito, sistemas, procedimentos e protocolos).
Capital Humano	As competências, habilidades e experiência das pessoas e suas motivações para inovar.	Seu alinhamento e apoio à estrutura de governança, ao gerenciamento de riscos e aos valores éticos; a capacidade de entender, desenvolver e implementar a estratégia de uma organização; e lealdade e motivação para melhorar processos, bens e serviços, incluindo a capacidade de liderar, gerenciar e colaborar.

Capital social e de relacionamento	As instituições e os relacionamentos dentro e entre comunidades, grupos de partes interessadas e outras redes, e a capacidade de compartilhar informações para melhorar o bem-estar individual e coletivo.	Padrões e valores; relacionamento com as partes interessadas e confiança; marca e reputação; licença social para organização operar.
Capital Natural	Todos os recursos ambientais renováveis e não renováveis e processos ambientais que fornecem bens ou serviços que apoiam a prosperidade passada, presente e futura de uma organização.	Água, terra, minerais e florestas; biodiversidade e qualidade do ecossistema.

Fonte: Adaptado de IIRC (2013; 2021).

A geração de valor deve ser demonstrada a partir do inter-relacionamento dos capitais e de sua relação com os elementos de conteúdo. Nesse sentido, o processo de criação de valor deve ser explicado por uma comunicação mais concisa da estratégia, governança e desempenho da organização (LOPES; COELHO, 2018).

A estrutura apresenta oito elementos de conteúdo fundamentalmente vinculados entre si e não mutuamente excludentes, que são apresentados como perguntas, não como listas de verificação de divulgações específicas, como verificado no Quadro 03:

Quadro 03: Elementos de conteúdo do Relato Integrado

Elementos de conteúdo	Direcionador
Visão geral organizacional e ambiente externo	O que a organização faz e sob que circunstâncias ela atua?
Governança	Como a estrutura de governança da organização apoia sua capacidade de gerar valor em curto, médio e longo prazo?
Modelo de negócios	Qual é o modelo de negócios de organização?
Riscos e oportunidades	Quais são os riscos e oportunidades específicos que afetam a capacidade da organização de gerar valor em curto, médio e longo prazo, e como a organização lida com eles?
Estratégia e alocação de recursos	Para onde a organização deseja ir e como ela pretende chegar lá?
Desempenho	Até que ponto a organização já alcançou seus objetivos estratégicos para o período e quais são os impactos no tocante aos efeitos sobre os capitais?
Perspectiva	Quais são os desafios e as incertezas que a organização provavelmente enfrentará ao perseguir sua estratégia e quais são as potenciais implicações para seu modelo de negócios e seu desempenho futuro?
Base para apresentação	Como a organização determina os temas a serem incluídos no relatório integrado e como estes temas são quantificados ou avaliados?

Fonte: IIRC (2013; 2021)

A preparação e a apresentação de um relatório integrado devem ser guiadas pelos princípios apresentados no Quadro 04. Eles podem ser aplicados individualmente ou

coletivamente, mas é necessário o bom senso, principalmente, quando eles forem conflitantes, como por exemplo, completude e concisão (IIRC, 2013; IIRC, 2021).

Quadro 04: Princípios orientadores para elaboração e divulgação do Relato Integrado

Princípios	Conceito
Foco estratégico e orientação para o futuro	Um relatório integrado deve oferecer uma visão da estratégia da organização e como esta se relaciona com a capacidade da organização de gerar valor no curto, médio e longo prazos, bem como com o uso que faz dos capitais e seus impactos sobre eles.
Conectividade da informação	Um relatório integrado deve mostrar uma imagem holística da combinação, do inter-relacionamento e das dependências entre os fatores que afetam a capacidade da organização de gerar valor ao longo do tempo.
Relações com partes interessadas	Um relatório integrado deve prover uma visão da natureza e da qualidade das relações que a organização mantém com suas principais partes interessadas, incluindo como e até que ponto a organização entende, leva em conta e responde aos seus legítimos interesses e necessidades.
Princípios	Conceito
Materialidade	Um relatório integrado deve divulgar informações sobre assuntos que afetam, de maneira significativa, a capacidade de uma organização de gerar valor em curto, médio e longo prazo.
Concisão	Um relatório integrado deve ser conciso.
Confiabilidade e completude	Um relatório integrado deve abranger todos os assuntos relevantes, tanto positivos quanto negativos, de maneira equilibrada e isento de erros materiais.
Coerência e comparabilidade	As informações em um relatório integrado devem ser apresentadas: (a) em bases coerentes ao longo do tempo; e (b) de maneira a permitir uma comparação com outras organizações na medida em que seja material para a capacidade da própria organização de gerar valor ao longo do tempo.

Fonte: IIRC (2013; 2021).

A divulgação dos capitais, seu inter-relacionamento e sua relação com os elementos de conteúdo, observando os princípios da estrutura permite evidenciar ao provedor de capital financeiro e aos demais *stakeholders* como a organização gera valor ao longo do tempo. Considerar a inter-relação entre todos estes elementos é necessário, visto que o valor da empresa não pode ser criado apenas por ou dentro de uma organização, ele pode variar com o tempo e ser influenciado pelo ambiente externo ou por meio de relacionamentos com as partes interessadas, bem como depende do acesso a vários recursos (KUZINA, 2014).

O valor gerado por uma organização ao longo do tempo se manifesta por meio de acréscimos, decréscimos ou transformações de capitais causados por atividades e produtos (IIRC, 2013; IIRC, 2021). Além disso, a capacidade da empresa de criar valor para si mesma está ligada ao valor que cria para os outros, o que acontece por meio de uma ampla gama de atividades, interações e relacionamentos (KUZINA, 2014).

Quando essas interações, atividades e relacionamentos são relevantes para a capacidade da empresa de criar valor para si mesma, eles são incluídos no relatório integrado (IIRC, 2013).

De acordo com IIRC (IIRC, 2013), qualquer comunicação, que afirme ser um Relatório Integrado e faça referências ao *Framework <IR>*, deve atender todas as suas exigências, bem como divulgar os capitais, elementos de conteúdo e seguir os princípios orientadores, a menos que a informação confiável não esteja disponível, haja proibições legais específicas que causem uma incapacidade de divulgar informações relevantes ou divulgação de uma informação relevante cause um dano concorrencial significativo.

Assim, não basta renomear um demonstrativo já existente na organização como Relatório Integrado.

2.5 ENQUADRAMENTO TEÓRICO

Pesquisadores em Relatório Integrado têm feito uso de várias teorias para melhorar o a compreensão sobre o tema e o entendimento desta prática de divulgação, como Teoria da agência, Teoria das partes interessadas, Teoria da sinalização, Teoria dos custos políticos, Teoria do custo da propriedade, Teoria institucional e Teoria da legitimidade (GARCÍA-SÁNCHEZ; NOGUERA-GÁMEZ, 2017a; DILLING; HARRIS, 2018; TLILI; BEN OTHMAN; HUSSAINEY, 2019). No entanto, as Teorias que melhor fundamentam esta pesquisa de tese são a Teoria da agência e a Teoria dos *stakeholders*.

A teoria da agência apoia a ênfase na geração de relatórios para fornecedores de capital financeiro e, especificamente, para acionistas (Harrison & Smith, 2015). Jensen e Meckling (1976) descreveram os acionistas corporativos como principais e os gerentes de topo como agentes com a obrigação de buscar seus interesses financeiros. No entanto, quando o gerente, que se envolve mais diretamente na operação diária da empresa, possui uma vantagem de informação sobre o proprietário há uma assimetria de informação (Garanina & Dumay, 2017), e quando busca outro objetivo existe um custo de agência (Girella; Rossi e Zambon, 2019).

Dessa forma, da perspectiva da teoria da agência, existe um argumento para divulgar informações não financeiras com base na redução da assimetria de informações. Porque sabendo que os acionistas buscarão controlar suas atividades, os gestores podem divulgar voluntariamente essas informações para fornecer mais detalhes sobre seu (bom) desempenho e reduzir a assimetria de informações e, conseqüentemente, a incerteza dos investidores e o custo de capital (Girella; Rossi e Zambon, 2019).

Em relação a Teoria dos stakeholders, é preciso antes de tudo, compreender seus antecedentes. Na teoria de governança corporativa, existem dois tipos de argumentação: uma na qual a empresa deve se concentrar na maximização da riqueza do acionista, que é chamada de teoria do acionista (*Shareholder theory*), e outra na qual a empresa deve se concentrar não só no interesse dos acionistas, mas também de funcionários, fornecedores, comunidades locais, o que é chamado de teoria das partes relacionadas (*Stakeholder Theory*) (Nwanji e Howell, 2007).

A teoria do acionista afirma que a principal responsabilidade de uma empresa é maximizar a riqueza de seus acionistas (Friedman, 1962). Nesta perspectiva, o modelo tradicional de governança corporativa anglo-americano sustenta que aqueles que investem seu capital em negócios arriscam-se a perder seus investimentos e que por isto tem o direito de governar os negócios nos quais investiram ou terem o apoio de agentes nomeados (diretores) (Nwanji e Howell, 2007).

Esta teoria, segundo Cragg (2002), produz prescrições com objetivo de orientar os gerentes no cumprimento de seu papel como gerentes (perspectiva gerencial) e dão à administração um propósito, a maximização do lucro (perspectiva geral de negócios - descrição do propósito do setor privado). No entanto, críticos da teoria do acionista muitas vezes apontam para o fato de que esse modelo é restrito a gerar benefícios para os acionistas (TSE, 2011).

Nesse sentido, Cragg (2002) defende que as corporações de investidores têm um componente tanto público, aprimoramento da riqueza visto de uma perspectiva de política pública, como privado, aumento da riqueza visto da perspectiva dos investidores. Podem ser consideradas como organizações privadas com responsabilidades públicas, uma vez que são responsáveis perante o governo por reportar a renda com precisão, conforme exigido por lei, e pagar os impostos apropriados; perante as comunidades locais por respeitar os estatutos de zoneamento, padrões de poluição e outros acordos; e assim por diante (Cragg, 2002). Assim, a participação acionária apenas se torna efetiva depois que todas as obrigações corporativas, como pagamentos a fornecedores, salários e vencimentos aos funcionários, juros e pagamentos a credores e impostos ao governo, tiverem sido atendidas (TSE, 2011).

Cragg (2002) ressalta que o reconhecimento da responsabilidade pública das corporações não diminui sua prestação de contas aos seus acionistas, pelo contrário, amplia-o; pois uma corporação com responsabilidades públicas passa a ter o compromisso com seus acionistas pelo gerenciamento dessas responsabilidades por razões estratégicas, legais e

morais. O não cumprimento de suas responsabilidades públicas pode gerar sérios riscos financeiros. Desta forma, ao estender a teoria do acionista ao invés de rejeitá-la completamente, o bem-estar de outras partes interessadas que não são acionistas pode e deveria ser parte do objetivo corporativo (Mansell, 2013).

Assim, surge a Teoria das partes relacionadas ou *Stakeholder Theory*, que objetivou colocar luz a outras partes relacionadas a empresa. Em 1984, Freeman apresentou a Teoria das partes interessadas, como uma proposta para a gestão estratégica das organizações, com argumento de que as organizações empresariais deveriam se preocupar com os interesses de outras partes interessadas ao tomar decisões estratégicas (Freeman, 1984). O termo "stakeholder" apareceu pela primeira vez em um memorando interno do Stanford Research Institute em 1963, e tinha como objetivo desafiar a noção de que os acionistas são o único grupo para quem a administração precisa ser responsiva (Pamar *et al.*, 2013).

Algumas partes interessadas são facilmente definidas dado o seu envolvimento no processo de produção de valor da organização, como os funcionários e gerentes, acionistas, financiadores, clientes e fornecedores (Harrison *et al.*, 2015). Estes são considerados *stakeholders* primários, por terem uma relação contratual ou formal com a empresa (Clarksn, 1995; Pamar *et al.*, 2010). No entanto, Harrison *et al.* (2015) acrescentam que, frequentemente, outros grupos de partes interessadas são incluídos, seja a sociedade como um todo ou grupos de interesse (comunidades, ambientalistas, mídia). Estes são considerados um grupo secundário, de acordo com Clarksn (1995), aqueles que não tem contrato formal com a empresa.

A teoria dos *stakeholders* é um conceito complexo e interdisciplinar. Está relacionado a diversas disciplinas, como ética nos negócios, estratégia corporativa, finanças, contabilidade, gerenciamento e marketing (Pamar *et al.*, 2013; Harrison *et al.*, 2015). Para Harrison *et al.* (2015) as disciplinas tendem a se concentrar cada uma em um grupo de partes interessadas: a teoria de recursos humanos se concentra nos funcionários, a teoria de marketing se concentra nos clientes, a teoria financeira se concentra nos acionistas e financiadores e assim por diante.

Freeman *et al.* (2018) esclarecem que esta teoria surgiu como uma forma de organizar informações que eram cada vez mais importantes no planejamento estratégico, inicialmente, com objetivo de tornar a política e a estratégia de negócios mais eficazes, além de ajudar o tomador de decisão a tomar as melhores decisões. Assim, as ideias que culminaram na teoria dos *stakeholders*, emergiram de um contexto organizacional no

qual a empresa foi percebida como não sendo autossuficiente e, na verdade, dependente dos grupos externos à organização (Mainardes *et al.*, 2011).

Nesse sentido, esta teoria afirma que a existência continuada da corporação requer o apoio das partes interessadas, sua aprovação deve ser buscada e as atividades da corporação devem ser ajustadas para obter essa aprovação (Mohamed e Ahmed, 2014). Quanto mais poderosos os *stakeholders*, mais a empresa deve se adaptar (Gray *et al.*, 1995). O poder das partes interessadas é determinado pelo nível de controle que elas têm sobre os recursos, assim, quando as partes interessadas controlam recursos críticos para a organização, é provável que a empresa responda de uma maneira que satisfaça as demandas das partes interessadas. (Mohamed e Ahmed, 2014).

No caso de a organização objetivar ampliar o fluxo de capitais investidos na empresa, é necessário que identifique seus *stakeholders* primários, os investidores, bem como as informações necessárias para que eles se sintam inclinados a investir na empresa. Assim, de acordo com os interesses dos investidores, as empresas irão se adaptar de forma a obter sua aprovação e intensificar os investimentos recebidos para sua operacionalização.

2.6 CRIAÇÃO DE VALOR

A noção de valor foi excessivamente simplificada e reduzida para se concentrar nos retornos econômicos (HARRISON; WICKS, 2013). Assim, torna-se necessário a compreensão mais ampla sobre o que é o valor. Nesse sentido, Harrison e Wicks (2013, pp.100-101) definem valor como “como qualquer coisa que tenha potencial para valer a pena para as partes interessadas”.

Da mesma forma, o conceito de criação de valor é complexo e multifacetado (LAURSEN; SVEJVIG, 2016). Existe uma falta de concordância na literatura organizacional sobre o conceito de criação de valor devido: *i*) ao aspecto multidisciplinar do campo da administração apresentando variação significativa nas partes ou metas para as quais um novo valor é criado e nas fontes potenciais ou criadoras de valor; *ii*) a criação de valor se refere tanto ao conteúdo (questões sobre o que é valor, quem valoriza e onde o valor reside) quanto ao processo de criação de novo valor (como o valor é gerado); *iii*) ser um processo, muitas vezes, confundido com o processo de captura ou retenção de valor (LEPAK; SMITH; TAYLOR, 2007)

Assim, é importante esclarecer que o valor criado por uma organização é manifestado de forma periódica com o aumento ou a diminuição de capital decorrente de suas

atividades de negócios (HELMINA et al., 2019). Ele pode variar com o tempo e ser influenciado pelo ambiente externo, condições econômicas e questões sociais, que representam riscos e oportunidades no ambiente externo; por seus relacionamentos com as partes interessadas, funcionários, parceiros, redes, fornecedores, clientes e comunidade local; bem como depender do acesso a vários recursos (KUZINA, 2014; DEMARTINI; PAOLONI; PAOLONI, 2015).

Estas interações, atividades e relacionamentos são representadas pelo IIRC (2013) através da Figura 03, e devem ser incluídas em um relatório integrado sempre que forem relevantes à capacidade de uma organização de gerar valor para si mesma (IIRC, 2013).

O IIRC ressalta, ainda, que um relatório integrado deve demonstrar a geração de valor de uma organização não apenas para capital financeiro, mas também para outros “capitais”, como manufaturados, humanos, intelectuais, naturais e sociais, bem como as suas interdependências (DEMARTINI; PAOLONI; PAOLONI, 2015).

Isto justifica-se dado que o valor gerado ao longo do tempo, principalmente a longo prazo, ficará prejudicado caso um capital seja beneficiado em detrimento dos demais. Assim, possivelmente, a maximização do capital financeiro para aumento do lucro em prejuízo das políticas e práticas de recursos humanos (capital humano) não levará a geração de valor em longo prazo (IIRC, 2013).

Figura 03: Criação de valor organizacional



Fonte: Adaptado IIRC, 2013.

Ademais, ao considerar os diferentes capitais utilizados pela organização, é possível estabelecer a relação causal entre modelo de negócio, estratégia e performance das empresas (ALVES et al., 2017), além da identificação dos seus *trade off*. Ao adotar uma visão mais ampla do valor, o Relato Integrado permite que as organizações gerenciem melhor suas

operações, incluindo riscos, enquanto comunicam estratégias de criação de valor a longo prazo para as partes interessadas (IIRC, 2015).

A adoção da abordagem do RI pelas empresas do programa piloto, melhorou a compreensão sobre a criação de valor para 92% das empresas participantes e para 71% dos conselhos. Muitas empresas relataram uma mudança na materialidade e relevância das informações relatadas após a adoção desta abordagem, informando que antes da adoção relatavam temas que não eram diretamente relacionados à criação de valor (IIRC, 2014). Assim, é possível observar a importância e relevância do papel da abordagem do RI no processo de criação de valor das empresas e para transparência deste processo nas divulgações corporativas.

2.7 PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTO

As estratégias de investimento bem-sucedidas exigirão cada vez mais a consideração de fatores além do capital financeiro em um mundo onde a estabilidade financeira e o desenvolvimento sustentável estão se tornando preocupações principais (IIRC, 2015).

As informações tradicionais e regulamentadas não são suficientes para os investidores e não atendem suas expectativas, pois mesmo quando complementadas, são essencialmente financeiras e retrospectivas; além disso, informações importantes sobre o modelo de negócios são negligenciadas na comunicação corporativa, principalmente, aquelas referentes aos principais ativos intangíveis, como marca ou capital humano (IFA, 2017).

Os investidores desejam informações mais amplas que vão além de puros dados financeiros, pois o uso dessas informações elimina lacunas e informa a tomada de decisão com uma maior compreensão dos fatores que impulsionam o desempenho e a criação de valor (IIRC, 2015).

Os acionistas consideram que informações mais amplas são relevantes para todos os setores industriais hoje em dia e demonstram cada vez mais interesse em informações não financeiras, pois percebem que a sustentabilidade tem uma influência real na capacidade da empresa de criar valor, assim, buscam entender completamente as empresas nas quais investem. Para eles, a maneira pela qual uma empresa lida com questões não financeiras é um indicador do controle real que a administração tem sobre a empresa (DELOITTE, 2016).

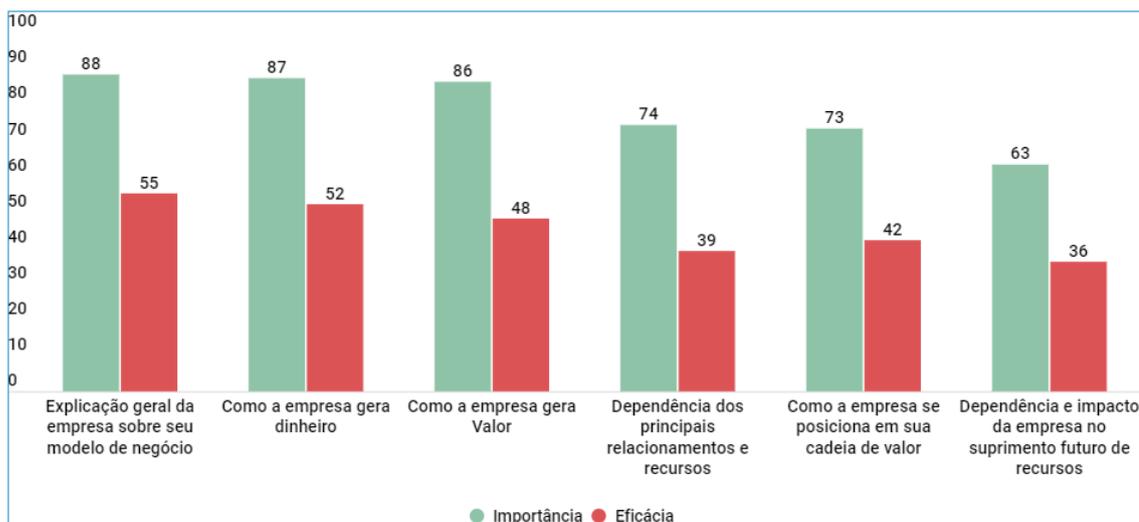
Os investidores valorizam informações que incluam uma explicação geral do modelo de negócios, como a empresa gera dinheiro, como cria valor, vinculação da estratégia com o modelo de negócios, as oportunidades e vulnerabilidades futuras previstas, bem como a gestão destes riscos (PWC, 2014; IIRC, 2015). Eles utilizam estas informações de várias maneiras, inclusive para ajudar a gerenciar o risco de investimento, avaliar a dinâmica do setor e o ambiente regulatório, validar uma tese de investimento e avaliar as informações prospectivas de uma empresa (IIRC, 2015).

As informações de governança, a remuneração de executivos também é um indicador importante para a análise financeira, mas não apenas o nível de remuneração dos executivos, mas, o mais importante, o prazo e as métricas de desempenho usadas para a remuneração dos executivos seniores (PWC, 2014; PWC, 2016; TANG; GREENWALD, 2016). Isto porque, se projetada para estar bem alinhada com os objetivos estratégicos de longo prazo da empresa, sinaliza boa governança e boa administração (PWC, 2016). Ou seja, a empresa orienta o comportamento executivo em direção a metas estratégicas de longo prazo (TANG; GREENWALD, 2016). Caso contrário, quando são focadas no preço das ações, geralmente aumenta a probabilidade de atividades sendo realizadas no curto prazo e potencialmente prejudiciais no longo prazo (PWC, 2016).

Nesse sentido, os investidores demandam por uma cultura de relatórios que favoreça uma divulgação mais clara de riscos e informações relevantes sobre estratégias e outros assuntos que sejam de seu interesse e relevantes para decisão de investimento (SLACK; CAMPBELL, 2016).

Além de diversos estudos apontarem para o mesmo sentido em relação a demanda por informações não financeiras pelos investidores, a PWC (2014) conseguiu capturar a lacuna que existe entre a importância da informação fornecida pela empresa para a análise do investidor e a eficácia da informação fornecida pelos relatórios empresariais, conforme observa-se na Figura 04.

Figura 04: Lacuna entre a importância da informação fornecida pela empresa na visão do investidor e sua eficácia



Fonte: Adaptado PWC (2014)

Ou seja, a divulgação de certas informações consideradas importantes para os investidores não é feita de forma adequada ou com a profundidade desejada, o que as tornam pouco eficazes para decisão de investimento. No caso de “Explicação geral da empresa sobre seu modelo de negócio”, 88% dos respondentes acreditam que esta informação é importante em suas análises, mas apenas 55% acham que as informações divulgadas pelas empresas sobre a questão são eficazes.

As informações devem ser claramente fornecidas para subsidiar a decisão do investidor de forma segura. A opinião dos investidores deve ser pautada sobre o plano estratégico da empresa, sua capacidade de criar e manter vantagens competitivas, sua capacidade de superar os riscos associados aos seus negócios e ao seu ambiente e a forma como a empresa pretende usar seus recursos financeiros (IFA, 2017).

A percepção que os investidores têm sobre os desafios que uma empresa está enfrentando em relação aos recursos escassos (humanos, naturais, financeiros e intelectuais) e como ela pretende enfrentar esses desafios contribui para uma melhor estimativa do retorno dos investimentos (DELOITTE, 2016).

Além disso, supõe-se que, ao avaliar um negócio, os profissionais de investimento se preocupam apenas com os números – especialmente com os fluxos de caixa e desempenho financeiro; entretanto informações contextuais de alta qualidade também são cruciais para obter um melhor entendimento sobre os negócios, pois assim a história da empresa passa a ser comunicada não apenas em relação ao passado, mas também em termos de onde os negócios estão indo no futuro (PWC, 2014).

Isto é importante, uma vez que os profissionais de investimento querem uma compreensão clara de como uma empresa está posicionada em seu mercado e seu ambiente operacional, para compreender o impacto da organização na infraestrutura, receitas fiscais e comunidades, bem como sua exposição a recursos restritos, como água e custos incertos de matérias-primas (PWC, 2014).

3. REVISÃO DA LITERATURA

A Revisão da Literatura foi realizada de forma estruturada em duas etapas: *i*) na primeira para identificar a lacuna de pesquisa e, assim, desenvolver o problema de pesquisa; *ii*) na segunda, para identificar os indutores de valor que são relevantes para decisão de investimento.

3.1 REVISÃO ESTRUTURADA DA LITERATURA E ANÁLISE BIBLIOMÉTRICA PARA IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

Nesta seção, serão apresentados os resultados encontrados com a primeira revisão sistemática que teve por objetivo identificar a lacuna de pesquisa. Tais resultados também foram analisados com apoio da bibliometria.

3.1.1 Análise Bibliométrica

As publicações sobre o Relato Integrado começaram timidamente em 2011. O crescimento do número de publicações se deu a partir de 2013. A evolução da produção científica sobre o tema tem crescido a cada ano, conforme observado na Figura 05. No entanto, a literatura permanece subexplorada se comparada com a extensa literatura de relatórios corporativos (TWEEDIE; MARTINOV-BENNIE, 2015).

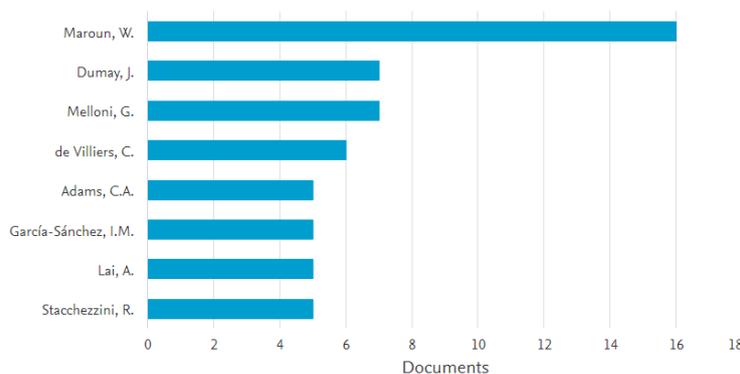
Figura 05: Quantidade de publicação por ano



Fonte: SCOPUS (2018)

Os autores mais prolíficos da área são mostrados na Figura 06. O principal destaque em termos de produtividade é Maroun W., com pesquisas sobre divulgação de relatórios integrados, modelo de garantia, gerenciamento de impressões e percepção das partes interessadas.

Figura 06: Quantidade de documentos por autores



Fonte: SCOPUS (2019)

No entanto, o autor mais citado é de Villiers, C., com 241 menções. Esse elevado número de menções se justifica na análise dos dez artigos mais citados, conforme apresentado no Quadro 05, na qual o documento mais citado é escrito por de Villiers, Rinaldi and Unerman.

Quadro 05: Autores mais citados

Título do documento	Autores	A no	Ci tado
Integrated reporting: Insights, gaps and an agenda for future research	de Villiers, C., Rinaldi, L., Unerman, J.	20 14	16 1
The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting	Frias-Aceituno, J.V., Rodriguez-Ariza, L., Garcia-Sanchez, I.M.	20 13	15 1
The international integrated reporting council: A story of failure	Flower, J.	20 15	13 3
Determinants of Traditional Sustainability Reporting Versus Integrated Reporting. An Institutional Approach	Jensen, J.C., Berg, N.	20 12	12 0
The international integrated reporting council: A call to action	Adams, C.A.	20 15	11 3
Integrated reporting: A structured literature review	Dumay, J., Bernardi, C., Guthrie, J., Demartini, P.	20 16	10 9
Integrated reporting: On the need for broadening out and opening up	Brown, J., Dillard, J.	20 14	10 2
Integrated reporting and internal mechanisms of change	Stubbs, W., Higgins, C.	20 14	96
Value creation and business models: Refocusing the intellectual capital debate	Beattie, V., Smith, S.J.	20 13	89
Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting	Frias-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L., García-Sánchez, I.M.	20 14	88

Fonte: SCOPUS (2019)

Esses artigos podem ser considerados como referência básica para a compreensão da discussão sobre o assunto (BEATTIE e SMITH, 2013; JENSEN e BERG, 2014; STUBBS & HIGGINS, 2014; DE VILLIERS *et al.*, 2014; ADAMS, 2015; DUMAY *et al.*, 2016), a relação entre Relato Integrado e sustentabilidade (BROWN e DILLARD, 2014; FLOWER, 2015; DE VILLIERS *et al.*, 2014) e os fatores que levam à adoção da abordagem do Relato Integrado (FRÍAS-ACEITUNO *et al.*, 2014; FRÍAS-ACEITUNO *et al.*, 2013 ; JENSEN e BERG, 2012). Além disso, trazem descobertas importantes, como o fato de a adoção dessa nova abordagem exigir novos processos de gestão (ADAMS, 2015).

O Accounting Auditing and Accountability Journal e Meditari Accounting Research são os periódicos com mais publicações sobre o Relato Integrado. O número de publicações

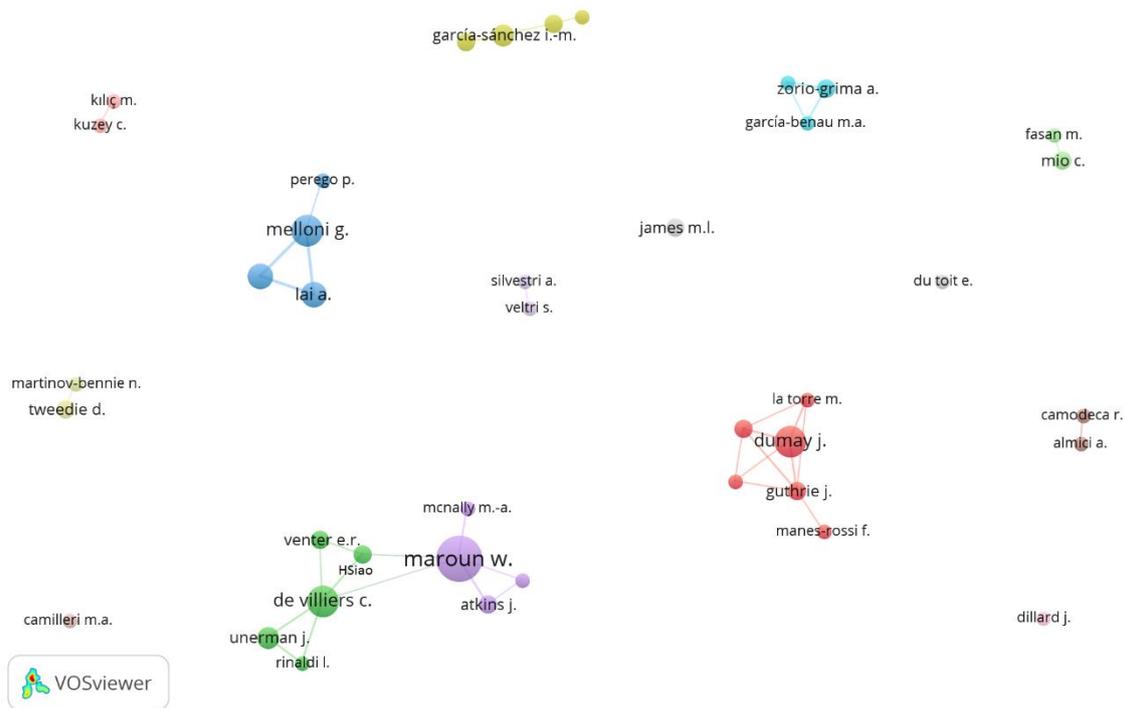
nesses periódicos foi impulsionado por edições especiais em 2018 (Accounting Auditing and Accountability) e em 2017 (Meditari). Ambas as edições trouxeram luz a terceira fase da pesquisa. São periódicos que estão conduzindo pesquisas em Relato Integrado e que estão mais interessados no tópico.

A maioria das publicações é produzida por coautoria. O mapa de coautoria extraído do VOSviewer mostra o relacionamento entre eles. Para visualização do mapa, foi estipulada a seleção de autores com pelo menos duas publicações. Assim, dos 326 autores, 52 foram selecionados, formando 24 agrupamentos. A Figura 07 apresenta os principais agrupamentos.

Pode-se observar que a pesquisa em RI é bastante fragmentada. Apesar disso, é possível verificar a existência de redes sólidas e mais proeminentes, como: i) Melloni, A., que desenvolveu pesquisas em RI relacionadas ao gerenciamento de impressões (MELLONI et al., 2016; STACCHEZZINI et al., 2016 ; MELLONI et al., 2017), estratégia de legitimação (LAI et al. 2016); e prestação de contas (LAI et al., 2018); e, ii) Dumay, J. com pesquisas exploratória, com o objetivo de ampliar o entendimento sobre Relato Integrado (Dumay et al, 2016) e sua relação com questões específicas, como pensamento integrado (Dumay et al, 2017) e XBRL (La Torre et al, 2018).

As redes de pesquisa De Villiers e Maroun, além de serem sólidas e produtivas, iniciam a busca de integração com outros pesquisadores como o Hsiao. A rede de Villiers buscou informações sobre o estado de desenvolvimento da área (de Villiers et al, 2014; de Villiers et al, 2017a; de Villiers et al, 2017b; Rinaldi et al, 2018), auxiliando no desenvolvimento de pesquisas futuras. Maroun tem um foco mais amplo, com pesquisas sobre práticas de divulgação e adoção (Atkins et al, 2015; McNally et al, 2017), buscando entender os pontos de vista dos preparadores (McNally e Maroun, 2018) e das partes interessadas (Atkins e Maroun, 2015), mas sem esquecer a pesquisa exploratória no intuito de discutir e entender melhor o campo; a conexão entre essas redes visa ampliar a discussão sobre a área (de Villiers et al, 2017a; de Villiers et al, 2017b).

Figura 07: Mapa de coautoria



Fonte: Dados da pesquisa - VOSviewer (2019)

Para analisar os termos mais usados nas pesquisas de Relato Integrado, um mapa de palavras-chave foi criado no VOSviewer, como mostra a Figura 08. O mapa mostra as palavras que coocorrem pelo menos cinco vezes juntas nos vários documentos analisados. Das 610 palavras-chave, foram identificadas 26 palavras que coocorrem pelo menos cinco vezes.

Pode-se observar que o termo Relato Integrado se relaciona a todos os termos demonstrados no mapa da rede. No entanto, possui uma conexão mais forte, ou seja, está mais relacionado a pesquisas com os termos Sustentabilidade, Relatórios de Sustentabilidade, Governança Corporativa, Responsabilidade Social Corporativa e África do Sul.

Figura 08: Coocorrência de palavras-chave

influência deste nos relatórios integrados bem como analisar o impacto de elaborar o RI nas informações de governança (Wulf et al., 2014; Maniora, 2017; Mervelskemper e Streit, 2017; Pavlopoulos et al., 2017).

Evidencia-se a relação com o capital intelectual, uma vez que acredita-se que o RI pode reorientar a discussão em torno deste tema, além de influenciar sua gestão e disseminação (BEATTIE e SMITH, 2013; BEMBY et al. 2015; MELLONI, 2015; AHMED HAJI e ANIFOWOSE, 2017), uma vez que dos seis capitais que o *Framework* aborda, três são relacionados ao Capital Intelectual; com a criação de valor, cerne do RI (DUMITRU et al., 2014; ADAMS, 2017; DILLING e HARRIS, 2018); com o pensamento integrado, princípio fundamental para o processo de RI (DEMARTINI et al., 2015; HAMID et al., 2015; OLIVER et al., 2016; DUMAY e DAI, 2017; FENG et al, 2017; GUTHRIE et al., 2017; AL-HTAYBAT et al, 2018) garantia, dada a discussão em torno de formas de garantia da divulgação do RI (AHMED HAJI e ANIFOWOSE, 2016a; MAROUN, 2017, 2018; BRIEM e WALD, 2018; ENGELBRECHT et al., 2018; REIMSBACH et al., 2018).

3.1.2 Análise de conteúdo da Revisão Estruturada da Literatura

Os estudos sobre o Relato Integrado estão emergindo de sua fase inicial de pesquisa, o estágio de discussão e divulgação. Entretanto, Massaro, Dumay e Guthrie (2016) ressaltam que as pesquisas do estágio 2 (comprovação dos benefícios através de pesquisas empírica), 3 (preenchimento da lacuna entre a prática e a pesquisa acadêmica) e 4 (estudos longitudinais mostrando a criação de valor para os países e a sociedade; tirando o foco interno da empresa) podem ser trabalhados e desenvolvidos paralelamente.

Pesquisas anteriores (DE VILLIERS; HSIAO; MAROUN, 2017; DUMAY et al., 2016) criaram categorias para identificação do desenvolvimento da literatura do RI, que são adaptadas a seguir.

Categoria Discussão

A discussão sobre o tema buscou identificar as oportunidades em adotar o RI para diferentes entidades e os benefícios que seriam trazidos, como em entidades sem fins lucrativos (ADAMS; SIMNETT, 2011), em pequenas e médias empresas, que poderiam a longo prazo aumentar seu sucesso econômico (JAMES, 2013a, 2013b), na Indústria da construção, que poderia mover-se de sua natureza fragmentada para um estado integrado e

coesos (SIEW, 2015) e em entidades públicas, fornecendo relatórios populares integrados (COHEN; KARATZIMAS, 2015).

Além das oportunidades e benefícios, foram identificados desafios que devem ser enfrentados para implementação da abordagem do RI. Uma vez que este é um processo dinâmico de adaptação, aprendizado e ação para redesenhar as divulgações (CAMILLERI, 2017), e são necessárias mudanças organizacionais ou no modelo de negócios e investimentos nesse sentido (CHENG et al., 2014; PEREGO; KENNEDY; WHITEMAN, 2016; SOYKA, 2013). Ademais, há preocupações acerca da materialidade dos dados (STUBBS; HIGGINS, 2018; ZICARI, 2014) e dos riscos potenciais em divulgar informações adicionais ao mercado (ZICARI, 2014).

Para além dos desafios, há os questionamentos e as críticas. KUZINA, (2014) questiona se é possível (i) definir em detalhe as informações necessárias para a divulgação no RI de forma a torná-lo útil; (ii) alcançar o equilíbrio das informações necessárias, mas não excessivas, que poderiam comprometer o desenvolvimento economicamente sustentável da empresa; (iii) equilibrar os interesses econômicos com respeito ao desenvolvimento sustentável e divulgação de informações relevantes.

Com uma visão mais crítica Flower (2015) argumenta que o IIRC abandonou a contabilidade da sustentabilidade, passando o conceito de valor do IIRC a ser "valor para os investidores" e não "valor para a sociedade"; e, ressalta que o IIRC não obriga as empresas a relatar danos infligidos a entidades externas à empresa (como o meio ambiente), onde não há impacto subsequente sobre a empresa. Além disso, o RI fornece uma abordagem muito limitada e unilateral para avaliar e relatar as questões de sustentabilidade (BROWN; DILLARD, 2014), excluindo muito da sustentabilidade programática (THOMSON, 2015).

Contrapondo estas argumentações, Soyka (2013) esclarece que a adoção do *framework* do RI pelas organizações pode provocar mudanças drásticas nas formas pelas quais elas pensam e preparam as divulgações de sustentabilidade e outros dados. Corroborando essa ideia, Tweedie; Martinov-Bennie (2015) defendem que a abordagem do RI pode contribuir para a sustentabilidade envolvendo organizações que, de outra forma, não divulgariam nenhuma informação social e ambiental; incluindo as partes interessadas no discurso organizacional, dando a elas a oportunidade de levantar questões de sustentabilidade no nível gerencial ou de diretoria; e melhorando os resultados de sustentabilidade no longo prazo.

Determinantes de adoção

Apesar destas questões, a adoção do RI pelas empresas tem crescido. Os principais fatores que levam as empresas a adotarem esta prática são: alta regulamentação do país (FRÍAS-ACEITUNO; RODRÍGUEZ-ARIZA; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2013b; VAZ; FERNANDEZ-FEIJOO; RUIZ, 2016) conselhos maiores, que contêm diretores com maior experiência e uma diversidade mais ampla (FRÍAS-ACEITUNO; RODRÍGUEZ-ARIZA; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2013a) e uma sociedade com valores coletivistas e feministas mais fortes (GARCÍA-SÁNCHEZ; NOGUERA-GÁMEZ, 2017a; VAZ; FERNANDEZ-FEIJOO; RUIZ, 2016).

O fato de a empresa ter um o relatório de responsabilidade corporativa assegurado (SIERRA-GARCÍA; ZORIO-GRIMA; GARCÍA-BENAU, 2015) também contribui de forma positiva para sua adoção. STEYN (2014) aponta a reputação como motivo chave para a adoção do RI pelas empresas.

Determinantes de qualidade

Estudos mostram que a qualidade da divulgação de Relato Integrado ainda é baixa e heterogênea em um contexto internacional, embora tenha aumentado recentemente (VELTE; STAWINOVA, 2017). Alguns fatores são apontados pela literatura como influenciadores de boa qualidade das informações divulgadas no RI, como o tamanho e a lucratividade da empresa (BUITENDAG; FORTUIN; DE LAAN, 2017; FRIAS-ACEITUNO; RODRÍGUEZ-ARIZA; GARCIA-SÁNCHEZ, 2014; MENICUCCI, 2018); variáveis de governança corporativa, como maior número de conselheiros (PAVLOPOULOS; MAGNIS; IATRIDIS, 2017) ou, ainda, a composição dos membros do conselho (BUITENDAG; FORTUIN; DE LAAN, 2017).

Mas há também fatores que impactam de forma negativa as informações do RI, contribuindo para produção de informações irrelevantes ou sem concisão, como empresas que desfrutam de situações monopolísticas (FRIAS-ACEITUNO; RODRÍGUEZ-ARIZA; GARCIA-SÁNCHEZ, 2014); empresas com fraco desempenho financeiro (MELLONI; CAGLIO; PEREGO, 2017).

É importante que as empresas ao divulgarem o RI se preocupem em divulgá-lo com informações de alta qualidade, pois as informações de maior qualidade diminuem os custos de agência (PAVLOPOULOS; MAGNIS; IATRIDIS, 2017), aumentam a eficiência dos investimentos, diminuindo a necessidade de investimentos excessivos, além de estar

positivamente associada ao valor da empresa por meio de maior liquidez e fluxos de caixa futuros esperados (BARTH; CAHAN; VENTER, 2017).

Desempenho empresarial

A maior parte das investigações sobre as implicações para o mercado de capitais decorrentes da adoção do Relato Integrado foi desenvolvida na África do Sul. Este país oferece um cenário interessante e único para o desenvolvimento de investigações empíricas, pois foi o primeiro país do mundo cuja bolsa de valores exigiu a publicação de um relatório anual integrado, o que permite o exame da relevância do valor da informação contábil em uma janela relativamente longa após a adoção de uma abordagem de relatórios integrados (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2016).

Os primeiros estudos a investigarem empiricamente as implicações da adoção do Relato Integrado para o mercado de capitais foram os de Lee; Yeo (2016), Baboukardos; Rimmel (2016) e de Rambe; Mangara (2016), tendo por objeto de pesquisa a África do Sul. Estes autores identificaram que a avaliação das empresas está associada positivamente às divulgações de Relatórios Integrados (LEE; YEO, 2016), que a qualidade dos relatórios influencia o preço das ações (RAMBE; MANGARA, 2016) e que aumenta de forma acentuada o coeficiente de avaliação dos ganhos (LAIR) (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2016).

Pesquisas posteriores também constataram que a qualidade do Relato Integrado influencia, ainda, o aumento da liquidez, dos fluxos de caixa futuros esperados (BARTH; CAHAN; VENTER, 2017), da relevância do lucro (RAMBE; MANGARA, 2016; MATEMANE; WENTZEL, 2019) e do EVA® (MATEMANE; WENTZEL, 2019), além de reduzir o custo do capital (ZHOU; SIMNETT; GREEN, 2017). Para além, foi demonstrado que as empresas que adotam a abordagem de relatórios integrados apresentam voluntariamente níveis mais altos de desempenho ESG integrado e que houve um crescimento significativo neste tipo de desempenho das empresas após a regulamentação dos relatórios integrados na África do Sul (LOPREVITE; RICCA; RUPO, 2018). Recentemente, Conway (2019) verificou que a participação institucional aumenta nas empresas com relatórios de qualidade superior.

Porém, os resultados não são apenas positivos. Existem achados que demonstram o impacto negativo no mercado de capitais sul-africano sendo, inclusive, contraditórios com aqueles já narrados, como declínio na relevância do valor do patrimônio líquido (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2016); a falta de evidências de uma relação entre qualidade

do Relato Integrado e o custo de capital (ZHOU; SIMNETT; GREEN, 2017; BARTH; CAHAN; VENTER, 2017); falta de relação significativa da qualidade do RI e o desempenho financeiro dos bancos listados para as três medidas utilizadas (ROA, ROE e Q de Tobin) (MATEMANE; WENTZEL, 2019); e evidências de uma reação mais forte do mercado à divulgação de resultados financeiros do que a relatórios integrados (WILLOWS; ROCKEY, 2018).

Fora do contexto sul-africano, foram realizadas pesquisas com amostra internacional. Estas encontraram evidências que as publicações de RI produzem efeitos significativos no preço das ações (GIORGINO; SUPINO; BARNABÈ, 2017; CORTESI; VENA, 2019); estão associadas a um melhor desempenho empresarial ao avaliar o ROA, a um alto valor das ações, e a retornos anormais, neste último caso, principalmente em um contexto onde a adoção é obrigatória como a África do Sul (PAVLOPOULOS; MAGNIS; EMMANUEL, 2019). Além disso, melhora a capacidade dos analistas de fazer previsões precisas (GARCÍA-SÁNCHEZ; NOGUERA-GÁMEZ, 2017b; FLORES et al., 2019); diminui a assimetria de informação (GARCÍA-SÁNCHEZ; NOGUERA-GÁMEZ, 2017b; CORTESI; VENA, 2019); e reduz o custo de capital como efeito decorrente da adoção do RI (GARCÍA-SÁNCHEZ; NOGUERA-GÁMEZ, 2017b, VENA; SCIASCIA; CORTESI, 2020).

De forma geral, as pesquisas comprovam os benefícios da adoção do Relato Integrado pelas empresas, no entanto há resultados contraditórios. Desta forma, os resultados da literatura são considerados inconclusivos e precisam de investigações mais profundas.

Práticas de divulgação

Os estudos relacionados à prática de divulgações pelas organizações são, quase que na totalidade, sobre a conformidade dos relatórios integrados divulgados e o direcionamento dado pelo IIRC, bem como sobre a extensão das informações apresentadas. A maioria das pesquisas foi realizada com empresas Sul Africanas dada a larga experiência com relatórios integrados e com empresas participantes do programa piloto do IIRC.

Constatou-se, nos relatos organizacionais de empresas da África do Sul que houve um aumento na qualidade das divulgações onde as empresas estavam cada vez mais em conformidade com a estrutura do RI (AHMED HAJI; ANIFOWOSE, 2016a; HAJI; HOSSAIN, 2016); um incremento na divulgação de capital social e relacional (SETIA et al., 2015); e do Capital intelectual e do Capital humano (AHMED HAJI; ANIFOWOSE, 2017).

Apesar destes pontos positivos, as empresas não fornecem divulgações significativas sobre as interdependências e *trade-offs* entre as capitais, ou componentes de um capital após a adoção da prática do RI (AHMED HAJI; ANIFOWOSE, 2017); os dados não têm uma orientação prospectiva, as informações não estão interconectadas, os relacionamentos com as partes interessadas não são destacados e a capacidade organizacional de criar valor não é divulgada (VELTRI; SILVESTRI, 2015); por fim, as divulgações são genéricas e havia falta de substância, destinando-se apenas a demonstrar a adoção da prática da nova abordagem (HAJI; HOSSAIN, 2016).

Em relação a divulgação do RI por parte das empresas participantes do programa piloto do IIRC, os resultados indicam que os níveis de divulgação dos relatórios publicados atingem níveis médios de divulgação (RIVERA-ARRUBLA; ZORIO-GRIMA; GARCÍA-BENAU, 2017). A maioria das entidades tendem a fornecer divulgações prospectivas qualitativas em vez de quantitativas (KILIÇ; KUZHEY, 2018). Além disso, resultados descritivos indicam que os relatórios integrados iniciais abrangem predominantemente indicadores de desempenho econômico e social com pouco foco em governança e que, em regra, as informações mais desejadas pelos investidores (ou seja, participação de mercado, remuneração de executivos e segurança de produtos) não são divulgadas (RUPLEY; BROWN; MARSHALL, 2017).

Assim, a qualidade da divulgação de RI ainda é baixa e heterogênea em um contexto internacional, embora tenha aumentado recentemente (VELTE; STAWINOGA, 2017). Adicionalmente, Dumay et al. (2017) destacam que a maioria dos relatórios que se referem ao RI não possui forma e substância ao relatar a criação de valor.

Em contextos específicos foi identificado que não houve mudanças radicais e transformadoras nos processos de relatórios de empresas australianas que divulgam o Relatório Integrado (STUBB; HIGGINS, 2018); que apesar dos esforços das empresas indústrias participantes do Programa Piloto do IIRC abordar os princípios, ainda há um longo caminho a percorrer, especialmente em relação ao princípio da "concisão" (RUIZ-LOZANO; TIRADO-VALENCIA, 2016); a extensão dos relatórios de empresas do FTSE100 e a repetição prejudicam a utilidade dos relatórios, bem como o desenvolvimento de um espírito de pensamento integrado (ATKINS; MAROUN, 2015).

Em resumo, a estrutura do RI quando adotada, não é totalmente implementada (PISTONI; SONGINI; BAVAGNOLI, 2018). Observa-se que as informações divulgadas nos relatórios são genéricas (HAJI; HOSSAIN, 2016; KILIÇ; KUZHEY, 2018), não possuem

integração (STENT; DOWLER, 2015; VELTRI; SILVESTRI, 2015; KILIÇ; KUZHEY, 2018), não há o reconhecimento de como as ações ou inações organizacionais impactam múltiplos capitais (HAJI; HOSSAIN, 2016), falta foco estratégico (KILIÇ; KUZHEY, 2018) e a inclusão de informações prospectivas ao invés de retrospectivas (VELTRI; SILVESTRI, 2015; KILIÇ; KUZHEY, 2018; MENICUCCI, 2018).

Além disso, os relacionamentos com as partes interessadas não são destacados e a capacidade organizacional de criar valor não é divulgada (VELTRI; SILVESTRI, 2015), o que faz parecer que a adoção do RI pelas empresas acontece apenas para que obtenham legitimidade organizacional (AHMED HAJI; ANIFOWOSE, 2016b; ZAPPETTINI; UNERMAN, 2016).

Apesar das limitações, ressalta-se que estes resultados são de estudos iniciais. As divulgações corporativas estão se tornando cada vez mais institucionalizadas ao longo do tempo entre e dentro das indústrias após a adoção da prática de Relato Integrado (AHMED HAJI; ANIFOWOSE, 2017). A tendência é que com o tempo e o desenvolvimento da prática de divulgação a qualidade destes relatórios melhorem.

Práticas de elaboração

Indo além das práticas de divulgação buscou-se compreender como ocorreu o processo de adoção e elaboração do RI através de estudos de caso, no intuito de conhecer também a visão dos preparadores. Poucos estudos foram identificados, conforme apresentado no Quadro 06.

Quadro 06: Estudos sobre as práticas de elaboração ou implementação de Relato Integrado

PRÁTICAS DE ELABORAÇÃO	Austrália	Stubbs; Higgins, 2014; Higgins et al., 2014; Lodhia, 2015; Vesty; Ren; Ji (2018)
	Ucrânia	Malyshkin (2016)
	Itália	Mio et al., 2016; Camodeca; Almici, 2017
	Espanha	Brusca; Labrador; Larran, 2018
	Colômbia	Macias; Farfan-Lievano, 2017
	Membros do programa piloto do IIRC	Gibassier et al., 2018; Al-Htaybat; Von Alberti-Alhtaybat (2018); Lai; Melloni; Stacchezzini (2018)

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

No entanto, é possível observar alguns desafios precisam ser superados, como aqueles relacionados a determinação da materialidade (HIGGNS; STUBBS, 2014).

Para que os relatórios integrados se desenvolvam como uma prática, as organizações precisam ter uma boa compreensão operacional desse fenômeno (LODHIA, 2015). Além disso, uma questão importante para uma implementação bem-sucedida é introduzi-lo como

uma ferramenta gerencial e de prestação de contas e vinculá-lo aos objetivos estratégicos da organização (BRUSCA; LABRADOR; LARRAN, 2018).

Visão dos preparadores e executivos

Poucos estudos tiveram por objetivo conhecer a percepção dos preparadores e mesmo de executivos sobre o processo de elaboração e divulgação do Relato Integrado, conforme apresentado no Quadro 07.

Quadro 07: Estudos sobre a visão dos preparadores de Relato Integrado

VISÃO DOS PREPARADORES	Percepção dos preparadores na África do Sul	Steyn, 2014; Maroun, 2017; McNally; Maroun, 2018
	Percepção dos preparadores no Reino Unido	Robertson; Samy, 2015; Chaidali; Jones, 2017
	Percepção dos preparadores na Itália	Lai; Melloni; Stacchezzini, 2017

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Em resumo, aqueles que são responsáveis pela elaboração do Relato Integrado, apesar de atribuírem valor ao seu processo, são mais motivados pelo aspecto legitimador (STEYN, 2014); indicam os custos associados de sua elaboração como um problema, bem como a falta de orientação clara e adequada, do formato e tamanho do relatório (CHAIDALI; JONAS, 2017); de como a medição dos capitais podem se desenrolar nas organizações; e creem que seja uma exposição desnecessária aos riscos legais (ROBERTSON; SAMY, 2015).

Visão dos investidores

Pesquisas que examinaram a percepção dos investidores sobre a utilidade do RI foram desenvolvidas na África do Sul, Austrália, Taiwan e Inglaterra no período de 2011 a 2015, conforme apresentado no Quadro 08. Outras pesquisas que investigaram o impacto do RI na precisão de previsão dos analistas foram realizadas no mercado sul africano, como Zhou, Simnett e Green (2017) e Bernardi e Stark (2018).

Quadro 08: Visão dos investidores sobre o Relato Integrado

VISÃO DOS INVESTIDORES	Percepção dos investidores australianos	Stubbs; Higgs, 2018
	Percepção dos investidores sul africano	ATKINS; MAROUN, 2015
	Percepção dos investidores twaianeses	Hsiao; Kelly, 2018
	Percepção dos investidores ingleses	Slack; Tsalavoutas, 2018; Atkins et al., 2015
	Percepção dos investidores de diferentes países (Europa, Ásia e EUA)	REIMSBACH; HAHN; GÜRTÜRK, 2017

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

O RI tem muitos benefícios em potencial (SIEW, 2015). De acordo com o IIRC (2015), os benefícios para os investidores de usar um conjunto mais amplo de informações são numerosos, como por exemplo: um melhor relacionamento entre a empresa e o investidor; uma maior compreensão do modelo de negócios, estratégia e perspectivas de longo prazo de uma organização; além de uma maior compreensão dos estoques e fluxos de capital. Além disso, é um meio de promover o diálogo com o acionista (IFA, 2017).

A nova estrutura de relatórios, o Relato Integrado, é incentivada por investidores (LAMBOOY; HORDIJK; BIJVELD, 2014) e é vista como uma melhoria do relatório anual tradicional das empresas listadas na África do Sul, apesar de terem uma série de falhas, incluindo tamanho excessivo, repetição e estruturas difíceis de seguir (ATKINS; MAROUN, 2015).

Por outro lado, investidores ingleses apesar de apoiarem o desenvolvimento do RI, não o utilizam em seu processo de tomada de decisão, questionando sua necessidade em relação ao relatório anual (SLACK; TSALAVOUTASB, 2018). Da mesma forma, investidores australianos não tiveram o interesse despertado por acreditarem que as estrutura de ESG (Informações sociais, ambientais e de governança - *Environmental, Social, and Governance*) cobrem os seis capitais propostos pelo IIRC (STUBBS et al., 2014).

Slack e Campbell (2016) observaram que a familiaridade e o uso de RI estavam mais relacionados a natureza do portfólio de investimentos ou análises, ou seja, quanto mais diretamente associado às demandas de divulgação orientadas por ESG e investimento responsável, mais os entrevistados estavam familiarizados com RI; enquanto outros usuários financeiros, em geral, não estavam.

Na África do Sul a abordagem é obrigatória e parece trazer benefícios para precisão da previsão dos analistas. Zhou, Simnett e Green (2017) forneceram evidências de que o erro de previsão do analista é reduzido conforme o nível de alinhamento da empresa com a estrutura do Relato Integrado aumenta. Corroborando este resultado, Bernardini e Stark (2018) identificaram que os níveis de divulgação ESG não estavam associados de maneira robusta com a precisão das previsões dos analistas antes da introdução do regime de relatórios integrados na África do Sul. Mas ressaltam que há evidências de que os níveis de divulgação ESG de forma integrada, em particular, os níveis de divulgação ambiental, estão associados à precisão das previsões após a introdução deste regime.

As pesquisas sobre a percepção das partes interessadas e, em especial, dos investidores, principal usuário do RI, são muito escassas. É necessário que pesquisas neste sentido sejam desenvolvidas em diversos contextos para que haja uma visão mais ampla sobre suas necessidades, e para que seja possível reduzir a desconexão existente entre as divulgações e as demandas de seus usuários.

3.2 REVISÃO ESTRUTURADA DA LITERATURA PARA LEVANTAR PERCEPÇÃO DOS INVESTIDORES E FATORES DE CRIAÇÃO DE VALOR

A revisão sistemática realizada na segunda etapa com intuito de identificar os indutores de valor relevantes para decisão de investimento permitiu identificar quatro categorias de interesse para o estudo, conforme mencionado na metodologia.

Dos 48 artigos selecionados, 45,8% são relacionados aos fatores de criação de valor (n=22); 27% das publicações identificaram quais são os fatores de interesse dos investidores no processo de tomada de decisão (n=13); 18,75% são relacionados a publicações que demonstraram que a adoção do RI pelas organizações promove criação de valor nos mercados de capitais (n=9), ou seja, referentes a publicações as quais identificaram os fatores que criam valor interno e/ou externo para as organizações; e apenas 10,45% investigaram a percepção que os provedores de capital tem sobre a utilidade do RI para decisão de investimento (n=5). Um dos artigos foi classificado tanto na categoria de fatores de interesse dos investidores quanto na categoria sobre a percepção dos investidores sobre a utilidade do RI. Os documentos identificados podem ser consultados no Apêndice III.

Como a influência da adoção do Relato Integrado para o mercado de capitais já foi discutida na revisão anterior e atualizada com os resultados desta revisão; e os documentos sobre a percepção que os provedores de capital têm sobre sua utilidade não se diferenciam daqueles identificadas na categoria Visão dos investidores, resultado da primeira revisão, apresentada e discutida na seção anterior, a seguir foram apresentados e discutidos os fatores de criação de valor e os fatores de interesse dos investidores identificados na literatura.

3.2.1 Fatores de criação de valor

Os documentos que buscaram identificar os fatores que criam valor para as organizações e para os investidores, utilizaram, majoritariamente, uma abordagem positivista (73,9%) com uso de modelos econométricos ou estudos de eventos. Alguns poucos estudos adotaram um paradigma interpretativista (17,4%) com uso da análise de conteúdo para investigar as informações sobre criação de valor divulgadas pelas empresas. As pesquisas restantes utilizaram outros métodos: revisão da literatura ou métodos mistos.

Dos 22 documentos identificados sobre a criação de valor, a maioria são sobre capital intelectual (29%) e sobre governança (25%). Os outros documentos (46%) estão distribuídos entre as categorias de responsabilidade social corporativa, capital natural, indicadores financeiros e documentos que abordam mais de uma categoria.

Estes estudos foram realizados, em sua maioria, em países da Europa (Áustria, França, Itália e Rússia), na Ásia (Indonésia, China, Taiwan, Tunísia e Paquistão). Em menor quantidade nas Américas (EUA, Canadá e Brasil) e África (África do Sul e Tunísia). No Apêndice IV, consta uma lista da literatura com uma síntese das evidências empíricas dos fatores que contribuem para criação de valor.

Os resultados das pesquisas, em linhas gerais, sugerem que alguns fatores relacionados a gestão de riscos, a governança corporativa, a responsabilidade social corporativa, ao capital intelectual (estrutural, humano e social) e ao capital natural criam valor para organização e, conseqüentemente, para os investidores. De forma específica, e considerando os capitais intangíveis a serem divulgados no RI como categorias informacionais, os fatores de criação de valor identificados nesta pesquisa são agrupados conforme apresentado no Quadro 09.

Quadro 09: Fatores de criação de valor

Categorias de informação	Fatores de valor	Autores (ano)
--------------------------	------------------	---------------

CAPITAL INTELLECTUAL	Sistema de gestão ambiental; gestão de processos e de produtos; sistemas apropriados de contabilidade financeira e gerencial; propriedade intelectual, Patentes, Licenças, Direitos autorais, Marcas comerciais, Ativos de infraestrutura, Cultura corporativa, Processos de gestão, Sistemas de informação, Sistemas de rede, Projetos de pesquisa, investimentos em hardware; gastos com pesquisa e desenvolvimento; conectividade entre setores financeiros e de sustentabilidade; inovação; sistema de gestão do conhecimento, Implementação estratégica.	Chen; Cheng; Hwang (2005); Callen; Gaviou; Segal (2010); Shakina; Molodchik (2014); Barbier; Burgess (2017); Visnjic; Jovanovic; Neely (2017); Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Cheikh; Dilling; Harris (2018); Noubbigh (2019)
CAPITAL HUMANO	Know-how, Educação, Funcionários, Conhecimento relacionado ao trabalho, Competência relacionada ao trabalho; gasto com pessoal; prática de trabalho responsáveis; incentivo e remuneração; oportunidades iguais; salário justo; qualificação do conselho de administração.	Vidal; Berman; Van Buren (2015); Lo e Kwan (2017); Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Dilling; Harris (2018); Efimova (2018); Biscotti; D'Amico (2019); Cheikh; Noubbigh (2019)
Categorias de informação	Fatores de valor	Autores (ano)
CAPITAL SOCIAL E DE RELACIONAMENTO	Marcas, Clientes, Fidelidade do cliente, Canais de distribuição, Colaborações de negócios, Colaborações de pesquisa, Emprego de capital estrangeiro, Subsidiárias, Contatos financeiros, Contratos de licença, Contratos de franquia, publicidade, desenvolvimento local, diálogo com as partes interessadas, reputação, valor compartilhado.	Callen; Gaviou; Segal (2010); Vidal; Berman; Van Buren (2015); Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Visnjic; Jovanovic; Neely (2017); Efimova (2018); Biscotti; D'Amico (2019)
CAPITAL NATURAL	Provisões ambientais; estratégia ambiental; certificação ambiental; práticas ambientais; participação em programas voluntários de melhoria ambiental; desempenho ambiental; divulgações ambientais e climáticas; projetos com alta exposição a riscos climáticos; custo de energia; aterro; água; reduzir as emissões de gases de efeito estufa; eficácia de energia e outros recursos.	Vidal; Berman; Van Buren (2015); Lo; Kwan (2017); Barbier; Burgess (2017); Baboukardos (2018); Dilling; Harris (2018); Efimova (2018)

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

3.2.2 Fatores de interesse dos investidores

Pesquisas anteriores sobre investidores e o processo de tomada de decisão de investimento foram realizadas, em grande parte, com foco em investidores de varejo, ou seja, pessoas físicas que investem por conta própria sem especialização e certificação que os tornem investidores profissionais, ou em finanças comportamentais.

Conforme observado no Quadro 10, o qual lista a literatura internacional sobre os fatores que afetam a decisão de investimento, a maioria dos estudos de finanças comportamentais utiliza como objetivo de estudo investidores individuais e não profissionais no intuito de compreender como suas características pessoais e os aspectos comportamentais afetam as decisões de investimento.

Quadro 10: Literatura internacional sobre fatores que afetam a decisão de investimento

Autores	Ano	Fatores que afetam a decisão de investimento na visão dos investidores	Tipo de investidor	País ou região pesquisada
Cohen et al	2010	Fatores de desempenho econômico, governança e divulgação de RSC utilizados pelos investidores na decisão de investimento	Investidores de varejo	EUA
Autores	Ano	Fatores que afetam a decisão de investimento na visão dos investidores	Tipo de investidor	País ou região pesquisada
Cumming et al	2011	Fatores que influenciam a decisão de alocação da carteira de investidores institucionais em <i>private equity</i>	Investidores profissional	Europa
Masini e Menichetti	2012	Fatores estruturais e comportamentais que afetam as decisões dos investidores em tecnologias de energia renovável	Investidores profissionais	Europa
Barker et al	2012	Fatores que afetam a decisão de investimento de gestores de fundos	Investidor profissional	Reino Unido
Lim et al	2013	Fatores que afetam as intenções de investimento	Investidores de varejo	Cingapura
Jing et al	2013	Fatores psicológicos e emocionais dos empreendedores e capitalistas de risco no valor da empresa de empreendimento e na tomada de decisões de investimento	Investidores profissionais	Não informado
Stubbs et al	2014	Fatores relacionados aos capitais do Relato Integrado que influenciam a decisão de investimento	Investidores profissionais	Diversos
Velmurugan e Anand	2015	Fatores que influenciam a percepção do investidor na tomada de decisão de investimento	Investidores profissionais	Chennai (Índia)
Agyemang e Ansong	2015	Fatores de valor pessoal na decisão de investimento	Investidores varejo	Gana
Hafenstein e Bassen	2016	Fatores que influenciam o uso de informações sustentáveis e o investimento em empresas sustentáveis	Investidores varejo	Alemanha
Przychodzen et al.	2016	Fatores que desempenham um papel crucial na melhoria do nível de importância atribuída aos fatores ASG entre os gerentes de ativos e os fatores que especificamente incentivam / desencorajam essa tendência	Investidores profissionais	EUA, Canadá, Grã-Bretanha, Espanha e Polônia.
Slack e Campbell	2016	Fatores corporativos na decisão de investimento	Investidores diversos	Inglaterra
Dasgupta e Singh	2018	Fatores que influenciam o sentimento do investidor	Investidores de varejo	Índia

Hsiao e Kelly	2018	Fatores que influenciam a tomada de decisão de investimento	Investidores profissionais	Twaiwan
Keswani e Wadhwa	2019	Fatores estão influenciando os investidores a investir seu dinheiro e em qual instrumento	Investidores varejo	Não informado
Devadas e Vijayakumar	2019	Fatores significativos que influenciam a tomada de decisão em relação aos investimentos em ações, com foco no gênero	Investidores varejo	Chennai (Índia)

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

No entanto algumas pesquisas foram realizadas com investidores profissionais. Przychodzen et al. (2016) investigaram a predisposição de gestores de fundos mútuos em adotar questões ambientais, sociais e de governança em suas decisões de investimento. Identificaram que os fatores que desempenham um papel crucial na melhoria do nível de importância atribuída aos fatores ESG são de natureza mais "subjetiva", como horizonte de investimento ou atitude em relação ao risco, em vez de "objetivos", como idade, escolaridade ou número de anos de experiência profissional.

No Brasil, Santos e Barros (2011) e Pimenta (2012) identificaram que o perfil sociodemográfico, como sexo, idade, renda e escolaridade, influencia a decisão de investimento. A maioria dos homens tem perfil mais agressivo, com maior propensão a assumir riscos financeiros, enquanto as mulheres possuem maior aversão ao risco (SANTOS; BARROS, 2011); mas há uma baixa participação feminina e, no geral, bom nível de escolaridade (PIMENTA, 2012). Além disso, o excesso de confiança é outro fator que influencia este processo (BOGEA; BARROS, 2008; PIMENTA, 2012; SANTOS; BARROS, 2011)

Dos estudos identificados, poucos são os que trazem contribuição efetiva sobre os fatores intangíveis importantes para os investidores. A literatura nacional também não contribui muito para esclarecer sobre estes fatores. Na maioria dos casos, são estudos realizados com investidores de varejo. As poucas pesquisas realizadas com investidores profissionais são sobre finanças comportamentais ou relacionadas a fatores financeiros, conforme observado no Quadro 11.

Quadro 11: Literatura nacional sobre fatores que afetam a decisão de investimento

Autores	Ano	Fatores que afetam a decisão de investimento na visão dos investidores	Tipo de investidor	País ou região pesquisada
Bogea e Barros	2008	Fatores comportamentais que influenciam o processo decisório de investidores brasileiros	Investidores diversos	Nacional (dados INI)
Reina et al	2010	Fatores comportamentais que afetam a decisão de investimento sob risco no mercado financeiro	Investidores experientes e não experientes	Nacional (dados APIMEC)

Odálio et al	2011	Fatores determinantes da tomada de decisão financeiro	Investidores de varejo	Não informado
Santos e Barros	2011	Fatores que influenciam a tomada de decisão financeira no segmento de pessoa física	Investidores de varejo	Nacional
Borba et al	2012	Fatores contábeis ambientais na decisão de investimento	Investidores diversos e acadêmicos	Não informado
Pimenta et al	2012	Fatores sociodemográficos e comportamentais na decisão de investimento	Investidores diversos	Minas Gerais
Marinho et al	2013	Fatores contábeis e financeiros que influenciam a tomada de decisão do investidor na elaboração de carteiras	Investidores de varejo	Não informado
Lemos et al	2014	Fatores não financeiros na tomada de decisão de investimentos	Investidores diversos	Recife
Vieira et al	2014	Fatores de desempenho econômico-financeiro na decisão de investimento	Investidores profissionais	Nordeste
Lopes	2014	Fatores de governança na tomada de decisão	investidores de varejo	Brasil
Autores	Ano	Fatores que afetam a decisão de investimento na visão dos investidores	Tipo de investidor	País ou região pesquisada
Cotrim	2014	Fatores que influenciam a decisão de investimentos financeiros do brasileiro	Investidores de varejo	Não informado
Rodrigues et al	2015	Fatores financeiros históricos na gestão de títulos de renda variável	Investidores profissionais	Fortaleza
Martins e Silva	2018	Utilidade da informação contábil na tomada de decisão do setor elétrico	Investidores profissionais	Não informado

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

A literatura que investiga os fatores de interesse dos investidores no processo de tomada de decisão é bem escassa, principalmente no contexto brasileiro, onde a maior parte dos trabalhos realizados com investidores são relacionados a fatores comportamentais e não buscam conhecer nem sua percepção sobre a utilidade da informação e nem os efeitos que determinadas informações têm sobre a decisão de investimento. Apenas nove documentos estavam dentro do escopo da pesquisa, sendo quatro deles realizados no Brasil e três envolvendo investidores profissionais. Os trabalhos adotam uma abordagem qualitativa e se utilizam das técnicas de entrevistas ou questionários autoaplicáveis.

Em relação ao contexto brasileiro, identificou-se que os investidores da cidade do Recife se interessaram pelas características não financeiras dos investimentos, representadas por ações de Responsabilidade Social Corporativa e de Sustentabilidade, como divulgação de relatórios de sustentabilidade, desenvolvimento de ações e projetos voltados à melhoria do

meio ambiente, boa relação com a comunidade na qual está inserida e boas práticas de gestão de resíduos (LEMOS ET AL., 2014).

Borba et al. (2012) também identificaram o interesse de analistas, investidores do mercado de ações e professores das disciplinas de finanças e mercado de capitais por informações ambientais. Além disso, Rossi (2019) constatou que os elementos mais observados pelos analistas de mercado ao realizar a avaliação de empresas não financeiras são: potencial de crescimento, eficiência organizacional e valor da marca.

Os resultados das pesquisas internacionais mostram um quadro bem variado de informações relevantes para os investidores, que vão de informações financeiras a informações não financeiras, como: ESG, divulgações ambientais, intangíveis organizacionais e medidas de desempenho. Apesar da quantidade limitada de informações identificadas, observa-se que estas são congruentes aos fatores de criação de valor identificados no tópico anterior.

O Quadro 12 apresenta uma síntese da literatura internacional sobre as evidências empíricas dos fatores que são demandados pelos investidores.

Quadro 12: Literatura internacional sobre as demandas dos investidores

Autor (ano)	Amostra / período	Jurisdição	Resultados
Atkins et al (2015)	Empresas da FTSE100 (n=19) e investidores institucionais (n=20). Período 2007-2008	Reino Unido	Demonstram interesse por informações financeiras e não financeiras integradas; mudança na lógica financeira de curto prazo para uma lógica responsável com maior ênfase no longo prazo.
Adams (2017)	Executivos de empresas da bolsa de Johannesburg (n=7) e da bolsa australiana (n=9).	África do Sul e Austrália	Demonstram interesse por questões ESG, em especial questões sociais.
Almilia; Budisusetyo (2017)	Investidores (n=16) outros (n=49) Período 2013	Indonésia	Os usuários de empresas de informações financeiras raramente visitam o site da empresa e visitam e confiam com mais frequência no site da bolsa de valores.
Arnold et al (2018)	Investidores profissionais (n=65)	Europa	Os resultados sugerem que a divulgação de CSR em um relatório autônomo, temporariamente desconectado da divulgação financeira da empresa, pode levar à ancoragem assimétrica, em que a divulgação simultânea de CSR e informações financeiras em um relatório integrado evita a ancoragem no julgamento dos investidores.
Arvidsson (2011)	Gerentes de relações com investidores (n=22) Período 2008	Suíça	Os investidores têm interesse em informações sobre ativos intangíveis (capital humano e responsabilidade social corporativa).
Hoffmann; Fieseler (2012)	Entrevista com analistas de ações (n= 42); <i>survey</i> com analistas <i>buy</i> e <i>sell-side</i> (n=142).	Alemanha	Interesse nas relações com as partes interessadas de uma organização, sua governança corporativa, sua responsabilidade social corporativa, sua reputação e marca, a qualidade de sua gestão, sua consistência estratégica e a qualidade da comunicação de uma empresa
Holm; Rikhardsson	Investidores experientes (n=35); Investidores não	Dinamarca	Interesse em divulgação de informações ambientais.

(2008)	experientes (n=63).		
Sultana; Zulkifli; Zainal (2018)	Entrevistas com acadêmicos (n=3) e investidores profissionais (n=3); <i>Survey</i> com investidores de varejo (n=343)	Bangladesh	Questões sociais (segurança e saúde no local de trabalho de funcionários e trabalhadores, igual preferência dada ao desenvolvimento de habilidades, competências, empregabilidade e carreiras dos funcionários e oportunidades iguais, independentemente de idade, sexo, etnia ou religião. Além disso, respeitando as convenções elementares de direitos humanos). Questões ambientais (geração de oportunidades de mercado contemporâneas por meio de processos e tecnologias ambientais avançados, gestão adequada de resíduos prejudiciais dos processos de produção, produção de produtos sustentáveis e amigáveis ao meio ambiente e redução de gases prejudiciais). Questões de governança (independência e responsabilidade do conselho de administração e estrutura do comitê de auditoria).
Przychodzen et al. (2016)	Gestores de fundos (n=113) 2014-2015	EUA, Canadá, Grã-Bretanha, Espanha e Polônia	Interesse em critérios ESG

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

4. METODOLOGIA DA PESQUISA

Este capítulo tem por objetivo demonstrar a metodologia adotada para elaboração da pesquisa, bem como as etapas adotadas para identificação do problema de pesquisa, sua resolução e alcance dos objetivos proposto.

Desta forma, é apresentado o delineamento da pesquisa, as estratégias metodológicas adotadas e os instrumentos de coleta e análise dos dados. A delimitação e a limitação metodológica também são comentadas.

4.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

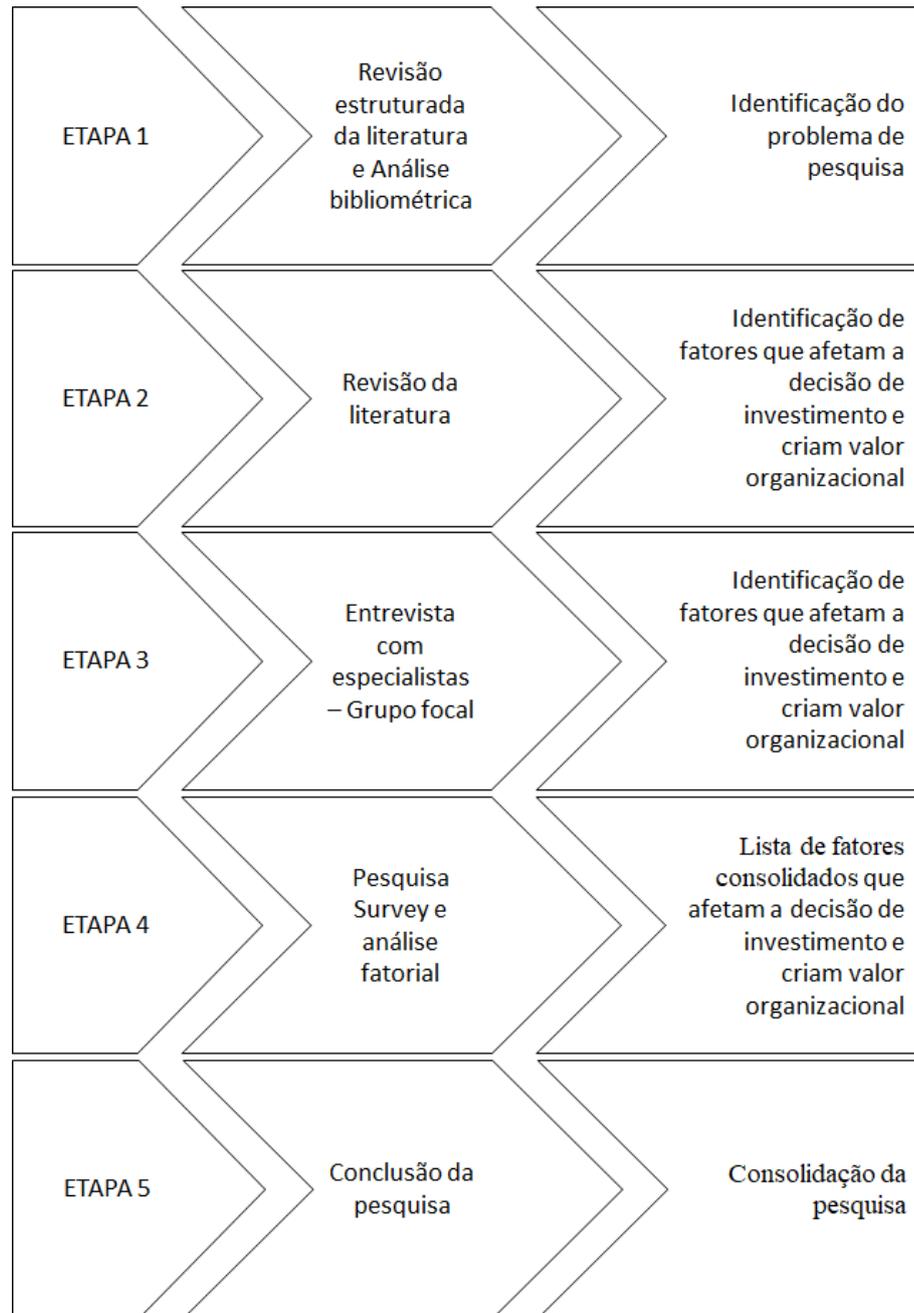
Foi realizada uma pesquisa multimétodos, onde métodos distintos de pesquisa foram adotados de forma a atender aos objetivos de pesquisa. A pesquisa multimétodo permite a adoção de diferentes metodologias para examinar diferentes facetas de um problema ou mesmo estudar um mesmo problema a partir de diferentes perspectivas, o que contribui para aumentar mérito científico da pesquisa e reduzir o risco de conclusões tendenciosas, favorecendo a validação dos achados e a relevância da pesquisa no mundo real (CHOI; CHENG; ZHAO, 2016).

Visando uma melhor compreensão do desenvolvimento do estudo, são detalhadas a seguir as cinco etapas que o compõe e ilustradas na Figura 09.

- 1) Revisão estruturada da literatura para identificação do problema de pesquisa. A pesquisa é considerada exploratória, visto que permite obter uma visão preliminar do assunto e desenvolver uma base para um aprofundamento posterior, e descritiva, a qual é usada para identificar e obter informações sobre as características de determinado problema ou questão, indo além da pesquisa exploratória ao avaliar e descrever as características de dada questão (COLLIS; HUSSEY, 2005, p.24). Assim, além de explorar a recente literatura do Relato Integrado, avalia e descreve o campo de pesquisa em formação. Neste caso, foi adotada a estratégia de revisão estruturada da literatura com apoio da análise bibliométrica.
- 2) Revisão estruturada da literatura para levantamento das variáveis que criam valor e afetam a decisão de investimento. Para esta etapa da pesquisa, também foi realizada uma pesquisa exploratória e descritiva, com o intuito de identificar e descrever os indutores de valor que afetam a decisão de investimento para cada categoria de Capital não financeiro do Relato Integrado. Assim, foi possível determinar os conceitos a serem medidos e a melhor forma de fazê-lo (FORZA, 2002).
- 3) Grupo focal com especialistas para levantamento das informações que são de seu interesse no processo de tomada de decisão dos investimentos, bem como para compreender sua percepção em relação a utilidade do Relato Integrado e dos indutores de valor não financeiros identificados na literatura. Esta etapa também é alicerçada em uma abordagem exploratória e descritiva e possibilitou o desenvolvimento de uma teoria de mensuração dos capitais intangíveis do RI.
- 4) Realização de pesquisa *Survey* com investidores profissionais brasileiros através de questionário eletrônico estruturado. Os dados obtidos com a pesquisa de levantamento foram analisados através da estatística descritiva e da análise fatorial confirmatória. No primeiro caso, para identificar a percepção dos respondentes sobre a relevância de cada indutor não financeiro no processo de tomada de decisão de investimento. No segundo, com objetivo de identificar uma estrutura de mensuração teórica dos capitais intangíveis investigados a serem divulgados em relatórios integrados.

- 5) Consolidação da pesquisa, a qual contempla as discussões e considerações finais.

Figura 09: Etapas da pesquisa de tese



Fonte: Elaborada pela autora (2021).

Assim, foi realizada uma pesquisa empírica quantitativa de modelagem analítica (CHOI; CHENG; ZHAO, 2016). Ou seja, uma pesquisa de levantamento bibliográfico – revisão estruturada da literatura – e uma pesquisa de levantamento de opinião – grupo focal – viabilizou a construção de um modelo analítico; e, posteriormente, uma pesquisa de levantamento mais ampla com envio de questionário eletrônico – Survey – para a coleta de dados e uma pesquisa confirmatória, com uso da análise fatorial confirmatória, viabilizou a realização da pesquisa quantitativa empírica.

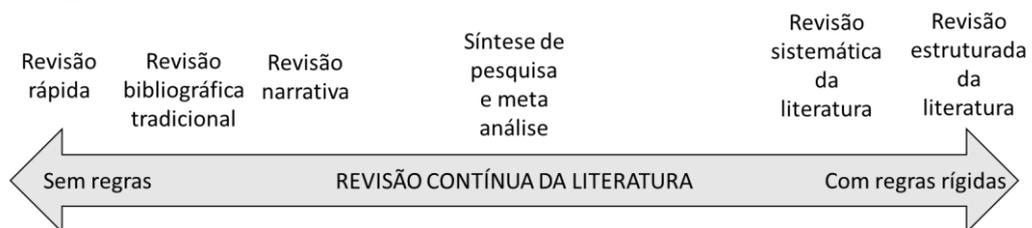
4.1.1 Etapa 1 – Revisão estruturada da literatura e análise bibliométrica para identificação do problema de pesquisa

Nesta seção, primeiro é apresentado o método de Revisão Estruturada da Literatura de Massaro, Dumay e Guthrie (2016) adaptado para Contabilidade a partir do método de Denyer, Tranfield (2011). Em seguida, é descrito a realização do método para revisão da literatura que possibilitou a identificação da lacuna de pesquisa e a análise bibliométrica realizada que contribuiu para compreensão do campo. Por fim, o método de revisão realizado para identificação dos indutores de valor que afetam a decisão de investimento é descrito.

4.1.1.1 Revisão estruturada da literatura

A revisão estruturada da literatura, de acordo com Massaro, Dumay e Guthrie (2016), é um método para estudar um corpus de literatura acadêmica, para desenvolver *insights*, reflexões críticas, caminhos futuros de pesquisa e questões de pesquisa. Os autores esclarecem que esta se diferencia de outros métodos de análise da literatura por apresentar um conjunto rígido de regras para seu desenvolvimento, conforme observado na Figura 10:

Figura 10: Tipos de revisão da literatura



Fonte: Adaptado de Massaro *et al.* (2016).

As revisões tradicionais da literatura podem ser subjetivas demais, em contrapartida, a revisão estruturada da literatura adota um processo replicável, científico e transparente, que visa minimizar o viés através de exaustivas pesquisas na literatura e fornece uma trilha de auditoria das decisões dos revisores, procedimentos e conclusões (MASSARO; DUMAY; GUTHRIE, 2016).

Nesse sentido, uma das diferenças fundamentais entre uma revisão narrativa tradicional e uma Revisão sistemática é a pesquisa abrangente e imparcial (TRANFIELD; DENYER; SMART, 2003).

Alguns estudos se referem a revisão sistemática da literatura e a revisão estruturada da literatura como sinônimos (HOHENSTEIN et al., 2015; LIM; NOBLE-JONES, 2018; TADIST et al., 2019). Nesse sentido, Kraus, Breier e Dasí-Rodriguez (2020) ressaltam que a revisão sistemática da literatura é também conhecida como revisão estruturada da literatura. Na verdade, a revisão estruturada da literatura proposta por Massaro, Dumay e Guthrie (2016) é uma adaptação da proposta de Tranfield, Denyer e Smart (2003) para Revisão sistemática da literatura.

Nesta tese, foi seguida a orientação de Massaro, Dumay e Guthrie (2016) para revisão estruturada da literatura em contabilidade, sintetizada nos dez passos a seguir:

1. Escrever um protocolo de revisão de literatura;
2. Definir as questões que a revisão de literatura se propõe a responder;
3. Determinar o tipo de estudos e realizar uma pesquisa bibliográfica abrangente;
4. Medir o impacto do artigo;
5. Definir um quadro analítico;
6. Estabelecer confiabilidade na revisão de literatura;
7. Validade de revisão de literatura de teste;
8. Codificar dados usando o *framework* desenvolvido;
9. Desenvolver insights e críticas através da análise do conjunto de dados;
10. Desenvolver futuros caminhos e questões de pesquisa.

Apesar de Massaro, Dumay e Guthrie. (2016) listarem as etapas em ordem cronológica, eles defendem que a pesquisa é uma jornada e não uma série estrita de eventos e que a implementação de uma revisão estruturada da literatura é fluída.

Tranfield, Denyer e Smart (2003) advogam que para uma busca sistemática o pesquisador deve identificar as palavras-chave e decidir sobre as sequências de pesquisa mais apropriadas para o estudo. A estratégia de pesquisa deve ser relatada em detalhes o suficiente para garantir que a pesquisa possa ser replicada.

Para isso, foi desenvolvido um protocolo de pesquisa. O desenvolvimento de um protocolo de revisão da literatura distingue a Revisão estruturada da literatura das revisões tradicionais e fornece a base para aumento na confiabilidade de seus achados (MASSARO; DUMAY; GUTHRIE, 2016). O detalhamento realizado no protocolo permite maior

transparência em relação aos procedimentos, técnicas e ferramentas adotadas no processo de pesquisa, o que traz maior confiabilidade a pesquisa e possibilita que ela seja replicada e os seus resultados corroborados.

Assim, a Figura 11 apresenta de forma esquemática o protocolo seguido na realização desta pesquisa para a identificação da lacuna e formulação do problema de pesquisa.

Figura 11: Protocolo da revisão da literatura para identificação do problema de pesquisa.



Fonte: Elaborado pela autora (2021)

4.1.1.1.1 Realização da Revisão estruturada da literatura para identificação da lacuna

De acordo com Massaro, Dumay e Guthrie (2016) uma revisão de literatura precisa criticar um campo existente do conhecimento antes que ele possa oferecer um caminho para futuras pesquisas desenvolvendo empiricamente questões de pesquisa (MASSARO;

DUMAY; GUTHRIE, 2016). Seguindo esta recomendação foram elaboradas as seguintes questões de pesquisa:

- 1) Como a literatura sobre o Relato Integrado vem se desenvolvendo?
- 2) Qual é o foco e a crítica da literatura?
- 3) Quais são os caminhos futuros para a literatura?

Os questionamentos realizados sobre a literatura do Relato Integrado permitiram uma melhor compreensão de seu estado atual e de seu desenvolvimento, bem como das críticas existentes e dos argumentos de defesa; a identificação dos temas pesquisados na literatura do Relato Integrado; e das lacunas existentes, o que permitiu traçar o problema de pesquisa que guia esta tese.

Para o levantamento da literatura foi realizada uma pesquisa na base de dados SCOPUS em 04 de fevereiro de 2019. O período de pesquisa escolhido foi de 2010 a dezembro de 2018. A escolha do ano inicial justifica-se por ser o ano de fundação do Conselho Internacional de Relatórios Integrados (IIRC). Assim, entende-se que a partir de então começa a haver discussões e publicações sobre relatórios integrados no escopo do entendimento do IIRC. A data final de dezembro de 2018 foi selecionada por não ter sido identificados documento publicados de janeiro a 4 de fevereiro de 2019, data de início da pesquisa.

A base SCOPUS foi escolhida por ser esta a maior base de dados de citações e resumo de literatura revisada por pares, que oferece ferramentas inteligentes para rastrear, analisar e visualizar a pesquisa, fornecendo uma visão abrangente da produção mundial de pesquisa em todas as áreas do conhecimento (SANTOS; PEDRON, 2019).

Além disso, Levine-Clark e Gil (2009) defendem que a base SCOPUS detecta um pouco mais de citações e pode ser um banco de dados mais forte que o WoS para economia e negócios. Para além, é considerada uma base relevante e reconhecida pela qualidade dos filtros de seleção dos periódicos que a compõe (RINALDI; UNERMAN; DE VILLIERS, 2018).

A expressão booleana utilizada nos campos de palavras-chave, título e resumo foi “Integrated Reporting” or “Integrated Report”, visto que ambos os termos aparecem na literatura. Como o tema de pesquisa é novo e a literatura ainda pequena, não foi utilizado outras palavras-chave que limitassem a pesquisa e reduzissem os resultados e nem filtros de medição do impacto do artigo para exclusão de artigos irrelevantes. O conector “or” foi utilizado para tornar a pesquisa mais abrangente, visto que ambos os termos utilizados são

encontrados na literatura. Assim, foi possível uma revisão de toda a literatura sobre o tema indexada na base Scopus e a identificação daquelas que mais impactam no seu avanço.

No Quadro 13, de forma a reduzir o viés e tornar os resultados confiáveis, são apresentados os critérios de inclusão e de exclusão de documentos.

Quadro 13: Critérios de inclusão e exclusão de documentos.

Inclusão	Exclusão
Documentos publicados em <i>journals (articles; review)</i> e/ou em conferências.	Documentos não disponíveis para acesso completo pelo Portal de periódicos da CAPES.
Documentos das áreas de contabilidade, gestão, negócios, finanças, economia, econometria, ciências sociais e ciências ambientais.	Documentos com metadados incompletos ou duplicados na biblioteca.
Documentos que estejam direta ou indiretamente relacionados ao RI.	Documentos que utilizem a expressão relato integrado ou relatórios integrados fora do escopo do IIRC

Fonte: elaborado pela autora (2019).

De acordo com Thomé, Scavarda, Scavarda (2016) as revistas revisadas por pares são indicadores de qualidade da pesquisa primária, mas a pesquisa não deve se restringir a Revistas indexadas para não incorrer em viés de publicação, devido ao tempo necessário para a publicação, impedindo que pesquisas recentes apareçam nas revisões. Massaro, Dumay e Guthrie (2016) argumentam que documentos de conferência fornecem informações valiosas sobre a literatura emergente e sobre os debates atuais em Relato Integrado.

A limitação dos documentos por área de pesquisa foi necessária visto que havia muitos documentos utilizando a expressão relato integrado ou relatório integrado em outras áreas de pesquisa e que não tinham relação com o RI, como na área de saúde. Assim, foram selecionados documentos de áreas que se relacionam com o RI, como negócios, contabilidade, gestão, finanças, economia, ciências sociais e ciências ambientais.

Os filtros utilizados foram apenas para que a pesquisa ficasse mais aderente ao tema e não para redução do número de documentos a serem analisados. Ao utilizar o boleano “Integrated reporting” or “Integrated report” no campo de busca da base Scopus, considerando títulos, resumos e palavras-chave dos documentos, foram retornados 450 documentos. Após a filtragem, a amostra a ser analisada ficou com 187 documentos.

O processo de identificação dos documentos é sintetizado no Quadro 14.

Quadro 14: Identificação da literatura.

Etapas e critérios	Scopus
Exploração - Período de estudo (2010-02/2019)	450
(-) Refinamento - <i>Journals (article; review)</i>	79
Área temática	61
(=) Extração - Total de documentos para biblioteca	310

(-) Seleção - Exclusão dos artigos não aderentes as questões de pesquisa.	123
(=) Amostra final	187

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Uma estrutura analítica foi desenvolvida no Excel para que os dados de autoria, ano da pesquisa, título do documento, foco da pesquisa e os principais resultados fossem organizados e codificados de acordo com Quadro 15. As informações gerais e metodológicas foram adaptadas de De Villiers, Rinaldi e Unerman (2014), Dumay et al. (2016) e Ribeiro et al. (2020).

Quadro 15: Codificação temática.

INFORMAÇÕES GERAIS				
1. Jurisdição	2. Foco Organizacional	3. País ou Região	4. Temas relacionados	5. Foco da Literatura
Sem base empírica	Não se aplica	Não se aplica	Pensamento integrado	Discussão
Regiões ou Nações Específicas	Empresa listada	EUA e Canadá	Criação de valor	Prática de divulgação
Regiões ou Nações Diversas	Privada - PME	Austrália e Ásia	Capital Intelectual	Práticas de elaboração
Organização Específica	Privada - Outras	Europa	Sustentabilidade	Determinantes de adoção
	Setor Público	África do Sul	Responsabilidade Social Corporativa	Determinantes de qualidade
	Terceiro Setor	Brasil	Governança	Normativo
	Participantes do Programa Piloto	América Latina	Auditoria	Visão dos Stakeholders
Outros	Outros	Diversos	Outros	Visão dos Preparadores
		Outros		Visão dos Investidores
				Performace empresarial
INFORMAÇÕES METODOLÓGICAS				
1. Paradigma de pesquisa	2. Estratégia de pesquisa	3. Técnica de pesquisa	4. Tipo de pesquisa	5. Perspectivas teóricas
Positiva	Bibliográfica	Análise de Conteúdo	Exploratório	Stakeholders
Normativa	Documental	Análise Documental	Descritivo	Institucional
Crítica	Experimental	Entrevista/Questionário	Explicativo	Legitimidade
Interpretativa	Pesquisa Ação	Observação	Empírico-analítico	Utilidade
	Estudo de Caso	Teste de Hipóteses	Observação	Agência
	Outras	Revisão Sistemática		Sinalização
	Análitica	Revisão da Literatura		Contingência
		Múltiplas		Outras
		Outras		

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

A codificação foi realizada de forma manual, com auxílio do Mendeley – gerenciador de referências e biblioteca - e do Excel – registro, organização e visualização dos dados. A vantagem da codificação manual é que quando “palavras com significados similares como 'capital humano' e 'empregados' são encontradas, elas podem ser entendidas em seu verdadeiro sentido e codificadas de acordo” (GUTHRIE; RICCERI; DUMAY, 2012, p. 71).

No entanto, o uso de codificação manual não exclui o suporte a computadores e softwares (MASSARO; DUMAY; GUTHRIE, 2016).

No intuito de tornar a análise da evolução da literatura do Relato Integrado mais detalhada foi realizada a análise bibliométrica, a qual será explicada na seção seguinte.

4.1.1.1.2 Realização da Análise bibliométrica

A bibliometria tem como principal finalidade a utilização de métodos quantitativos para gerar uma avaliação objetiva de resultados da produção científica (TREINTA et al., 2014), ao introduzir rigor quantitativo na avaliação subjetiva da literatura (ZUPIC; ČATER, 2015).

Hood e Wilson (2001) ressaltam que a importância fundamental no desenvolvimento do campo métrico, foi a descoberta de certas regularidades, distribuições ou leis. Sendo a mais antiga delas a Lei de Lotka, que fornece relação entre autores que publicam e quantidade de artigos publicados, onde poucos publicam muito e muitos publicam pouco em determinada área do conhecimento; a Lei de Bradford, também conhecida como Lei da Dispersão ou Lei da Produtividade de periódicos, a qual mensura o grau de atração de periódicos sobre determinada temática; e a Lei de Zipf, preocupada com a frequência de palavras ou ocorrências.

A análise bibliométrica foi realizada tanto com as ferramentas de análise da própria base Scopus, que permitiu analisar autores mais produtivos, periódicos com maior número de publicação, instituições e países mais produtivos, documentos mais citados, bem como com auxílio do *Software* VOSviewer. Este *software* além de permitir este mesmo tipo de análise, viabiliza a análise de redes bibliométricas.

De acordo com Van Eck e Waltman (2016) o VOSviewer é um programa de computador desenvolvido para criar mapas com base nos dados da rede e para visualizar e explorar esses mapas. Além disso, é possível criar mapas de publicações científicas, revistas científicas, pesquisadores, organizações de pesquisa, países ou palavras-chave com base em coautoria, coocorrência, citação, acoplamento bibliográfico ou redes de cocitação (VAN ECK; WALTMAN, 2016) possibilitando a realização da análise bibliométrica e das redes bibliométricas.

Para trabalhar os dados no *software* VOSviewer, um documento CSV (valores Separados por Vírgula), referente a amostra final, foi extraído da base Scopus. Foram considerados todas as informações disponibilizadas pela base nas categorias: i) informações

de citação; ii) informações bibliográficas; iii) resumo e palavras-chave; e vi) outras informações. O arquivo CSV foi inserido no *software* VOSviewer para análise dos dados.

Em seguida, foi selecionada a opção “criar mapas baseado nos dados bibliográficos” e realizado o *upload* do arquivo CSV na aba Scopus. As opções de análise com os respectivos critérios são apresentadas a seguir:

- Análise de coautoria para unidade de análise “autores” no intuito de verificar as redes de coautoria, ou seja, os autores que publicam juntos. Para isso foi utilizada a contagem completa. Dos 326 autores, foram identificadas 52 que atenderam aos requisitos.
- Análise de coocorrência para unidade de análise “todas as palavras-chave” com objetivo de verificar os termos que mais ocorrem juntos. Foi utilizada o método de análise completa e um número mínimo de ocorrência conjunta igual a cinco. Das 558 palavras chaves, foram identificadas as 26 que mais aparecem juntas nos documentos da amostra.
- A análise de citações permitiu analisar os mais citados para cada unidade de análise, assim, foi identificado os autores mais citados, os artigos mais citados, os periódicos com maior número de publicação sobre o tema, as universidades que mais publicam, bem como o país com maior número de publicações. Para todos foi utilizado o método de contagem completa e não foi estabelecido critérios mínimos de seleção.

4.1.1.1.3 Limitação do Método

Uma limitação deste método é que ele se baseia em uma única base indexadora, Scopus, ainda que seja esta uma base de grande relevância. Apesar disso, o método empregado proporcionou oportunidade para desenvolvimentos considerável (RINALDI; UNERMAN; DE VILLIERS, 2018) e para identificação da lacuna de pesquisa.

Além disso, como em todas as pesquisas interpretativas, os resultados estão limitados à amplitude e profundidade dos dados analisados e a interpretação dos resultados; ainda que uma Revisão Estruturada da Literatura ofereça mais confiabilidade do que uma Revisão Tradicional da Literatura, pesquisadores que usam o mesmo método podem interpretar os resultados de forma diferente (DUMAY et al., 2016).

4.1.2 Etapa 2 – Revisão estruturada da literatura para levantar percepção dos investidores e fatores de criação de valor

Identificada a lacuna a ser explorada na literatura, que diz respeito ao desinteresse do investidor pelo Relato Integrado (STUBBS et al., 2014; HSIAO, 2015; SLACK; CAMPBELL, 2016; ADAMS, 2017; STUBBS; HIGGINS, 2018; SLACK; TSALAVOUTAS, 2018; HSIAO; KELLY, 2018; ABHAYAWANSA; ELIJIDO-TEM; DUMAY, 2019) e a desconexão entre o que é divulgado nos relatos e o que é demandado pelos investidores (COHEN et al., 2010; DELOITTE, 2016; NAYNAR; RAM; MAROUN, 2018; STUBBS et al., 2014; ABHAYAWANSA; ELIJIDO-TEM; DUMAY; 2019) o problema de pesquisa foi elaborado: *Quais são os indutores de valor não financeiro que afetam a decisão de investimento e devem ser evidenciados em um Relato Integrado de forma a torná-lo útil aos investidores para alocação eficiente e produtiva do capital?*

No intuito de responder à questão central da pesquisa, foram traçadas questões específicas de pesquisa para guiar a Revisão Estruturada da Literatura:

1. Quais são os indutores de criação de valor interno e externo a empresa?
2. Quais são as informações não financeiras demandadas pelos investidores em seu processo de tomada de decisão de investimento?
3. Quais os impactos da adoção e divulgação do RI no desempenho empresarial e na criação de valor?
4. Qual a percepção dos investidores sobre a utilidade do RI?

Para conseguir subsídios que permitissem responder cada questão de pesquisa foi realizada uma nova Revisão Estruturada da Literatura, cujo protocolo de pesquisa se inicia com a definição das questões de pesquisa e do boleano. Assim, para responder as questões apresentadas, foi elaborado um boleano mais amplo, com palavras-chave relacionadas ao tema principal, Relato Integrado, e as questões de pesquisa, criação de valor, decisão de investimento, informações financeiras e informações não financeiras, investidores: (“integrated reporting” or “integrated report”) or (((“value creation” or “value generation”) or (“investment decision-making”) or (“financial information” or “non-financial information”)) and (“investor”)).

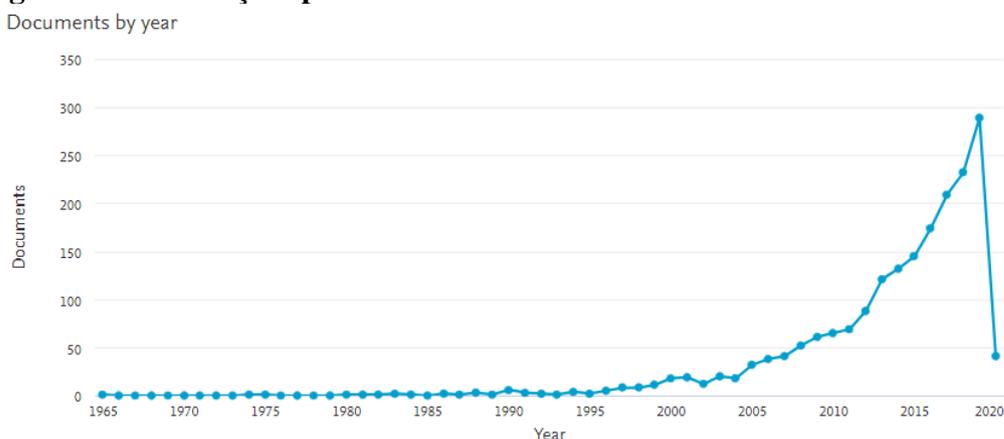
A base de dados pesquisada também foi ampliada. Além da base Scopus, optou-se em trabalhar com a Web of Science (WoS) e o Google Acadêmico. A base Web of Science e a base Scopus ainda são as principais fontes de dados de citação (MONGEON; PAUL-HUS,

2015). Apesar de a Base Scopus ter uma ampla gama de periódicos indexados e, conseqüentemente, identificar um pouco mais de citações, a pequena diferença entre Scopus e WoS indica que os periódicos indexados pelo ISI são realmente essenciais. Assim, pesquisadores podem usar ambas as bases para obter uma imagem mais completa do impacto acadêmico de um artigo (LEVINE-CLARK; GIL, 2009).

Além de considerar a relevância e importância destas bases para pesquisa científica, considerou-se também a acessibilidade a seus documentos. O convênio que estas bases têm com o Portal de Periódicos da CAPES, viabilizou o acesso aos documentos e a seus metadados. Soma-se a isso, o fato de as bases fornecerem ferramentas para refino da pesquisa, tornando-a mais criteriosa, e a possibilidade de exportar seus metadados em formato de arquivo que possibilite o armazenamento dos documentos pertinentes a pesquisa em *software* bibliográficos de gerenciamento de biblioteca e referências, como Mendeley, *software* usado nesta pesquisa.

A busca no banco de dados Scopus foi realizada em 20 de fevereiro de 2020. Foram identificados 1.942 documentos relacionados a esta expressão. O resultado mostra que o assunto começou a tomar impulso a partir do ano de 2005, conforme apresentado na Figura 12.

Figura 12: Publicações por ano



Fonte: Scopus (2020)

Por este motivo, o período escolhido para estudo da literatura existente foi de 2005-02/2020, os últimos quinze anos de publicações. Desta forma, o número de publicações foi reduzido para 1.789 documento.

No Quadro 16, são apresentados os critérios de inclusão e de exclusão de documentos de forma a garantir a transparência e confiabilidade dos resultados e reduzir o viés de pesquisa.

Quadro 16: Critérios de inclusão e exclusão de documentos.

Inclusão	Exclusão
Documentos publicados em <i>journals (articles; review)</i> e/ou em conferências.	Documentos não disponíveis para acesso completo pelo Portal de periódicos da CAPES.
Documentos das áreas de contabilidade, gestão, negócios, finanças, economia, econometria, ciências sociais e ciências ambientais.	Documentos duplicados na biblioteca.
Palavras-chave apresentadas no Quadro 17.	Documentos que não busquem a percepção do investidor em relação a utilidade do RI ou que não busquem conhecer quais informações ou fatores são de seu interesse deles e determinantes para a avaliação de investimento. Bem como, caso não tenham por objetivo investigar fatores ou indutores de valor para as empresas.

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

A limitação dos documentos por área de pesquisa teve por objeto manter na amostra apenas documentos de áreas relacionadas com o Relato Integrado, Criação de valor e decisão de investimento. Bem como a limitação por palavras-chave objetivou tornar o resultado da pesquisa mais aderente.

No Quadro 17, as palavras-chave utilizadas são apresentadas.

Quadro 17: Palavras-chave selecionadas para o estudo.

"Accountability"; "Accounting Information"; "Asset Allocation"; "Banking"; "Behavioral Finance"; "Business Development"; "Business Model"; "Capital Market"; "Capital"; "Climate Change"; "Capital Markets"; "Case Study"; "Compliance"; "Corporate Disclosure"; "Corporate Governance"; "Corporate Social Responsibility (CSR)"; "Corporate Social Responsibility"; "Corporate Strategy"; "Cost Of Capital"; "CSR"; "Decision Making"; "Disclosure Quality"; "Disclosure"; "Earnings Quality"; "Earnings Management"; "Economic Value Added"; "Economics"; "Empirical Analysis"; "Environmental"; "Ethics"; "Factor Analysis"; "Financial Communication"; "Financial Information"; "Financial Literacy"; "Financial Market"; "Financial Performance"; "Financial Reporting"; "Financial Statements"; "Financial System"; "Firm Size"; "Firm Value"; "Global Reporting Initiative (GRI)"; "Governance Approach"; "Governance"; "GRI"; "Human Capital"; "IFRS"; "IIRC"; "Impression Management"; "Individual Investors"; "Industry"; "Information Asymmetry"; "Information Disclosure"; "Innovation"; "Intangibles"; "Integrated Reporting"; "Intellectual Capital Disclosure"; "Intellectual Capital"; "International Financial Reporting Standards"; "International Integrated Reporting Council"; "Internet Financial Reporting"; "Investment Decision-making"; "Investment Decisions"; "Investment"; "Investor Relations"; "Investor Sentiment"; "Investor"; "Institucional Investor"; "Integrated thinking"; "Literature Review"; "Materiality"; "Narrative Reporting"; "Non-financial Information"; "Non-financial reporting"; "Ownership Structure"; "Performace"; "Portfolio Diversification"; "Portfolio Selection"; "Private Equity"; "Profitability"; "Qualitative Research"; "Reporting"; "Risk Assessment"; "Risk Management"; "Risk"; "Risk-adjusted Returns"; "Socially Responsible Investment"; "South Africa"; "Stakeholder Engagement"; "Stakeholder"; "Stock Market"; "Stock Return"; "Stock Returns"; "Strategy"; "Sustainability Performance"; "Sustainability Report"; "Sustainability Reporting"; "Sustainability"; "Sustainable Development"; "Transparency"; "Value added"; "Value Creation"; "Value-relevance"; "Venture Capital".

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

No intuito de selecionar apenas as publicações de alta qualidade, limitou-se a busca aos documentos publicados em *journals*, visto que artigos, sejam originais ou de revisão, publicados neste tipo de veículo são criteriosamente selecionados, passando pelo processo de *blind-double-review*. O número de documentos relacionados foi de 1.420, mantendo na amostra apenas os artigos originais e os de revisão e excluindo notas, editoriais, erratas e outros. Ao final, restaram 1.384 documentos.

Para que o resultado estivesse aderente à área de pesquisa, optou-se por refinar a busca pela área temática e palavras-chave. Assim, o resultado ficou limitado a área de negócios, gestão, contabilidade, finanças, economia e ciências sociais. A quantidade de documentos reduziu para 1.178. As palavras-chave foram lidas e selecionadas apenas aquelas aderentes ao propósito da pesquisa, o que reduziu o resultado a 820 documentos.

Na base de dados Web of Science, para o período selecionado para o estudo – 2005 a 02/2020 – foram identificados 807 documentos. Refinando a pesquisa para seleção de artigos publicados em *journals*, *articles* ou *reviews*, a quantidade de documentos foi reduzida em 23%, ficando 621 documentos. Ao refinar por área temática, buscando maior aderência ao tema, o número de documentos foi reduzido para 494. Esta base não permite o refinamento por palavras-chave.

A biblioteca no Mendeley foi composta por 1314 documentos. Após a exclusão dos documentos duplicados, daqueles com informações incompletas e dos que não estavam disponíveis pelo portal de periódico CAPES e nem de outra forma gratuita, ficaram 1041 documentos. Os títulos e os resumos dos documentos foram lidos para identificação e exclusão daqueles que não tivessem aderência a pesquisa. A biblioteca ficou com 48 artigos que traziam contribuição significativa a pesquisa, seja na identificação de fatores de criação de valor, de informações demandadas pelos investidores no processo de tomada de decisão e na identificação da utilidade do Relato Integrado e as implicações de sua adoção.

Assim, de forma sintética, o processo de identificação da literatura estudada é apresentado no Quadro 18:

Quadro 18: Resultados das etapas de identificação da literatura.

Etapas e critérios	Scopus	Web of Science
Exploração – Boleano	1942	869
Refinamento - Período de estudo (2005-2020)	1789	807
<i>Journals (article; review)</i>	1384	621
Área temática	1178	494
Palavras-chave	820	*
Extração - Total de documentos para biblioteca	1314	
(-) Remoção – Documentos duplicados, com dados faltantes, sem acesso aberto	273	

e não disponíveis pela CAPES.	
(-) Seleção - Leitura do resumo para verificação de aderência as questões de pesquisa.	998
(+) Inclusão – Inclusão de documentos identificados a partir da literatura selecionada.	4
Total de artigos da amostra	48

Fonte: dados da pesquisa (2021)

*Nota: A base de dados Web of Science não permite limitar a busca por palavras-chave.

Como a pesquisa realizada na Scopus e WoS não retornou nenhuma pesquisa brasileira ou de estudo no contexto brasileiro relacionada aos fatores que afetam a decisão de investimento dos investidores, foi realizada uma busca no Google Shcolar com a expressão (“investimento” e “decisão”) e (“investidor profissional” or “investidor institucional”) em qualquer parte do artigo para o período de 2005 a fevereiro de 2020. Foram identificados 812 documentos, entretanto, apenas 4 documentos eram aderentes aos propósitos da pesquisa. Amostra final foi composta por 48 documentos.

A partir das questões de pesquisa anteriormente citadas, foram identificadas as categorias para classificação dos documentos. Assim, os artigos foram classificados em: i) artigos que exploram a percepção dos investidores sobre a utilidade do Relato Integrado em seu processo de tomada de decisão (n=5); ii) artigos que investigam quais informações e fatores são de interesse dos investidores e/ou afetam sua decisão de investimento (n=13); iii) artigos que investigam quais são os indutores ou fatores de criação de valor para as organizações e quais são os valores criados por eles (n=22); e iv) artigos que investigam o impacto da adoção ou divulgação do RI no desempenho empresarial e na criação de valor (n=9). Um dos artigos foi classificado tanto na categoria de fatores de interesse dos investidores quanto na categoria sobre a percepção dos investidores sobre a utilidade do RI.

A estrutura analítica desenvolvida para organização do estudo e análise dos dados é sintetizada na Figura 13.

Figura 13: Estrutura analítica adotada na pesquisa.

AUTOR	ANO	TITULO	OBJETIVO	COLETA DE DADOS	TRATAMENTO DOS DADOS	RESULTADOS	JURISDIÇÃO	PERÍODO DO ESTUDO	CATEGORIA DO ESTUDO
-------	-----	--------	----------	-----------------	----------------------	------------	------------	-------------------	---------------------

Fonte: Elaborada pela autora

Os dados foram codificados manualmente em uma planilha de Excel. O processo de análise temática foi realizado de forma concomitante com a inclusão dos documentos na planilha. Ao término deste processo, foi realizada a leitura completa dos documentos, uma categoria por vez, para: 1. Identificar a percepção dos investidores em relação a utilidade do RI; 2. Levantar informações e fatores de interesse para decisão de investimento; 3. Levantar

indutores para geração de valor nas organizações e o respectivo valor gerado; e 4. Implicações decorrentes da adoção do Relato Integrado.

A confiabilidade dos resultados é respaldada pelo método utilizado, que traz transparência e rigor a pesquisa. Além disso, as fontes de dados utilizadas são as principais fontes de dados de citação (MONGEON; PAUL-HUS, 2015) e quando usadas em conjunto proporciona uma imagem mais completa do impacto acadêmico de um artigo (LEVINE-CLARK; GIL, 2009).

A validade interna se dá a partir da determinação do período a ser estudado. Massaro, Dumay e Guthrie (2016) afirmam que as revisões estruturadas da literatura exigem que os pesquisadores definam o período analisado e expliquem razões para considerar o início e o fim das análises. O ano de início desta pesquisa foi 2005, quando teve origem a crescente onda de publicações sobre o assunto, e teve como marco final a data de realização da pesquisa, o que permitiu o enquadramento de estudos recentes.

A validade externa é garantida pela abrangência dos periódicos indexados nas bases estudadas. Além disso, as bases selecionadas, SCOPUS e WoS, são reconhecidas pela sua completude e qualidade (LEVINE-CLARK; GIL, 2009; MONGEON; PAUL-HUS, 2015).

A validade do constructo é assegurada pela inclusão de todos os documentos identificados. Massaro, Dumay e Guthrie (2016) ressaltam que um número maior de artigos também alivia as preocupações do revisor se um ou dois artigos forem omitidos, porque alguns poucos artigos ausentes terão pouco impacto na análise geral e nos resultados.

4.1.2.1 Limitação do método

Assim, como na seção anterior, apesar do rigor metodológico da Revisão Estruturada da Literatura, este método tem limitações características dada a natureza interpretativa dos dados, o que pode levar a resultados diferentes quando realizado por diferentes pesquisadores (DUMAY et al., 2016). Além disso, apesar do esforço para identificação da literatura sobre o assunto, algum documento pode ficar de fora da amostra dado o uso de palavras-chave diferentes das que compõe a expressão boleada ou mesmo por não estar indexado nas bases estudadas.

4.1.3 Etapa 3 – Grupo focal para levantar percepções e fatores

Os grupos focais foram originalmente usados para pesquisa de mercado e agora são amplamente usados nas ciências sociais para coletar dados baseados em opinião, permitindo uma compreensão mais rica das questões (WINLOW et al., 2013). Sua utilização de forma isolada ou combinada com outras técnicas de coleta de dados primários, revela-se especialmente útil na pesquisa avaliativa (TRAD, 2009).

O Grupo focal é bastante útil (VERGARA, 2016), composto por participantes com os quais o pesquisador debate sobre um problema no intuito de trocar ideias, sentimentos e experiências e, assim, obter mais informações sobre a questão, dando-lhe um melhor contorno, um melhor afunilamento, bem como uma direção ao conteúdo dos instrumentos de coleta de dados (COLLIS; HUSSEY, 2005; VERGARA, 2016).

Além disso, o grupo focal facilita o envolvimento das pessoas que não estavam dispostas a serem entrevistadas por conta própria em uma entrevista individual; incentiva a contribuição de pessoas que sentem que não têm nada a dizer, mas se envolvem na discussão gerada por outros; e fornecem informações mais detalhadas e profundas (COLLIS; HUSSEY, 2005; MISHRA; PUNDIR; GANAPATHY, 2016).

“O objetivo central do grupo focal é identificar percepções, sentimentos, atitudes e ideias dos participantes a respeito de um determinado assunto” (DIAS; LIEBSCHER, 2000, p.3). Collis e Hussey (2005) ressaltam que grupo de foco pode combinar entrevistas e observações para alcançar seu objetivo.

Esta técnica foi escolhida com triplo propósito, primeiro para identificar indutores de valor não financeiro não identificados na literatura, segundo para verificar a percepção de um grupo de profissionais brasileiros sobre estes indutores, e, por fim, para compreender a percepção que os especialistas têm sobre a utilidade do Relato Integrado.

Os procedimentos sugeridos por Collis e Hussey (2005) para formação do grupo focal são apresentados nos sete passos a seguir:

1. Convidar um grupo de pessoas com experiência suficiente em comum sobre o tópico para reunir-se em uma localização neutra;
2. Apresentar os membros do grupo e discutir o objetivo do estudo e o que acontecerá no grupo focal;
3. Se possível, fornecer exemplos visuais do assunto;
4. Começar a sessão com uma pergunta aberta e abrangente;

5. Deixar o grupo discutir os tópicos entre si, mas intervindo quando necessário de forma a garantir que todos os participantes tenham oportunidades de contribuir;
6. Usar uma lista preparada de tópicos e fazer com que todos os tópicos sejam discutidos;
7. Pedir a ajuda de dois observadores e se possível, gravar os procedimentos em vídeo.

Assim, foi selecionada um grupo de investidores profissionais a partir da amostragem por conveniência, os quais reuniram-se através do *Google Meet*, dada a ocorrência da Pandemia do Novo Coronavírus. Entretanto, a reunião virtual foi um facilitador por reunir profissionais de diferentes regiões do país, como nordeste e sudeste.

No início da reunião, todos foram apresentados, bem como o objetivo do grupo focal e o planejamento para execução da reunião. As questões que foram discutidas foram apresentadas por meio do Power Point compartilhado no momento da reunião para facilitar sua compreensão. A cada questão era perguntado ao grupo a opinião deles sobre a importância do indutor de valor identificado na literatura no processo de tomada de decisão de investimento. Ou se aquele indutor afetava seu processo de tomada de decisão.

Os participantes deram sua opinião sobre cada tópico. Um diálogo sobre cada indutor foi desenvolvido, por vezes com os participantes concordando com o primeiro a dar sua visão sobre o assunto, por vezes discordando ou mesmo complementando. Os participantes foram bem ativos. Quando algum dos participantes se mantinha neutro, ele era incentivado a dar sua opinião. Na análise, foram consideradas suas falas e suas manifestações por expressões e gestos.

Todos os tópicos foram discutidos, bem como os temas emergentes. A reunião foi gravada e transcrita posteriormente para análise.

4.1.3.1 Construção validação do instrumento de pesquisa

O instrumento levado para o grupo focal foi elaborado com base na literatura levantada e avaliada quanto a sua compreensão e coerência por dois investidores profissionais com experiência de mais de 10 anos de mercado.

O instrumento de pesquisa foi dividido em quatro partes de acordo com os capitais não financeiros proposto no Framework do Relato Integrado: 1. Capital intelectual; 2. Capital humano; 3. Capital social e de relacionamento; 4. Capital natural.

Capital intelectual são intangíveis organizacionais baseados em conhecimento, entre eles: a propriedade intelectual, tais como patentes, direitos autorais, *software*, direitos e licenças e o “capital organizacional”, tais como conhecimento tácito, sistemas, procedimentos e protocolos (IIRC, 2013, p. 12). Nesse sentido, dentre as diversas variáveis que compõem estes capitais, a literatura traz cinco elementos como aqueles demandados por investidores profissionais, que criam valor para organização e/ou para os investidores e que afetam sua decisão de investimento. Estas variáveis são elencadas no Quadro 19.

Quadro 19: Variáveis de Capital Intelectual demandada por investidores

1. Dimensão	Capital intelectual	Autor (es)
Indutor	Gasto com pesquisa e desenvolvimento	Chen et al. (2005); Visnjica, Javanovic; Neely; Engwall (2017); Shakina; Molodchik; Barajas (2017)
Valor	Melhora o valor de mercado e a lucratividade, aumenta a receita e o MVA.	Chen et al. (2005); Shakina; Molodchik; Barajas (2017)
1. Dimensão	Capital intelectual	Autor (es)
Ação	Os gastos em P&D podem capturar informações adicionais sobre capital estrutural e ter um efeito positivo no valor de mercado e na lucratividade da empresa, tais gastos, geralmente, são considerados unidade de avanços tecnológicos e o crescimento das empresas.	Chen et al. (2005)
1.2 Indutor	Patentes e licenças	Callen, Gavius e Segal (2010); Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Cheikh; Noubbigh (2019)
Valor	Gera novos produtos e serviços; aumenta o MVA.	Visnjica, Javanovic, Neely; Engwall (2017)
Ação	O aumento no número de patentes e licenças implica na geração de novos produtos e serviços. Consequentemente, no aumento de receitas e do valor de mercado.	Callen, Gavius e Segal (2010)
1.3 Indutor	Inovação	Shakina e Molodchik (2014); Visnjica, Javanovic, Neely; Engwall (2017); Efimova (2018); Hsiao e Kelly (2018)
Valor	Gera novos produtos e serviços; aumenta o MVA.	Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Visnjica, Javanovic, Neely; Engwall (2017); Efimova (2018)
Ação	A inovação acarreta a geração de novos produtos e serviços e, consequentemente, impacta de forma positiva a geração de receitas.	Visnjica, Javanovic, Neely; Engwall (2017); Efimova (2018)
1.4 Indutor	Implementação de estratégia	Shakina; Molodchik; Barajas (2017)
Valor	Aumenta o MVA e o EVA.	Shakina; Molodchik; Barajas (2017)
Ação	A empresa mostra que está conseguindo implementar as estratégias traçadas alcançando os objetivos pretendidos.	Shakina; Molodchik; Barajas (2017)
1.5 Indutor	Investimento em software de sistemas de gestão e hardware	Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Dilling e Harris (2018); Cheikh; Noubbigh (2019); Biscotti e D'Amico (2020)

Valor	Aumenta o MVA e o EVA.	Shakina; Molodchik; Barajas (2017)
Ação	A empresa que investe em software de sistema de gestão (ex.: ERP, SAP) melhora seus processos, organiza as informações e se torna mais eficiente.	Shakina; Molodchik; Barajas (2017)

Fonte: Elabora pela autora (2021)

O Capital humano é um intangível relacionado às competências, habilidades e experiência das pessoas para promover a inovação tecnológica IIRC (2013, p.12). A literatura aponta três variáveis como de interesse dos investidores, capazes de afetar sua decisão de investimento, conforme apresentado no Quadro 20.

Quadro 20: Variáveis de Capital Humano demandas por investidores

2 Dimensão	Capital humano	Autor (es)
2.1 Indutor	Competência da administração e do conselho	Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Hsiao e Kelly (2018); Sultana; Zulkifli; Zainal (2018); Biscotti e D'Amico (2020)
Valor	Aumenta o MVA e EVA.	Shakina; Molodchik; Barajas (2017)
2 Dimensão	Capital humano	Autor (es)
Ação	Quando mais de um terço dos diretores possuem nível de pós-graduação e mais de cinco anos de experiência	Shakina; Molodchik; Barajas (2017)
2.2 Indutor	Ambiente de trabalho seguro para o desempenho das atividades profissionais.	Vidal; Berman; Van Buren (2015); Efimova (2018); Dilling; Harris (2018); Sultana; Zulkifli; Zainal (2018); Biscotti e D'Amico (2020)
Valor	Aumento da produtividade e lealdade dos funcionários.	Sultana; Zulkifli; Zainal (2018)
Ação	O desenvolvimento de um melhor ambiente de trabalho se dá a partir do estímulo a um comportamento ético e transparência, programas de saúde e segurança aprimorados e oportunidades de educação e treinamento.	Vidal; Berman; Van Buren (2015)
2.3 Indutor	Política de desenvolvimento profissional e de inclusão.	Sultana; Zulkifli; Zainal (2018); Efimova (2018); Cheikh; Noubbigh (2019); Biscotti e D'Amico (2020)
Valor	Manutenção de funcionários valiosos; lealdade.	Sultana; Zulkifli; Zainal (2018)
Ação	Ações que visem a inclusão de mulheres e negros em cargos de gestão; oferta de cursos de especialização e atualização aos funcionários.	
2.4 Indutor	Incentivos e remuneração recebida pelos funcionários, diretores e executivos.	Efimova (2018); Sultana; Zulkifli; Zainal (2018)
Valor	Aumento da produtividade e lealdade dos funcionários.	Sultana; Zulkifli; Zainal (2018)
Ação	Remuneração atrelada a produtividade e metas de desempenho	

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

O Capital social e de relacionamento diz respeito às instituições e aos relacionamentos dentro e entre comunidades, grupos de partes interessadas e outras redes, e a

capacidade de compartilhar informações para melhorar o bem-estar individual e coletivo (IIRC 2013, p. 12). Cinco variáveis deste capital são de interesse dos investidores e afetam sua decisão de investimento, conforme apresentadas no Quadro 21.

Quadro 21: Variáveis de Capital Social e de Relacionamento demandadas por investidores

3 Dimensão	Capital social e de relacionamento	Autor (es)
3.1 Indutor	Publicidade produtos e serviços da empresa.	Cheng et al (2005); Vidal; Berman; Van Buren (2015); Shakina; Molodchik; Barajas (2017)
Valor	Aumenta o MVA.	Shakina; Molodchik; Barajas (2017)
Ação		
3.2 Indutor	Lealdade e satisfação dos clientes	Vidal; Berman; Van Buren (2015); Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Efimova (2018); Biscotti e D'Amico (2020)
Valor	Aumenta atratividade dos investimentos e geração de receitas.	Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Efimova (2018)
3 Dimensão	Capital social e de relacionamento	Autor (es)
Ação	Iniciativas como atividades educacionais para consumidores sobre produtos ou serviços oferecidos pelas empresas	Vidal; Berman; Van Buren (2015)
3.3 Indutor	Reconhecimento e valor da marca; reputação.	Hoffmann e Fieseler (2012); Vidal; Berman; Van Buren (2015); Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Efimova (2018)
Valor	Aumenta a geração de receitas.	Efimova (2018)
Ação	Gerenciamento das partes interessadas, argumentação sobre sua participação em grupos e índices de sustentabilidade, bem como prêmios recebidos.	Vidal; Berman; Van Buren (2015)
3.4 Indutor	Diálogo com as partes interessadas.	Vidal; Berman; Van Buren (2015)
Valor	Melhora o relacionamento com as partes interessadas, melhora a reputação, conseqüentemente, a base de clientes e receita da empresa.	Vidal; Berman; Van Buren (2015); Efimova (2018)
Ação	Envidando esforços na comunicação com as partes interessadas e estabelecendo práticas de diálogo com elas.	Vidal; Berman; Van Buren (2015)
3.5 Indutor	Desenvolvimento da infraestrutura local.	Vidal; Berman; Van Buren (2015)
Valor	Desenvolve a comunidade local em que operam, melhorando a reputação e, conseqüentemente, a base de clientes e receitas da empresa.	
Ação	Atividades educacionais e de treinamento, melhor acesso a produtos e serviços e desenvolvimento de infraestrutura local, como escolas e áreas de lazer.	
3.6 Indutor	Colaboração em negócios e pesquisas	Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Biscotti; D'Amico (2019)
Valor	Formação e desenvolvimento de redes; inovação.	
Ação	Desenvolvimento de trabalho colaborativo com outras empresas nos negócios e em pesquisa ou envolvimento em associações empresariais	

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

O Capital natural está relacionado a todos os recursos ambientais renováveis e não renováveis e processos ambientais que fornecem bens ou serviços que apoiam a prosperidade passada, presente e futura de uma organização. Isto inclui: a água, a terra, os minerais e as florestas, a biodiversidade e a qualidade do ecossistema (IIRC, 2013, p. 12). A literatura aponta três variáveis do Capital Natural como de interesse dos investidores no processo de tomada de decisão, as quais são apresentadas no Quadro 22.

Quadro 22: Variáveis de Capital Natural demandas por investidores

4 Dimensão	Capital natural	Autor (es)
4.1 Indutor	Preservação do meio ambiente a partir da adoção de políticas ambientais e adequação a legislação ambiental.	Vidal; Berman; Van Buren (2015)
4 Dimensão	Capital natural	Autor (es)
Valor	Evita custos com multas ambientais por não conformidade com as leis ambientais afetando diretamente o desempenho financeiro corporativo.	Efimova (2018)
Descrição	Iniciativas que levam a preservação ambiental abrangem o desenvolvimento de indicadores ambientais, a criação de tecnologia limpa, o design de produtos ecológicos e a implementação de programas educacionais para ajudar os consumidores a preservar os recursos naturais.	Vidal; Berman; Van Buren (2015)
4.2 Indutor	Provisões ambientais	Efimova (2018)
Valor	Redução de riscos	
Descrição	Informar sobre possíveis passivos e perdas prováveis	
4.3 Indutor	Divulgação de informações climáticas, bem como estratégias ambientais relacionadas a mudanças climáticas.	Vidal; Berman; Van Buren (2015); Barbier e Burgess (2017)
Valor	Redução de riscos	
Descrição	Iniciativas que contribua com a mitigação das mudanças climáticas	

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

4.1.3.2 Seleção da amostra

A população do estudo é composta por todos os investidores que atuam no mercado de capitais brasileiro. Entretanto, como critério de inclusão na amostra, era necessário que o investidor atuasse de forma profissional, sendo excluídos os investidores de varejo, pessoa física que investe por conta própria; *trader*, atuando de forma profissional ou não, pois tem

por objetivo lucro de curtíssimo prazo, não considerando nenhum outro critério se não a variação de preço; e demais investidores que não se enquadrem na categoria de investidor profissional conceituada na Instrução Normativa da CVM nº 554 de 17 de dezembro de 2014.

Nesse sentido, Investidor profissional é a pessoa física ou jurídica que possui mais de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões) de reais em investimentos aplicados no mercado financeiro e que ateste esta condição por escrito, ou ainda, agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios (CVM, 2014).

A estratégia de seleção da amostra foi baseada na disponibilidade, ou seja, uma amostragem por conveniência, a partir da rede de contatos da pesquisadora. Assim, foram localizados potenciais participantes a partir de uma fonte próxima que manifestaram disponibilidade em participar e contribuir com a pesquisa (ROBINSON, 2014). Amostragem deste tipo pode dar uma indicação útil de tendência (GRAY, 2009). Além disso, foi utilizada a técnica de *Snow Ball*, a qual envolve pedir aos participantes recomendações de conhecidos que possam se qualificar para a participação do grupo focal, levando em consideração perfil desejado (ROBINSON, 2014).

Nesse sentido, o contato da pesquisadora indicou dois participantes potenciais. Foi realizado contato com estes profissionais via *email*. O objetivo e o processo a ser realizado foi explicado, bem como a garantia de anonimato foi declarada. Os contatos aceitaram participar. Foi solicitado que cada um indicasse mais dois possíveis participantes. Entretanto, apenas um dos profissionais indicou outros dois possíveis participantes. Os quais após contato via *email*, aceitaram participar. Um outro contato independente foi convidado a participar. Apesar deste convidado ter aceito o convite inicialmente, não pode participar da reunião. Assim, dos cinco participantes previstos, apenas quatro participaram efetivamente do grupo focal. Todos os participantes assinaram o Termo de Consentimento Livre e Esclarecido, o qual encontra-se no Apêndice I da pesquisa.

Na literatura, não há critérios definidos para decidir o número certo de participantes de um grupo focal (MISHRA; PUNDIR; GANAPATHY, 2016) e há uma variedade de orientação neste sentido. De forma geral, a literatura define um número de 6 a 12 participantes, mas quando estes têm conhecimento e experiência notória podem ser formados com 3 ou 4 participantes (ONWUEGBUZIE et al., 2009).

Como sugerido por Breen (2006), Tong et al. (2007), Onwuegbuzie et al. (2009), o grupo focal desta pesquisa foi composto por 4 especialistas, com características em comum, e

associados à temática central em estudo (BREEN, 2006; TRAD, 2009), no caso, investidores profissionais.

O perfil dos participantes do grupo focal é apresentado no Quadro 23.

Quadro 23: Características dos participantes do grupo focal

Participantes	Ocupação	Experiência
Participante 1	Sócio de assessoria de investimento e agente autônomo de investimento.	> 20 anos
Participante 2	Sócio de uma gestora de capital, gestor de fundo, analista de ações.	18 anos
Participante 3	Sócio de uma gestora de capital e analista de ações.	8 anos
Participante 4	Sócio de uma gestora de capital e responsável pela relação com investidores.	20 anos

Fonte: Elaborado pela autora

4.1.3.3 Coleta dos dados

Dada a existência de uma Pandemia, a coleta de dados com o grupo focal foi realizada através de vídeo conferência com os quatro profissionais da área de investimento; o pesquisador principal, o qual foi responsável por coordenar o processo, apresentar o objetivo da realização do grupo focal e as questões, uma a uma, para discussão entre os participantes, estimulando a participação de todos, quando necessário; e o coordenador de pesquisa, que figurou como observador.

O Grupo focal foi realizado no dia 09 de outubro de 2020. Teve duração de uma hora e cinco minutos. A gravação da conferência com o grupo focal foi transcrita para posterior análise dos resultados.

4.1.3.4 Análise dos dados

A análise dos dados é etapa mais difícil da técnica do grupo focal, pois não é suficiente repetir ou transcrever o que foi dito apenas (DIAS; LIEBSCHER, 2000).

Desta forma, primeiro, as falas dos participantes do grupo focal foram transcritas e enviadas aos respectivos locutores para avaliação e validação dos resultados encontrados, garantindo, assim, a validade de constructo (MISHRA; PUNDIR; GANAPATHY, 2016).

Em seguida, de forma a enriquecer a análise dos dados, estes foram analisados individualmente e em conjunto de forma que a interação entre os participantes pudesse ser evidenciada e para que uma avaliação ponderada sobre cada indutor intangível de valor analisado pudesse ser apresentada.

Posteriormente, de forma a contribuir com a validade descritiva, a validade interpretativa e a validade teórica, além de fornecer declarações textuais, citações feitas pelos participantes do grupo focal, sempre que possível, foi descrito informações sobre o número ou proporção de membros que pareciam fazer parte do consenso, bem como indicado a ocorrência de dissidência (ONWUEGBUZIE et al., 2009).

Por fim, os resultados foram contextualizados com os achados da literatura anterior. Assim, a validade interna foi mantida usando correspondência de padrões e construção de explicação da literatura (YIN, 2014).

Para estabelecer a confiabilidade do estudo, uma pesquisa *survey* com a utilização de um questionário estruturado deve ser realizado em seguida (MISHRA; PUNDIR; GANAPATHY, 2016; HSIAO; KELLY, 2018), conforme realizado nesta pesquisa de tese.

4.1.3.5 Limitação do método

Como todo método tem seus prós e contras, a adoção de um grupo focal não poderia ser diferente. Por ser de natureza qualitativa, o estudo sofre de risco inerente de subjetividade associado aos profissionais participantes (MISHRA; PUNDIR; GANAPATHY, 2016). Além disso, a quantidade de participantes também pode ser um limitador, bem como a estratégia de seleção da amostra, a qual pode resultar em viés de auto seleção (HSIAO; KELLY, 2018).

Entretanto, os resultados obtidos refletem as impressões iniciais de um grupo de investidores brasileiros sobre indutores intangíveis de valor no processo de tomada de decisão de investimento e sobre a relevância dos relatórios integrados. Assim, são um caminho para pesquisas futuras.

Além disso, o fato de sua realização ter acontecido em um contexto pandêmico, traz outra limitação para sua realização, visto ser mais difícil observar o comportamento dos participantes, bem como seus gestos e expressões. No entanto, a realização da reunião pelo Google Meet com as câmeras abertas possibilitou reduzir os efeitos desta limitação. A realização da reunião de forma virtual, também viabilizou a participação de especialistas de diversas regiões do país, como nordeste e sudeste, e mesmo de diferentes cidades dentro de uma região como Rio de Janeiro e São Paulo.

4.1.4 Etapa 4 – *Survey* e Análise Fatorial Confirmatória (AFC)

Esta fase teve por objetivo validar o Modelo de mensuração teórica de indutores de valor não financeiros para os capitais intangíveis do Relato Integrado desenvolvido a partir da pesquisa exploratória.

Nesse sentido, inicialmente, foi realizada uma *Survey* para coleta dos dados sobre a percepção dos investidores profissionais brasileiros acerca da relevância das informações não financeiras para tomada de decisão de investimento. A partir dos dados coletados na pesquisa de levantamento de opinião, foi realizada Análise Estatística Descritiva e Análise Fatorial Confirmatória (AFC).

A pesquisa *Survey*, também conhecida como pesquisa de levantamento de opinião, é relevante visto que permite aproximar a teoria da prática ao tornar os resultados das pesquisas mais relevantes para os profissionais (FORZA, 2002). Nesta pesquisa de tese foi realizada uma pesquisa de levantamento confirmatório (ou teste teórico ou explicativo), ou seja, quando o conhecimento de um fenômeno é articulado em uma forma teórica usando conceitos, modelos e proposições bem definidos; Nesse caso, a coleta de dados é realizada com o objetivo específico de testar a adequação dos conceitos desenvolvidos em relação ao fenômeno, das ligações hipotéticas entre os conceitos e do limite de validade dos modelos (FORZA, 2002).

Utilizou-se, primeiramente, a estatística descritiva para análise dos dados demográficos obtidos com a *survey* e para descrever a percepção dos investidores sobre a relevância dos indutores não financeiros na decisão de investimento. A estatística descritiva possibilita descrever as características básicas dos dados e obter uma melhor compreensão sobre os dados coletados por meio de sua organização e sumarização (RODRIGUES et al., 2017; MISHRA; PUNDIR; GANAPATHY, 2016).

Os dados foram analisados a partir de medidas de frequência (frequência absoluta e frequência relativa) e da medida de tendência central representada pela moda. As medidas de frequência possibilitam a contagem do número de vezes da ocorrência (frequência) que pode ser analisada de forma nominal ou relativa. A moda representa o valor de maior frequência (MISHRA; PUNDIR; GANAPATHY, 2016).

A escolha da medida de tendência central baseada na Moda está relacionada com a escala ponto *Likert* utilizada para a coleta de dados, ou seja, depende da forma de medição e, conseqüentemente, do tipo de dados obtidos (FISHER; MARSHALL, 2009). Assim, nesta

pesquisa de tese, considerou-se a moda a medida mais adequadas para este tipo de medição (FISHER; MARSHALL, 2009; MISHRA; PUNDIR; GANAPATHY, 2016).

Em seguida foi realizada a AFC para validação do modelo desenvolvido, método de modelagem estatística comumente utilizado em muitas disciplinas das Ciências Sociais (FLORA; CURRAN, 2004). De acordo com Hair et al. (2009), enquanto a Análise Fatorial Exploratória (AFE) tem seus fatores derivados de resultados estatísticos, a Análise Fatorial Confirmatória (AFC) permite testar quão bem as variáveis representam os constructos. Ou seja, ao invés de permitir que o método estatístico determine o número de fatores e cargas, como em AFE, a estatística de AFC permite inferir quão bem as especificações dos fatores combinam com a realidade ao confirmar ou rejeitar a teoria pré-concebida (HAIR et al., 2009).

Nesse sentido, a AFC permite identificar se o modelo teórico de indutores de valor não financeiro demandados por investidores para decisão de investimento identificados, em grande parte, na literatura internacional se adequa a realidade brasileira. Para tal, investiga-se a percepção de investidores brasileiros respondentes da pesquisa *Survey* sobre a relevância de indutores de valor não financeiro para a decisão de investimento através de uma escala *Likert*. A AFC uma técnica amplamente utilizada para examinar relações entre variáveis ordinais, como itens de escala *Likert* (FLORA; CURRAN, 2004)

De forma específica, a AFC permite que seja testado o quanto um modelo teórico específico representa a realidade. Ou seja, de acordo com Hair et al. (2009), uma teoria de medida é usada para especificar como conjuntos de itens medidos representam um conjunto de construtos, através da estimativa de carga fatorial existente entre as variáveis e os constructos, e da correlação entre os constructos.

A AFC foi desenvolvida no *Software* estatístico JASP, *software* gráfico gratuito, de código aberto, para procedimentos estatísticos básicos, como testes t, ANOVA, modelos de regressão linear, testes de correlação e análises de tabelas de contingência. Ele se diferencia das soluções de código aberto existentes ao fornecer várias inovações no design da interface do usuário, especificamente, os resultados são fornecidos imediatamente conforme o usuário faz alterações nas opções, tem uma saída de resultados atraente e minimalista. Além disso, o JASP fornece alguns dos desenvolvimentos mais recentes em testes de hipótese bayesiana e estimativa de parâmetros bayesianos (LOVE et al., 2019).

Para validar a Teoria de Medição com a AFC são necessários quatro estágios, os quais são comentados a seguir.

4.1.4.1 Definição dos constructos individuais e do instrumento de pesquisa

O primeiro estágio começa com a definição dos constructos individuais que irão compor o modelo de mensuração ou modelo medida. Assim, os constructos são identificados e recebem uma definição teórica (HAIR et al., 2009). Nesta pesquisa, a construção dos constructos partiu do Framework do Relato Integrado. Desta forma, foram selecionados os capitais intangíveis, não financeiros, elencados no *Framework <IR>*, quais sejam: Capital Intelectual, Capital Humano, Capital Social e de Relacionamento e Capital Natural, bem como suas definições.

Após a identificação dos construtos, ainda no primeiro estágio, deve-se listar os potenciais itens correspondentes aos constructos e determinar a escala que será usada para medi-los (HAIR et al., 2009). Nesse sentido, foi realizada uma Revisão Estruturada da Literatura para identificação de variáveis que compõe os Capitais em estudos anteriores e que são de interesse dos investidores no processo de tomada de decisão. A partir da revisão da literatura, foram identificadas as variáveis apresentadas na seção 4.1.3.1, o que dá respaldo a validade nomológica, a qual determina se a escala demonstra as relações mostradas como existentes, com base em teoria ou pesquisa prévia (HAIR et al., 2009).

Importante esclarecer, que as 18 variáveis apresentadas nos quadros da seção 4.1.3.1 foram atualizadas de acordo com o *feedback* dos participantes do grupo focal, passando a contar com 23 variáveis.

Posteriormente, seguindo a orientação de Hair et al. (2009), de forma a garantir a validade de expressão (compreensão sobre o conteúdo ou significado), procedeu-se ao julgamento do conteúdo dos itens por peritos para verificação de clareza e legibilidade, de quão bem a definição dos itens corresponde ao constructo, e para obter uma visão mais regionalizada do modelo com novos insights, o modelo teórico foi apresentado a um grupo de investidores profissionais participantes de um grupo focal e ajustado conforme sugestões.

Nenhuma variável foi excluída, ainda que tivesse pouco valor aos olhos dos participantes do grupo focal. O objetivo do grupo focal era captar alguma variável que não tivesse sido identificada na literatura e não a excluir antes da análise por um grupo maior de investidores. Assim, três novas variáveis foram identificadas e incluídas no modelo. Duas variáveis foram subdivididas em outras duas.

O modelo final foi utilizado para realização da *Survey* e é apresentado no Quadro 24.

Quadro 24 – Variáveis identificadas na literatura e no grupo focal para *survey*

1. DIMENSÃO CAPITAL INTELECTUAL (ICI)	
ICI1	Divulgação de informações relacionadas a projetos ou gastos com pesquisa e desenvolvimento.
ICI2	Divulgação de informações relacionadas a patentes e licenças desenvolvidas pela organização, direitos autorais e marcas comerciais.
ICI3	Divulgação de informações sobre inovação de produtos e/ou processos.
ICI4	Divulgação de informações sobre metas alcançadas e desempenho da estratégia organizacional.
ICI5	Divulgação de informações sobre investimentos realizados em Sistemas de Gestão.
ICI6	Divulgação de informação sobre renovação do parque tecnológico (investimentos em hardware).
ICI7	Divulgação de informação relacionada a estrutura organizacional e cultura corporativa.
2 DIMENSÃO CAPITAL HUMANO (ICH)	
ICH1	Divulgação de informação relacionada a forma de atuação dos empregados (presencial, semipresencial, remota) e sua capacidade de adaptação.
ICH2	Divulgação de informação sobre a competência técnica (formação, tempo de experiência) do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal.
ICH3	Divulgação de informações sobre prática de trabalho responsável e sobre programas de saúde e segurança no trabalho.
ICH4	Divulgação de informação sobre a política de treinamento e desenvolvimento de pessoal.
ICH5	Divulgação de informações sobre política de inclusão social (oportunidades iguais, política de não discriminação, igualdade de gênero, diversidade).
ICH6	Divulgação de informações relacionadas aos incentivos e remuneração recebida pelos funcionários, diretores e executivos.
3 DIMENSÃO CAPITAL SOCIAL E DE RELACIONAMENTO (ICSR)	
ICSR1	Divulgação de informações relacionadas a gastos com campanha publicitária e propaganda dos produtos.
ICSR2	Divulgação sobre informações relacionadas a campanha de engajamento para fidelização e satisfação dos clientes.
ICSR3	Divulgação de informações sobre o valor da marca e reputação da empresa.
3 DIMENSÃO CAPITAL SOCIAL E DE RELACIONAMENTO (ICSR)	
ICSR4	Divulgação de informações relacionadas ao diálogo com as partes interessadas.
ICSR5	Divulgação sobre informações relacionadas ao desenvolvimento da comunidade local e promoção do bem-estar social do entorno.
ICSR6	Divulgação de informações relacionadas à colaboração de negócios e pesquisa com outras empresas.
ICSR7	Divulgação sobre informações relacionadas aos fornecedores (tempo de relacionamento, dependência dos fornecedores, fornecedores chave).
4 DIMENSÃO CAPITAL NATURAL (ICN)	
ICN1	Divulgação sobre informações relacionadas a preservação do meio ambiente a partir da adoção de políticas ambientais e adequação a legislação ambiental.
ICN2	Divulgação de informações climáticas, bem como estratégias ambientais relacionadas a mudanças climáticas.
ICN3	Divulgação de informações sobre provisões ambientais.

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

A partir da identificação dos constructos e das variáveis, elaborou-se o instrumento de pesquisa para realização da *Survey*. O instrumento de pesquisa escolhido foi o questionário estruturado no intuito de avaliar a relevância percebida sobre a divulgação de informações intangíveis para tomada de decisão de investimento por um grupo *proxy* de investidores profissionais, assim como em NAYNAR; RAM; MAROUN (2018). O questionário é composto de dois grupos:

- Grupo 1 – as questões deste grupo contribuíram para definição do perfil dos respondentes.
- Grupo 2 – este grupo foi composto das variáveis identificadas na literatura ajustadas pelo grupo focal com objetivo de identificar os fatores intangíveis relevantes para decisão de investimentos de investidores profissionais do mercado de ações brasileiro.

O formulário desenvolvido e enviado via *LimeSurvey* pode ser consultado no Apêndice II. O *LimeSurvey* é um *software* livre, de uso *on line*, com recursos que permitem controlar o envio do formulário pelo pesquisador e permite ao respondente retirar seu *email* da base de dados, caso não queira mais receber nenhum tipo de contato do pesquisador ou convite para pesquisa. Além disso, seus recursos facilitam a exportação dos dados de forma organizada e em diferentes formatos.

A escala utilizada para medição, assim como em Hoffmann e Fiesler (2012), Naynar, Ram e Maroun (2018) e em Toledo et al. (2021), foi a escala *Likert* de cinco pontos para identificar a percepção dos respondentes em relação ao grau de relevância das variáveis identificadas na literatura, cuja graduação e seu significado é apresentada no Quadro 25. As variáveis deste grupo só podem assumir um dentre os vários valores entre o começo e o fim de uma escala (COLLIS; HUSSEY, 2005).

Quadro 25: Graduação da escala *Likert*

Escala	Significado
1	Nada relevante
2	Pouco relevante
3	Relevante
4	Muito relevante
5	Extremamente relevante

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

A opção “Relevante” é o ponto de neutralidade, cuja resposta já é esperada, pois a literatura fornece essa informação. A escolha de qualquer outro ponto mostra um desvio da resposta, seja positivo ou negativo, e representa um acréscimo de conhecimento à literatura.

Com objetivo de verificar a clareza e concisão do questionário, foi realizado um pré-teste de validade e qualidade com dez profissionais especialistas, cinco profissionais de mercado, e cinco acadêmicos com experiência em disciplinas de finanças e/ou mercado de capitais, que foram solicitados a fornecer feedback em termos de compreensão geral, linguagem clara e objetiva e trabalho adequado (TOLEDO et al, 2021), além da relevância e confiabilidade de cada item (HOFFMANN; FIESLER, 2012).

Dois especialistas de mercado, investidores profissionais, deram feedback em relação ao instrumento. Eles informaram que o instrumento estava claro, compreensível, coerente, fácil e rápido de responder. Os outros três profissionais não deram nenhum feedback sobre o instrumento de pesquisa.

Os acadêmicos, em grande parte, tiveram esta mesma percepção, com exceção de dois professores que acharam o texto introdutório do questionário longo e cansativo. Sendo assim, o texto de apresentação foi editado com pequenos ajustes no intuito de conservar informações relevantes aos respondentes, mas de forma mais concisa. Não houve necessidade de editar o texto dos itens a serem avaliados e nem de incluir ou excluir itens.

Para redução do viés de desejabilidade social, o questionário foi disponibilizado online, eliminando a interação humana, reduzindo a percepção dos participantes de que eles devem produzir uma resposta socialmente desejável; foi garantido o anonimato dos respondentes; o questionário é elaborado no formato de terceira pessoa para remover a percepção do julgamento social de uma única pessoa, assim como em NAYNAR; RAM; MAROUN (2018).

A confiabilidade do questionário é verificada pelo cálculo do coeficiente Alfa de Cronbah, o qual segundo Koufteros (1999), é uma das métricas mais amplamente utilizadas para avaliação de confiabilidade.

O Alfa de Cronbach mede a consistência interna de um teste ou escala ao descrever a extensão em que todos os itens medem o mesmo conceito ou constructo Tavakol e Dennick (2011). De um modo geral, considera-se que um instrumento ou teste tem consistência interna quando o α tem valor mínimo de 0,7 (MAROCO; GARCIA MARQUES, 2006; ROCHE et al., 2022). De acordo com Terwee et al (2007) alfa tem uma classificação positiva para

consistência interna quando a análise fatorial for aplicada e o alfa de Cronbach estiver entre 0,70 e 0,95.

4.1.4.2 Desenvolvimento do Modelo de Medida geral

O estágio dois diz respeito ao desenvolvimento do modelo de medida geral. O modelo de medida representa como variáveis medidas se unem para representar construtos através da realização da Análise Fatorial Confirmatória ao estabelecer a relação entre os construtos e suas variáveis (HAIR et al., 2009; TOLEDO et al, 2021).

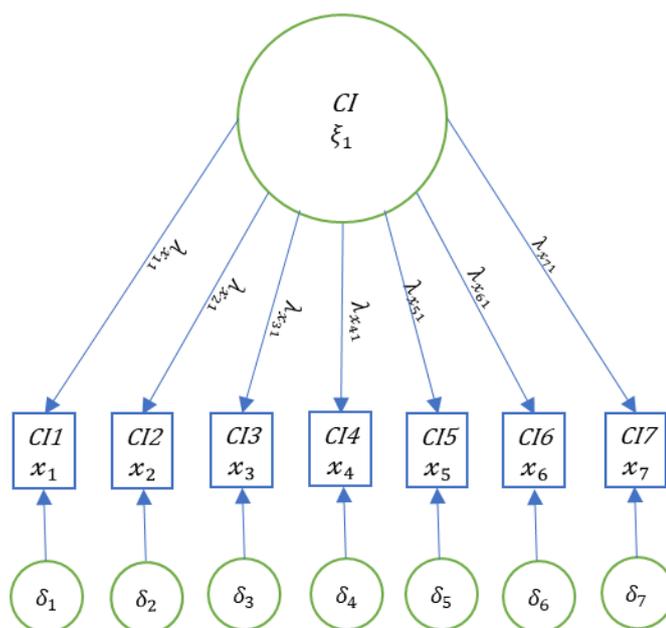
De acordo com Hair et al. (2009), Teorias de mensuração são, frequentemente, representadas usando-se diagramas visuais, os quais representam visualmente os modelos teóricos testados. Os caminhos do construto latente para os itens medidos são mostrados com as setas e representam uma relação ou carga que deve existir com base na teoria de mensuração. Usando AFC, apenas as cargas que teoricamente conectam um item medido ao seu correspondente fator latente são calculadas, assumidas como nulas todas as demais (Hair et al., 2009).

As variáveis medidas são representadas por letras romanas, os demais itens por letras gregas. Assim, ao trabalhar com AFC, as designações mais comuns são construtos latentes (ξ), variáveis medidas (x), relações entre os construtos latentes e as respectivas variáveis medidas (isto é, cargas fatoriais) (λ), e erro (δ) que é o grau em que fator latente não explica a variável medida (Hair et al., 2009).

O Modelo de Mensuração da Análise Fatorial Confirmatória é formado pelos constructos Capital Intelectual, Capital Humano, Capital Social e de Relacionamento e Capital Natural e suas respectivas variáveis, conforme apresentado a seguir.

O construto Capital Intelectual (ξ_1) é obtido a partir de sete variáveis e representado graficamente na Figura 14:

Figura 14: Representação gráfica do Modelo de Medida para o Constructo Capital Intelectual



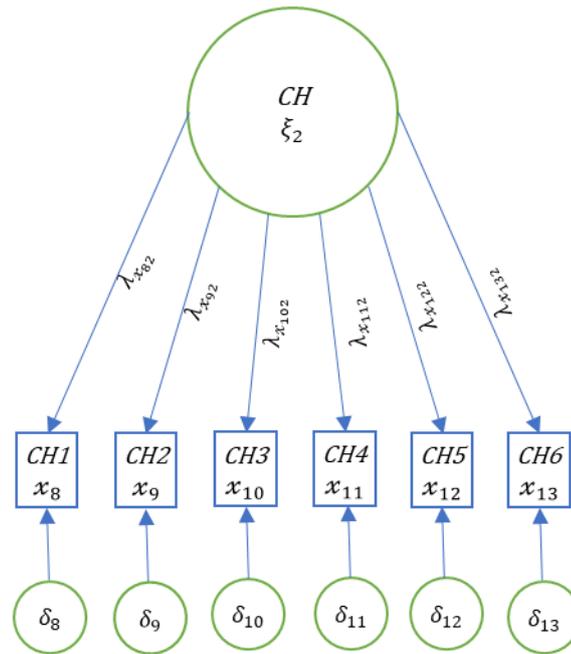
Fonte: Elaborado pela autora (2021)

1. Projetos ou gastos com pesquisa e desenvolvimento (CI1 – x_1)
2. Patentes e licenças desenvolvidas pela organização, direitos autorais e marcas comerciais (CI2 – x_2)
3. Inovação de produtos e/ou processos (CI3 – x_3)
4. Metas alcançadas e desempenho da estratégia organizacional (CI4 - x_4)
5. Investimentos realizados em Sistemas de Gestão (CI5 – x_5)
6. Renovação do parque tecnológico (investimentos em hardware) (CI6 – x_6)
7. Estrutura organizacional e cultura corporativa (CI7 – x_7)

O construto Capital Humano (CH – ξ_2) é obtido a partir das seis variáveis manifestas independentes e representado pela Figura 15:

1. Forma de atuação dos empregados (CH1 – x_8)
2. Competência técnica do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal (CH2 – x_9)
3. Prática de trabalho responsável e segurança do trabalho (CH3 – x_{10})
4. Política de treinamento e desenvolvimento de pessoal (CH4 - x_{11})
5. Política de inclusão social (CH5 – x_{12})
6. Incentivos e remuneração recebida pelos funcionários (CH6 – x_{13})

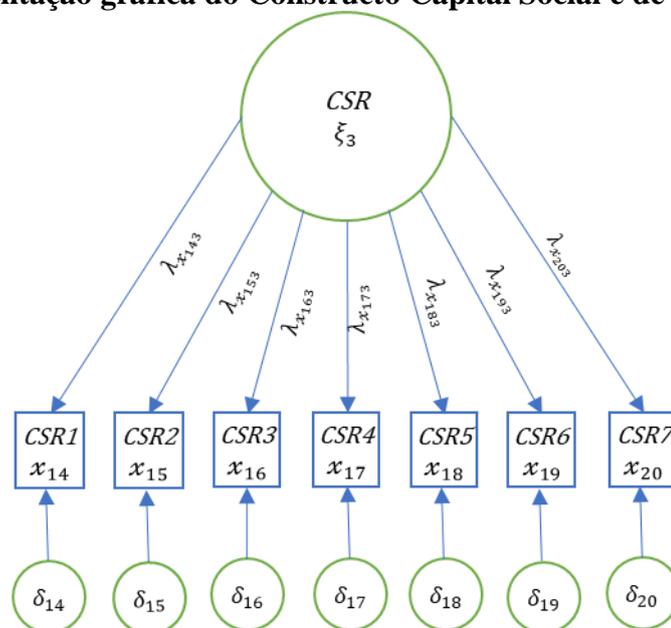
Figura 15: Representação gráfica do Modelo de Medida para o Constructo Capital Humano



Fonte: Elaborado pela autora (2021)

O construto Capital Social e de Relacionamento (CSR – ξ_3) é obtido a partir das sete variáveis e representado graficamente pela Figura 16.

Figura 16: Representação gráfica do Construto Capital Social e de Relacionamento



Fonte: elaborado pela autora (2021)

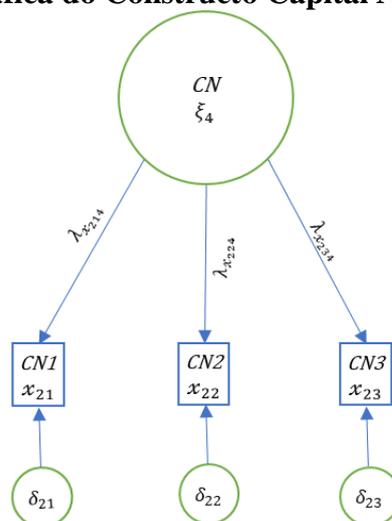
1. Gastos com campanha publicitária e propaganda dos produtos ($CSR1 - x_{14}$)
2. Campanha de engajamento para fidelização e satisfação dos clientes ($CSR2 - x_{15}$)

3. Valor da marca e reputação da empresa (CSR3 – x_{16})
4. Diálogo com as partes interessadas (CSR4 - x_{17})
5. Desenvolvimento da comunidade local e promoção do bem-estar social do entorno (CSR5 – x_{18})
6. Colaboração de negócios e pesquisa com outras empresas (CSR6 – x_{19})
7. Fornecedores (tempo de relacionamento, dependência dos fornecedores, fornecedores chave) (CSR7 – x_{20})

O construto Capital Natural (CN – ξ_4) é obtido a partir das três apresentadas a seguir e representado graficamente pela Figura 17.

1. Preservação do meio ambiente a partir da adoção de políticas ambientais e adequação a legislação ambiental (CN1 – x_{21})
2. Estratégias ambientais relacionadas a mudanças climáticas (CN2 – x_{22})
3. Provisões ambientais (CN3 – x_{23})

Figura 17: Representação gráfica do Constructo Capital Natural



Fonte: Elaborado pela autora (2021)

4.1.4.3 Planejamento do estudo

O Estágio três envolve o delineamento de um estudo que produzirá resultados Confirmatórios, ou seja, a Teoria de Mensuração será testada. Esta é uma metodologia na qual

uma amostra de elementos é retirada de uma população, a partir dos resultados gerados pela amostra, faz-se inferências sobre essa população (COLLIS; HUSSEY, 2005).

Em relação a amostra, o critério utilizado foi o mesmo para seleção da amostra do grupo focal, ou seja, de que o participante fosse investidor profissional. Importante salientar que a gestão da carteira de um fundo de investimento é realizada de forma profissional por pessoa física ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM (CVM, 2014). Assim, nesta pesquisa, gestores de fundo foram categorizados como administradores de carteira.

Alinhado a norma brasileira, estudos anteriores também consideram analistas de mercado e gestores de fundos como investidores profissionais (ABHAYAWANSA; ELIJIDO-TEN; DUMAY, 2019; HOFFMANN; FIESELER, 2012; REIMSBACH; HAHN; GÜRTÜRK, 2017; SLACK; TSALAVOUTAS, 2018).

A escolha por um público brasileiro foi feita pois, não foi identificada nenhuma pesquisa brasileira que buscasse a percepção de investidores brasileiros sobre a utilidade dos capitais intangíveis do RI, ou seja, não há informações sobre a visão deste público sobre os indutores não financeiro que s compõe. Além disso, o Brasil é um dos países com maior número de empresas participantes do programa piloto do IIRC. Essas empresas precisam conhecer a demanda de informações dos provedores de capital financeiro de forma a divulgar as informações relevantes para tomada de decisão de investimento. Logo, a população deste estudo é composta por investidores profissionais que atuam no mercado de capitais brasileiro.

Sendo assim, a versão final do instrumento de pesquisa foi enviada para investidores profissionais do mercado de ações brasileiro por meio de grupos de profissionais cadastrados no LinkedIn, lista de divulgação da APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais) e base de dados aberta da CVM, com objetivo de cobrir a comunidade global de investidores profissionais do Brasil durante o período de 29 de abril de 2021 até 26 de julho de 2021. Em um primeiro momento, de 29 de abril a 15 de junho foi realizado o primeiro envio do link do questionário, com reenvio no período de 16 de junho a 21 de julho de 2021.

A amostra da pesquisa pode ser classificada como uma amostra não probabilística intencional, ou seja, os elementos da amostra foram escolhidos por critérios definidos pelo pesquisador (LEMOS et al., 2014).

Para realização da Análise Fatorial Confirmatória, o ideal, segundo Hair et al. (2009), é realizar pelo menos cinco vezes mais observações do que o número de variáveis a

serem analisadas, sendo o mais aceitável a proporção de dez para um. Como foram identificadas 23 variáveis, o ideal é que a amostra esteja no intervalo de 115 a 230 respondentes.

Assim, dadas as dificuldades de pesquisar participantes da elite, como participantes do mercado de capitais (Hoffmann; Fiesler, 2012) e a limitação de tempo para finalização da pesquisa, o número de respostas foi considerado satisfatório ao atingir a marca de 193 respondentes, uma vez estar dentro do intervalo de respostas aceitável.

Importante ressaltar que não houve dados perdidos, visto que todas as questões eram de caráter obrigatório. Ou seja, a partir do momento que o respondente aceita participar da pesquisa, todas as questões devem ser marcadas. Caso ele desista de prosseguir com a pesquisa e responda apenas parte do questionário, sua participação não é computada. Além disso, não houve nenhum evento sistemático externo ao respondente que pudesse gerar dados perdidos.

4.1.4.4 Avaliação da validade do Modelo de Medida

A Validade de modelo de mensuração depende da qualidade de ajuste para o mesmo e de evidência específica de Validade de Construto (HAIR et al., 2009).

A validade do constructo é o grau em que um conjunto de itens medidos refletem de fato o construto latente teórico que aqueles itens devem medir, ou seja, lida com a precisão de mensuração, oferecendo evidência e segurança de que medidas tiradas de uma amostra representam o verdadeiro escore que existe na população (HAIR et al, 2009).

De acordo com HAIR et al. (2009), para garantir a validade de constructo, observa-se quatro componentes importantes: Validade Convergente, Validade Discriminante, Validade Nomológica e Validade de Expressão.

A Validade Convergente está relacionada a elevada proporção de variância em comum compartilhada pelos itens que formam um constructo específico, entende-se que estes itens devem convergir entre si para indicar o quão bem um constructo é representado por sua estrutura (HAIR et al., 2009; SENSOY et al, 2021). De acordo com Hair et al. (2009), as formas de estimar a validade convergente mais amplamente utilizadas são as Cargas Fatorais, Variância Extraída e Confiabilidade de Constructo.

Entretanto, os valores da Variância Extraída são muito rígidos e podem limitar a interpretação dos resultados de um estudo empírico, uma vez que estes indicadores sofrem

alterações em função do número de itens e da homogeneidade das cargas fatoriais (ŞENSOY; SIYEZ; KALEN al, 2021; VALENTINI; DAMÁSIO, 2016). Da mesma forma, a Validade Discriminante também é limitada por tais questões, visto que é dependente da Variância média extraída entre os constructos. Assim, para verificar a Validade de Constructo, analisa-se a Validade Convergente a partir das Cargas Fatoriais e da Confiabilidade de Constructo, e a Validade Nomológica.

- Cargas fatoriais (CF): cargas altas sobre um fator indicam que elas convergem para um ponto em comum, representando elevada validade convergente. Uma boa regra prática é que estimativas de cargas padronizadas devem ser de 0,5 ou mais, e idealmente de 0,7 para cima. Quando estão abaixo de 0,7, ainda podem ser consideradas significantes, mas indica que há mais variância de erro do que variância explicada. Isto porque, o quadrado de uma carga fatorial padronizada representa o tanto de variação em um item que é explicado por um fator latente. Desta forma, uma carga de 0,71 ao quadrado é igual a 0,5, ou seja, o fator está explicando metade da variação no item, com a outra metade correspondendo à variância de erro (HAIR et al., 2009).
- Confiabilidade de constructo (CR): No geral, usa-se o coeficiente alfa, mas este pode subestimar a confiabilidade, assim em modelos SEM costuma-se computar a confiabilidade a partir do quadrado da soma de cargas fatoriais para cada construto e a partir da soma dos termos de variância de erro para um construto. Um resultado acima de 0,7 ou mais sugere um bom valor. Enquanto entre 0,6 e 0,7 podem ser aceitáveis desde que outros indicadores de validade de constructos sejam bons (HAIR et al., 2009).
- A validade Nomológica determina se a escala demonstra as relações mostradas como existentes, com base em teoria ou pesquisa prévia, enquanto a validade de conteúdo é a avaliação da correspondência das variáveis a serem incluídas em uma escala múltipla e sua definição conceitual (HAIR et al., 2009).
- A Validade de Expressão compreende a compreensão do conteúdo e o significado dos itens (HAIR et al, 2009).

A avaliação do ajuste do modelo requer que o pesquisador avalie a adequação do modelo em relação aos dados empíricos da amostra (FAN; WANG, 1998). Nesse sentido, é importante definir o método de estimação e os índices de ajustes adotados.

O método mais comum de estimativa dentro do AFC é a Probabilidade Máxima (ML), uma técnica que assume que as variáveis observadas são contínuas e normalmente distribuídas, o que não é apropriado para variáveis ordinais observadas (FLORA; CURRAN, 2004; LI, 2016). O uso deste método com dados ordinais pode resultar em estimativas de parâmetros enviesadas, erros padrão imprecisos e uma estatística qui-quadrado enganosa (XIA; YANG, 2019).

No caso de não normalidade dos dados, correções robustas têm sido aplicadas de forma recorrentes no intuito de contabilizar a ineficiência assintótica que surge (LI, 2016; DISTEFANO et al., 2019). A adoção da Probabilidade Máxima Robusta (MLR), geralmente, leva a uma subestimação das cargas fatoriais (FLORA; CURRAN, 2004; LI, 2016), mas não resolve a questão da natureza dos dados.

Assim, o método de Mínimos Quadrados Ponderados Diagonalmente (WLSMV), também conhecido como Mínimo Quadrado Robusto (DWLSR), são projetados especificamente para dados ordinais, nos quais nem a suposição de normalidade nem a propriedade de continuidade são consideradas plausíveis (LI, 2016).

Nesse sentido, é interessante que os pesquisadores aplicados considerem a estimativa DWLSR para AFC com escalas ordinais, uma vez que a estimativa DWLSR quase sempre produz uma solução adequada com estatísticas de teste, independentemente do tamanho da amostra, do número de categorias e do grau de violação da normalidade latente (FLORA; CURRAN, 2004; LI, 2016), especialmente, se menos de cinco categorias ordenadas estiverem presentes (DISTEFANO et al., 2019).

De acordo com Distefano e Morgan (2014), ao analisar dados ordinais, os métodos DWLS mostraram ter vantagens adicionais ao fornecer valores duas vezes mais precisos, incluindo menor viés observado em erros padrão de estimativas de parâmetros e melhor desempenho dos índices de ajuste.

Assim, nesta pesquisa de tese, cujo dados coletados são classificados como ordinais, o método de estimação mais adequado a ser aplicado é o Método de Mínimos Quadrados Robusto (DWLSR).

Definido o Método de estimação mais adequado, prossegue-se para os Índices de Ajustes. Estes estão relacionados a **Qualidade de ajuste (GOF)**, o qual indica o quão bem o modelo especificado reproduz a matriz de covariância entre os itens indicadores (ou seja, a similaridade entre as matrizes de covariância estimada e observada), suas medidas são

classificadas em três grupos gerais: medidas absolutas, medidas incrementais e medidas de ajuste de parcimônia (HAIR et al., 2009).

De acordo com HAIR et al. (2009), **Índices de ajuste absoluto** são uma medida direta de quão bem a teoria de um pesquisador se ajusta aos dados da amostra, dos quais o índice de ajuste absoluto mais fundamental é a estatística do χ^2 . Como busca-se a semelhança entre matrizes, espera-se um valor baixo de χ^2 . Apesar de o χ^2 resumir bem o ajuste do modelo, ele pode ser influenciado pelo tamanho da amostra (HAIR et al., 2009; KENNY et al., 2015; KYRIAZOS, 2018).

Portanto, a razão do qui-quadrado para os graus de liberdade (χ^2 / df) foi introduzida em seu lugar. No entanto, a esta medida é tão sensível ao tamanho da amostra quanto o qui-quadrado, mas, ainda assim, pesquisas atuais a utilizam e seria uma omissão não relatá-la (KYRIAZOS, 2018).

Considerando as limitações existentes, principalmente em relação ao tamanho da amostra e quantidade de variáveis, recomenda-se a adoção de medidas alternativas para redução de possível viés (HAIR et al., 2009; KENNY et al., 2015; KYRIAZOS, 2018).

Em vista disso, uma variedade de índices alternativos para avaliar o ajuste do modelo foram desenvolvidos (FAN; WANG, 1998; KENNY et al., 2015). Entretanto, ao contrário do teste χ^2 , que muitas vezes pode ser usado com propósito inferencial de rejeitar ou reter um modelo, esses índices de ajuste alternativos são de natureza descritiva, ou seja, são usados para descrever o ajuste, em vez de testar o ajuste estatisticamente (FAN; WANG, 1998).

Assim, no intuito de produzir uma estatística menos sensível ao tamanho amostral, foi desenvolvido o **Índice de qualidade de ajuste (GFI)** (HAIR et al., 2009). No entanto, Hair et al., (2009) alertam que, ainda que N não seja incluído na fórmula, esta estatística continua indiretamente sensível ao tamanho da amostra por conta do efeito de N sobre distribuições amostrais.

Por conseguinte, outra medida que tenta corrigir a tendência da estatística GOF de χ^2 a rejeitar modelos com amostras grandes ou grande número de variáveis observadas é a **Raiz do erro quadrático médio de aproximação (RMSEA)** (HAIR et al., 2009). O RMSEA é um índice de ajuste absoluto, que avalia o quão longe um modelo hipotético está de um modelo perfeito (XIA; YANG, 2019). Este índice representa melhor o quão bem um modelo se ajusta a uma população e não apenas a uma amostra usada para estimação (HAIR et al., 2009). Recomenda-se seu uso com dados ordinais (DISTEFANO et al., 2019). Valores RMSEA menores indicam melhor ajuste.

Além dos Índices de ajuste absoluto, tem-se os **Índices de ajuste incremental**, os quais diferem dos absolutos no sentido de que eles avaliam o quão bem um modelo especificado se ajusta relativamente a algum modelo alternativo de referência (HAIR et al., 2009). O modelo de referência mais comum é chamado de modelo nulo, um que assume que todas as variáveis observadas são não-correlacionadas (FANG; WANG, 1998; HAIR et al., 2009).

Nesse caso, o **Índice de ajuste comparativo (CFI)** é um índice de ajuste incremental melhorado a partir do **Índice de ajuste normado (NFI)** e um dos índices mais usados dada suas muitas propriedades desejáveis, incluindo sua insensibilidade relativa, mas não completa, em relação à complexidade do modelo (HAIR et al., 2009). O CFI compara o ajuste de um modelo hipotético com aquele de um modelo de linha de base, ou seja, um modelo com o pior ajuste (XIA; YANG, 2019).

Índices de ajuste de parcimônia são especificamente planejados para fornecer informação sobre qual modelo, em um conjunto de modelos concorrentes, é melhor, considerando seu ajuste relativo à sua complexidade. Assim, estes índices não são úteis na avaliação do ajuste de um só modelo, mas são muito úteis na comparação do ajuste de dois modelos, sendo um mais complexo que o outro (HAIR et al., 2009). Assim, os Índices de ajuste de parcimônia não serão utilizados nesta pesquisa.

Não há um índice de ajuste ideal (FAN; WANG, 1998), mas de forma a estabelecer um ajuste aceitável para o modelo, é recomendada a utilização de múltiplos índices de diferentes tipos, sendo suficiente o uso de três ou quatro índices de ajustamento para fornecer evidência de ajuste apropriado do modelo (HAIR et al., 2009; TOLEDO, 2020).

Como os índices são redundantes entre si, optou-se pela escolha de um índice absoluto (RMSEA) e de um índice incremental (CFI) além do valor de qui-quadrado e dos graus de liberdade para cálculo do *df*, conforme orientado por Hair et al (2009) e (XIA; YANG, 2019).

O Quadro 26 apresenta de forma sumarizada os índices utilizados nesta pesquisa bem como os valores de ajustamento necessários para atingir um bom ajuste, conforme recomendado pelos autores de referência.

Quadro 26: Índices de ajuste

Índice de ajustamento	Medidas de ajustamento	Fundamento teórico
χ^2/df	< 3	Hu and Bentler, 1999; Wei et al., 2010
CFI	> 0.9	Hu and Bentler, 1999; Wei et al., 2010
RMSEA	< 0.06 (ideal) 0.06 < p < 0.08 (aceitável)	Hu and Bentler, 1999; Wei et al., 2010; Distefano et al., 2019

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Com os Índices de ajuste dentro de padrões esperados para validação do modelo, procede-se a interpretação dos fatores. Para tanto, é importante observar as cargas fatoriais para decidir quais são importantes considerar e quais devem ser retiradas do modelo, no caso de uma reespecificação do modelo.

De acordo com Hair et al. (2009, p. 119):

Como uma carga fatorial é a correlação da variável e do fator, a carga ao quadrado é a quantia de variância total da variável explicada pelo fator. Assim, uma carga de 0,30 reflete aproximadamente 10% de explicação, e uma carga de 0,50 denota que 25% da variância é explicada pelo fator. A carga deve exceder 0,70 para que o fator explique 50% da variância de uma variável. Logo, quanto maior o valor absoluto da carga fatorial, mais importante a carga na interpretação da matriz fatorial.

Sendo assim, estes autores sugerem que cargas ideais são alcançadas para valores maiores ou iguais a 0,70, mas são aceitáveis quando maiores ou iguais a 0,5 e menores do que 0,7.

Os resultados obtidos com a análise fatorial permitiram a identificação de um conjunto significativo de indutores de valor não financeiro que afetam a decisão de investimento e são representativos dos capitais intangíveis do Relato Integrado. Assim, a divulgação destes indutores é relevante por contribuir no alcance do objetivo principal do RI, qual seja, fornecer informações sobre o processo de criação de valor das organizações ao provedor de capital financeiro de forma permitir uma alocação de capital eficiente.

Nesse sentido, os Relatos Integrados passariam a fornecer efetivamente a informação desejada pelos investidores, em um sentido mais amplo, diminuindo a desconexão existente entre as informações divulgadas pelas empresas e as informações desejadas pelos investidores.

4.1.4.5 Limitação do método

A pesquisa *survey* foi realizada com uma amostra intencional, o que gera um fator limitante para o método empregado e não possibilidade de generalização dos resultados.

Ao proceder a uma AFC o pesquisador deve ser cauteloso ao avaliar a qualidade do ajuste de forma que não produza um modelo mal especificado (DISTEFANO et al., 2019). O poder resultante do modelo e do tamanho da amostra varia em função da escolha do índice de ajuste, do número de variáveis / graus de liberdade, da relação entre as variáveis e do valor do índice de ajuste (CHEN; SOUSA; WEST, 2005).

5. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo serão apresentados e discutidos os resultados do grupo focal por meio da análise de conteúdo e os resultados da *Survey* por meio da análise estatística descritiva e da Análise Fatorial Confirmatória.

5.1 GRUPO FOCAL

Os indutores de valor não financeiro (seção 4.1.2.1) e de interesse dos profissionais de investimento (seção 4.1.2.2) foram sintetizados e agrupados de acordo com as categorias de intangíveis sugeridas pelo *Framework* <RI> (capital intelectual, capital humano, capital social e de relacionamento e capital natural), formando um conjunto de 18 indutores não financeiro de valor. Estes foram levados a consideração de profissionais brasileiros da área de investimento.

Esta síntese considerou colocações sinônimas ou cujo sentido ou finalidade eram semelhantes, como por exemplo: “Sistema de gestão ambiental, de processos e de produtos”, “sistemas apropriados de contabilidade financeira e gerencial” foram alocados como “Investimento em *software* de sistema de gestão”.

Os indutores de valor não financeiro identificados e apresentados na seção de metodologia 4.1.3.1 foram discutidos com profissionais brasileiros da área de investimento no intuito de avaliá-los e de buscar novos *insights*. Além disso, buscou-se compreender a percepção destes profissionais em relação a utilidade do RI no processo de tomada de decisão, e sobre as novas demandas no processo de decisão de investimento no mundo pós pandemia.

Categoria Capital Intelectual

Os gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) desempenham um papel cada vez mais importante nos negócios e podem capturar informações adicionais sobre o capital inovador das empresas. Assim, é um componente importante do capital estrutural, com efeito positivo no valor de mercado e na lucratividade da empresa (CHEN; CHENG; HWANG, 2005).

Nesse sentido, três dos participantes reconhecem que este é um fator importante e que se busca identificar quanto deste gasto passado gerou de resultado hoje, tanto financeiramente quanto materialmente (participante 3). Nesse sentido, Chen, Cheng e Hwang (2005) apontam que os investidores valorizam mais as empresas com melhor eficiência de capital intelectual, sendo o P&D um de seus componentes e o responsável por um maior poder explicativo do modelo. Entretanto, o participante 2 destacou que tal consideração depende do setor de atuação da empresa: “Se a empresa depende do lançamento de novos produtos, por exemplo, uma indústria farmacêutica, isto é considerado”.

O aumento de Patentes e licenças desenvolvidas pela organização implica na geração de novos produtos e serviços, conseqüentemente, no aumento de receitas e de valor de mercado (CALLEN; GAVIOUS; SEGAL, 2010). Entretanto, os participantes do grupo focal

não se mostraram interessados neste tipo de informação. Talvez porque na bolsa brasileira poucas empresas tenham licenças e patentes, como salientou o participante 2.

Em relação a informações sobre o Programa de Inovação tecnológica promovidos pela organização para alavancar resultados, os participantes se mostraram bem interessados. De acordo com o participante 2, “no contexto atual, de constantes mudanças, é um fator importante que pode mostrar o quanto a empresa se preocupa com isso ou com o futuro”. O participante 3 corroborou esta afirmação ressaltando que olhar o quanto a empresa investe em tecnologia é importante para verificar se a empresa está buscando resultado a curto prazo. Essas afirmações estão de acordo com os achados de Shakina; Molodchik (2014), os quais apontam que investimentos em recursos de inovação aumentam as expectativas dos acionistas.

Os participantes concordaram que a Implementação de estratégia organizacional é uma questão bastante relevante, principalmente para verificar se os resultados estão coerentes com o discurso da gestão. Esta é uma forma de medir a execução da gestão e seu comprometimento com o discurso (participante 3) e de verificar se a empresa tem um direcionamento sólido (participante 4). Tais considerações corroboram Rossi (2019) que aponta a eficiência organizacional como um aspecto relevante na avaliação das empresas.

Além disso, alinhado com Shakina, Molodchik e Barajas (2017), o participante 2 ressaltou a importância do alinhamento de todos os funcionários com a estratégia da empresa. Acrescentou ainda a relevância e necessidade de uma estrutura organizacional bem definida, o que foi corroborado pelos demais. Empresas com controles bem definidos tem facilidade na implementação das estratégias e com a perenidade da empresa (participante 2).

Informações sobre Investimento em *software* de sistemas de gestão (ERP) e *hardware* é um requisito relativamente contraditório para os participantes. À vista disso, foi importante considerar *software* e *hardware* em indutores separados.

Enquanto o participante 3 acredita que investimento em *software* já foi um fator importante a 5, 10 anos atrás quando as empresas ainda não tinham um sistema de gestão implementado, o participante 2 enfatizou que é preciso ficar atento a esta situação. Visto que é um processo de mudança que geralmente dá problemas na migração, podendo impactar de forma negativa a receita. No entanto, este reconhece que depender apenas do ferramental humano também pode trazer problemas que impactem o resultado negativamente, como lançamentos errados, comprometendo a estratégia e a perenidade dos negócios.

Assim, apesar dos problemas que podem ocorrer no processo de implementação, a empresa que investe em *software* de sistema de gestão (ex.: ERP) melhora seus processos, organiza as informações e se torna mais eficiente (SHAKINA; MOLODCHIK; BARAJAS, 2017).

Para informações sobre Investimento em *hardware* não houve uma discussão interessada sobre o assunto. Apenas sinal de que deve ser analisado, mas não de forma isolada (participante 2). Apesar disso, a literatura aponta que este é um fator que impacta de forma positiva e significativa o desempenho da empresa, sendo apreciado pelos investidores tunisianos (CHEIKH; NOUBBIGH, 2019).

Capital Humano

A Competência técnica do conselho de administração e fiscal da organização não pareceu impactar os participantes, dado que, de acordo com o participante 2, “não adianta ter um conselho estelar que não esteja engajado na empresa”, não sendo suficiente para o encaminhamento estratégico da empresa. Tal comentário foi corroborado pelo participante 4: “Os medalhões agregam pouco na prática pois a dedicação é pouca. Empresas guiadas pelos donos tem alguém brigando pelo direcionamento”.

Em parte, tal resultado contradiz a literatura, a qual destaca características importantes a serem observadas nos integrantes do conselho, como nível de pós-graduação e experiência profissional (PRZYCHODZEN et al., 2016; SHAKINA; MOLODCHIK; BARAJAS, 2017). Entretanto, de certa forma, está alinhado com Sultana, Zulkifli e Zainal (2018), os quais apontam que os investidores priorizam a criação de um conselho eficaz, ou seja, envolvidos com a estratégia da empresa, e que tenham independência e deveres e responsabilidades bem definidos.

Em relação a um Ambiente de trabalho seguro para o desempenho das atividades profissionais, não houve muito consenso sobre esta questão. O participante 2 afirmou ser esta uma informação pela qual “passa batido” a não ser no caso de “algo gritante”. Enquanto o participante 3 reconheceu ser uma questão relevante no caso de empresas cuja uma parada operacional possa impactar o resultado de forma negativa. Mas enfatizou que é um ponto com pouca transparência. Talvez por isso, não desperte interesse nos participantes do grupo focal. Apesar de ser interessante para investidores de Bangladesh, por exemplo, por ser um fator que ajuda a empresa a tornar-se socialmente virtuosa (SULTANA; ZULKIFLI; ZAINAL, 2018).

Informações sobre a Política de desenvolvimento profissional e inclusão é um fator bastante relevante para os participantes, mas precisam ser analisados separadamente. O participante 2 salientou que é uma questão que gera lealdade nos funcionários, o que traz mais conforto e segurança aos investidores. Além disso, a empresa ganha na manutenção do histórico e de processos, além de viabilizar sua continuidade, ressaltou o participante 4.

Tais comentários corroboram os achados de Sultana, Zulkifli e Zainal (2018), os quais apontam o interesse dos investidores pelo desenvolvimento de habilidades, competências, treinamento e educação. Da mesma forma que os participantes do grupo focal, os autores argumentam que tais fatores aumentam a produtividade e lealdade dos funcionários. No mesmo sentido, para os participantes, a Política de inclusão social desenvolve o senso de lealdade nos funcionários, o que leva a perenidade, assim como destacado por Sultana, Zulkifli e Zainal (2018).

Uma política de Incentivo e remuneração é considerada como importante, principalmente, para verificar o alinhamento das pessoas com a estratégia. Além disso, conhecer o quanto os executivos ganham ou perdem com os resultados e em que momento no tempo permite depreender se eles estão alinhados com resultados de curto prazo ou se estão comprometidos com um negócio sustentável no médio e longo prazo (participante 2). Tal fator foi visto como relevante por gestores de fundos de cinco países diferentes na pesquisa de Przychodzen et al. (2016), entretanto, como fator de mitigação de risco e não, necessariamente, de criação de valor.

Capital social e de relacionamento

Programa de gestão de Publicidade de produtos e serviços da empresa não costuma ser considerado pelos participantes. Apesar disso, eles ressaltaram que depende do tipo de empresa. De qualquer forma, Chen, Cheng e Hwang (2005) destacam o importante papel deste fator nos negócios e frisam que os gastos com publicidade geralmente visam promover o valor da marca, de produtos e empresas.

O Programas de engajamento visando a lealdade e satisfação dos clientes foi reconhecido como um requisito muito importante. O participante 3 destacou que a empresa deve buscar entender os fatores que ajudam a manter o cliente ou o nível de serviço, ou seja, o que direciona sua fidelização. Para o respondente dois, “a recorrência é um dos pontos mais importantes em um modelo de negócios, você não ter que adquirir o cliente toda vez gera muito valor para empresa”.

O participante 3 salientou que uma métrica utilizada é o “*turn over*”, onde verifica-se quantos clientes da base antiga vão embora. Nesse sentido, Efimova (2018) acrescenta que para prever receitas, os investidores normalmente veem a rapidez com que o setor está crescendo e se a empresa específica ganhará ou perderá participação de mercado.

Da mesma forma, o Reconhecimento e valor da marca e a reputação foram considerados bastante relevantes e muito utilizados como um ponderador qualitativo (participante 2), assim como em Rossi (2019). Os demais não discordaram da afirmação apesar de não terem se manifestado a favor. Este fator impacta no anterior (lealdade e satisfação dos clientes), na medida em que os investidores podem analisar se a empresa perderá ou não clientes a partir da análise do reconhecimento de sua marca e reputação (EFIMOVA, 2018).

O Diálogo com as partes interessadas foi reconhecido como importante, “até porque, os investidores também são partes interessadas e se não houver um canal de comunicação aberto, dificilmente haverá investimento” (participante 2). Além disso, o diálogo e a relação da empresa com seus stakeholders pode ser um fator importante, principalmente em períodos de crise. De forma geral, melhorar o relacionamento com as partes interessadas, melhora a reputação e, conseqüentemente, a base de clientes e receita da empresa (VIDAL; BERMAN; VAN BUREN, 2015; EFIMOVA, 2018).

O Desenvolvimento da infraestrutura local promovendo a questão social do entorno não foi considerado como relevante para decisão de investimento. Apesar disso, Lemos et al. (2014) encontraram evidências do interesse dos investidores nordestinos em empresas que investem em ações sociais e tem uma boa relação com a comunidade local. Vidal, Berman e Van Buren (2015) identificaram esta como uma das sete áreas principais de criação de valor divulgadas pelas maiores empresas brasileiras (em valor de receita). Os autores justificaram este achado dado o impacto que tal informação pode ter na reputação da empresa e, conseqüentemente, em sua base de clientes e geração de receitas. Na literatura internacional também há ausência de relação entre este fator e os fatores de criação de valor e de interesse dos investidores.

Embora a Colaboração em negócios e pesquisa seja um fator que aumenta as expectativas dos acionistas (SHAKINA; MOLODCHIK; BARAJAS, 2017), para os participantes do grupo focal, é um fator considerado, mas dependendo da empresa a ser analisada.

Capital Natural

Um experimento realizado por Holm e Rikhardsson (2008) na Dinamarca identifica que, em comparação com outras informações da empresa, as informações ambientais não são consideradas muito importantes pelos participantes, embora os resultados sugiram que elas influenciem as decisões de investimento. Tal resultado é convergente com a opinião dos participantes do grupo focal, os quais consideraram os fatores ambientais secundários na avaliação de investimento. Presume-se que seja tanto por uma questão cultural, quanto por serem informações que podem ser usadas pelas empresas como propaganda, sem impactos reais.

Entretanto, são inconsistentes com estudos experimentais nacionais (Borba et al., 2012), o qual aponta a informação contábil ambiental como relevante por analistas de investimento, investidores e professores; e internacionais (HOLM; RIKHARDSSON, 2008), o qual indica que a divulgação de informações ambientais afeta as decisões de alocação de investimentos. Além disso, também está inconsistente com resultados encontrados em contextos específicos como em Bangladesh (SULTANA; ZULKIFLI; ZAINAL., 2018), França (BABOUKARDOS, 2018), no Leste Asiático (BARBIER; BURGESS, 2017) e em uma capital nordestina no Brasil (LEMOS et al, 2014).

Przychodzen et al. (2016) ressaltam que predisposição geral para incorporar fatores ambientais no processo de tomada de decisão de investimento entre gestores de ativos é fortemente motivada pela vontade de mitigar o risco (especialmente em um horizonte de curto prazo) e pela tendência de rebanho, e não está explicitamente conectada com o potencial de criação de valor adicional.

Os participantes do grupo focal justificam suas opiniões argumentando que é difícil separar o que é apenas discurso da empresa do que tem sido feito de forma efetiva com benefícios reais; e que não há dados suficientes para o monitoramento da questão (participante 3). Além disso, destacam que, diferentemente de investidores estrangeiros, os quais tem uma preocupação real e verdadeira, no Brasil não há essa preocupação (participante 1).

Para além, o participante 1 enfatizou que a diferença de comportamento acontece inclusive nas empresas. E a partir de sua experiência pessoal citou: “Uma grande empresa global que atua no Brasil tem um discurso que não é alinhado com as práticas que desenvolve no Brasil”. Ou seja, as empresas seguem rígidos padrões éticos, morais e legais em relação a aspectos trabalhistas e ambientais em seu país de origem, mas atua de forma negligente no Brasil, seguindo brechas legais e a cultura local.

Apesar disso, assim como Efimova (2018) que destaca o crescente interesse dos investidores em dados ambientais, o participante 2 esclarece e os demais concordam, que questões ambientais estão se tornando cada vez mais importantes. Tanto para os investidores, que no passado não davam importância alguma e hoje já começam a fazer algumas considerações, principalmente para investimentos de longo prazo, quanto para as empresas, as quais acabam ficando para trás na precificação de seu valor de mercado caso não adotem uma postura mais sensível a tais questões.

Percepção dos profissionais da área de investimento sobre a utilidade do Relato Integrado.

Dos quatro participantes apenas um ainda não conhecia o Relato Integrado. De acordo com este participante, no norte e nordeste do Brasil os investidores não costumam fazer uma análise direta das empresas investidas, sendo utilizados os relatórios das empresas gestoras e de profissionais gestores (participante 1). Os demais participantes são residentes da região sudeste do país e apesar de conhecerem o Relato Integrado não acreditam que este traz considerações novas que possam afetar seu processo de tomada de decisão.

Os participantes 3 e 4 afirmaram que ele acrescenta muito pouca informação do que já já disponíveis nos *releases* trimestrais e nos formulários de referência. Destacam ainda que a informação fornecida pelo RI não é tempestiva e quando divulgada, pode não ser tão relevante quanto seria a um ano atrás. O participante 4 acrescentou que é um desafio para as empresas inserir informações nos relatórios que sejam realmente úteis na tomada de decisão de investimento e que acaba sendo um custo a mais para empresas a produção de mais um relatório.

Informações que passaram a ser relevantes para tomada de decisão de investimento com o surgimento da pandemia do Novo Coronavírus

Em relação ao que mudou no processo de investimento decorrente da pandemia, o participante 2 destaca que muita coisa mudou, como por exemplo, uso de métrica de varejo *on line*, capacidade de adaptação para *home office* como potencial redutor de custos e quantidade de canais não físicos. A pandemia acelerou a evolução do mercado *on line* e aqueles que tem potencial de adaptação se destacam. O participante 3 além de concordar com estes fatores colocados, acrescentou que a forma como a empresa está estruturada e sua relação com os *stakeholders* também são fatores importantes, podendo ajudar ou atrapalhar em um momento de crise como a vivida com a pandemia.

Assim, observa-se que fatores relacionados ao capital intelectual (estrutural) e ao capital social e de relacionamento são destacados pelos participantes do grupo focal. Apesar de não haver uma preocupação direta com fatores relacionados ao bem-estar dos trabalhadores, manutenção dos talentos e fatores ambientais. Fatores estes tão discutidos e com relevância crescente no mundo dos investimentos global por meio do ESG, principalmente com o advento da pandemia do novo Coronavírus.

À luz dos resultados gerados pela discussão do grupo focal, as variáveis investigadas foram reorganizadas e atualizadas com os acréscimos de indutores relevantes sugeridos pelos participantes para realização da *Survey*. Assim, a variável investimento em *software* e em *hardware* foi dividida em duas, bem como a variável política de desenvolvimento e inclusão. Três variáveis foram incluídas pelo grupo focal como relevantes para decisão de investimento: estrutura organizacional bem definida, forma de atuação dos empregados e capacidade de atuação remota e, por último, relacionamento com os fornecedores.

5.2 ANÁLISE FATORIAL CONFIRMATÓRIA E ANÁLISE DESCRITIVA DA *SURVEY*

A validade do modelo de medida depende da qualidade do ajuste e de evidências específicas da validade do construto (TOLEDO, 2020), as quais serão apresentadas nas seções subsequentes.

5.2.1 Resultados da Validade do Constructo

Para assegurar a Validade do Constructo foram analisados a Validade Nomológica, a Validade de Expressão e a Validade Convergente.

O Quadro 27 apresenta as variáveis identificadas na literatura, ou seja, os indutores não financeiros de valor de interesse dos investidores para decisão de investimento, categorizadas em seus respectivos constructos, assegurando a Validade Nomológica.

Quadro 27: Variáveis identificadas por Constructo

CONSTRUCTO	VARIÁVEL MANIFESTA	FUNDAMENTO	
Capital Intelectual (ICINTEC)	IC11	Divulgação de informações relacionadas a projetos ou gastos com pesquisa e desenvolvimento.	
	IC12	Divulgação de informações relacionadas a patentes e licenças desenvolvidas pela organização, direitos autorais e marcas comerciais.	Chen; Cheng; Hwang (2005); Callen; Gavius; Segal (2010); Shakina; Molodchik (2014); Barbier; Burgess (2017); Visnjic; Jovanovic; Neely (2017); Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Cheikh; Dilling; Harris (2018); Noubbigh (2019)
	IC13	Divulgação de informações sobre inovação de produtos e/ou processos.	
	IC14	Divulgação de informações sobre metas alcançadas e desempenho da estratégia organizacional.	
	IC15	Divulgação de informações sobre investimentos realizados em Sistemas de Gestão.	
	IC16	Divulgação de informação sobre renovação do parque tecnológico (investimentos em hardware).	
	IC17	Divulgação de informação relacionada a estrutura organizacional e cultura corporativa.	
Capital Humano (ICHUMA)	ICH1	Divulgação de informação relacionada a forma de atuação dos empregados (presencial, semipresencial, remota) e sua capacidade de adaptação.	Grupo Focal
	ICH2	Divulgação de informação sobre a competência técnica (formação, tempo de experiência) do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal.	
	ICH3	Divulgação de informações sobre prática de trabalho responsável e sobre programas de saúde e segurança no trabalho.	Vidal; Berman; Van Buren (2015); Lo; Kwan (2017); Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Dilling; Harris (2018); Efimova (2018); Biscotti; D'Amico (2019); Cheikh; Noubbigh (2019)
	ICH4	Divulgação de informação sobre a política de treinamento e desenvolvimento de pessoal.	
	ICH5	Divulgação de informações sobre política de inclusão social (oportunidades iguais, política de não discriminação, igualdade de gênero, diversidade).	
	ICH6	Divulgação de informações relacionadas aos incentivos e remuneração recebida pelos funcionários, diretores e executivos.	
Capital Social e de Relacionamento (ICSOCIAL)	ICSR1	Divulgação de informações relacionadas a gastos com campanha publicitária e propaganda dos produtos.	
	ICSR2	Divulgação sobre informações relacionadas a campanha de engajamento para fidelização e satisfação dos clientes.	Callen; Gavius; Segal (2010); Vidal; Berman; Van Buren (2015); Shakina; Molodchik; Barajas (2017); Visnjic; Jovanovic; Neely (2017); Efimova (2018); Biscotti; D'Amico (2019); Rossi (2019)
	ICSR3	Divulgação de informações sobre o valor da marca e reputação da empresa.	
	ICSR4	Divulgação de informações relacionadas ao diálogo com as partes interessadas.	
	ICSR5	Divulgação sobre informações relacionadas ao desenvolvimento da comunidade local e promoção do bem-estar social do entorno.	
	ICSR6	Divulgação de informações relacionadas à colaboração de negócios e pesquisa com outras empresas.	
	ICSR7	Divulgação sobre informações relacionadas aos fornecedores (tempo de relacionamento, dependência dos fornecedores, fornecedores chave).	
Capital Natural (ICNAT)	ICN1	Divulgação sobre informações relacionadas a preservação do meio ambiente a partir da adoção de políticas ambientais e adequação a legislação ambiental.	Borba et al (2012); Lemos et al (2014); Vidal; Berman; Van Buren (2015); Lo; Kwan (2017); Barbier; Burgess (2017); Baboukardos (2018); Dilling; Harris (2018); Efimova (2018)
	ICN2	Divulgação de informações climáticas, bem como estratégias ambientais relacionadas a mudanças climáticas.	
	ICN3	Divulgação de informações sobre provisões ambientais.	

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

A validade de expressão foi assegurada, em um primeiro momento, pelos profissionais de investimento participantes do grupo focal. Após acréscimos e ajustes realizados a partir das considerações destes profissionais, foram consultados mais cinco especialistas de mercado, investidores profissionais, e cinco acadêmicos com experiência em disciplinas de Finanças. Os primeiros informaram que o instrumento estava claro, compreensível, coerente, fácil e rápido de responder. Os acadêmicos corroboraram esta visão.

Entretanto, dois docentes sugeriram um texto introdutório do questionário mais conciso. O que foi acatado.

A Validade Convergente foi estabelecida por meio das Cargas Fatoriais e da Confiabilidade de Constructo (CC), cujo resultado é apresentado na Tabela 01.

Tabela 01: Indicadores de Validade de Construto

FATOR	CC	CF
Valor referência	0,5 - 0,6 aceitável	0,5 - 0,6 aceitável
	> 0,7 ideal	> 0,7 ideal
CI	0,82	0,530 - 0,697
CH	0,80	0,521 - 0,733
CSR	0,77	0,531 - 0,692
CN	0,89	0,828 - 0,886
Média	0,94	0,623

Fonte: Dados da pesquisa

Pela análise dos resultados das cargas fatoriais, identificou-se uma variável com carga fatorial menor do que 0,5. Desta forma, foi retirada do modelo a variável ICSR3 (Divulgação de informações sobre o valor da marca e reputação da empresa) por não ter carga fatorial suficiente para ser representativa do Constructo Capital Social e de Relacionamento.

Assim, com o modelo reespecificado, este passa ser composto de vinte e duas variáveis. Todas as variáveis passam a ter CF significativa (HAIR et al, 2009). Todos os constructos têm CC em nível elevado.

Para além, no intuito de verificar o resultado da confiabilidade estatística obtida com os dados do questionário e assegurar sua consistência interna, foi calculado o Alfa de Cronbah. Assim, do total de 193 respostas válidas recebidas para as 22 variáveis do modelo reespecificado, o Alfa de Cronbach foi de 0,922, indicando uma excelente consistência interna do questionário.

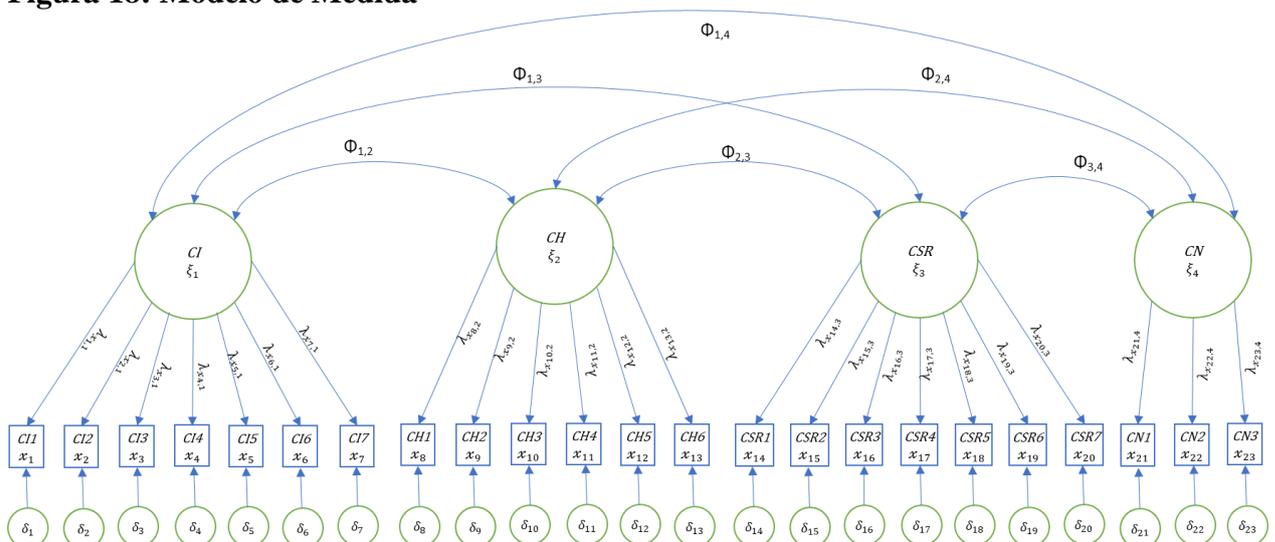
Desta forma, a Validade de Constructo é suportada pela Validade Nomológica, pela Validade de Expressão e pela Validade Convergente. Além disso, o questionário aplicado apresenta elevada consistência interna. Tal resultado permite assegurar a precisão da mensuração.

5.2.2 Resultados da Validade do Modelo de Medida

A escolha do Método de estimação para realização da AFC foi o Método do Mínimo Quadrado Robusto (DWLSR), considerado o mais adequado para dados ordinais (FLORA; CURRAN, 2004; DISTEFANO; MORGAN, 2014; LI, 2016). Esta constatação foi a motivação para adoção do *Software* JASP, visto a possibilidade de escolha do método de estimação, dentre os quais o DWLSR.

O resultado da AFC pode ser representado pelo Modelo apresentado na Figura 18, onde os círculos representam os constructos; os quadrados, as variáveis; e as setas a relação dos constructos com suas respectivas variáveis e a interpelação entre os constructos, com suas respectivas cargas fatoriais.

Figura 18: Modelo de Medida



Fonte: Dados da pesquisa (JASP) (2021)

Hair et al. (2009) sugerem o uso de três ou quatro índices de ajustamento de diferentes tipos para evidenciar o ajuste apropriado do Modelo. Conforme mencionado na metodologia, optou-se pelo uso de um índice absoluto (RMSEA) e de um índice incremental (CFI) além do valor de qui-quadrado e dos graus de liberdade (df) para cálculo da relação entre o X^2 e o df , conforme orientado por Hair et al (2009) e Xia; Yang (2019).

O resultado para o cálculo da relação entre o X^2 e o df é apresentado na Tabela 02. O valor encontrado é de 1,250. De acordo com Hair et al. (2009, p. 570), “geralmente proporções X^2 e o df da ordem de 3:1 ou menos são associadas com modelos melhor ajustados”.

Tabela 02: Resultado dos índices de ajustamento

Índice de ajustamento	Medidas de ajustamento	Medidas do Modelo
X^2/df	< 3	1,250
CFI	> 0.9	0,987
RMSEA	< 0.06 (ideal) 0.06 < p < 0.08 (aceitável)	0,036

Fonte: Dados da pesquisa

As demais medidas de índice absoluto (RMSEA) e de índice incremental (CFI) também estão dentro dos critérios definidos e recomendados para um modelo bem ajustado. Assim, os valores de qualidade de ajustamento encontrados confirmam a confiabilidade e validade do Modelo de Mensuração com um bom ajustamento.

As cargas fatoriais entre os constructos e suas variáveis podem ser observadas na Tabela 03.

Tabela 03: Estimativa dos parâmetros

Fator	Indicador	Símbolo	CF estimada	Erro	z-value	p	Intervalo de Confiança de 95%		CF padronizada
							Mínimo	Máximo	
Factor 1	ICI1	λ_{11}	0.671	0.075	8.927	< .001	0.524	0.818	0.661
	ICI2	λ_{12}	0.557	0.083	6.738	< .001	0.395	0.719	0.530
	ICI3	λ_{13}	0.594	0.086	6.873	< .001	0.425	0.764	0.654
	ICI4	λ_{14}	0.447	0.104	4.312	< .001	0.244	0.650	0.542
	ICI5	λ_{15}	0.675	0.065	10.355	< .001	0.547	0.802	0.697
	ICI6	λ_{16}	0.708	0.066	10.780	< .001	0.579	0.837	0.697
	ICI7	λ_{17}	0.577	0.094	6.124	< .001	0.393	0.762	0.631
Factor 2	ICH1	λ_{21}	0.685	0.065	10.466	< .001	0.557	0.813	0.620
	ICH2	λ_{22}	0.584	0.083	7.005	< .001	0.421	0.748	0.597
	ICH3	λ_{23}	0.818	0.052	15.881	< .001	0.717	0.919	0.733
	ICH4	λ_{24}	0.747	0.060	12.401	< .001	0.629	0.865	0.712
	ICH5	λ_{25}	0.735	0.072	10.192	< .001	0.593	0.876	0.610
	ICH6	λ_{26}	0.562	0.102	5.533	< .001	0.363	0.761	0.521
Factor 3	ICSR1	λ_{31}	0.592	0.077	7.708	< .001	0.441	0.742	0.545
	ICSR2	λ_{32}	0.532	0.090	5.914	< .001	0.356	0.709	0.553
	ICSR4	λ_{33}	0.536	0.083	6.483	< .001	0.374	0.698	0.531
	ICSR5	λ_{34}	0.745	0.060	12.458	< .001	0.628	0.862	0.692
	ICSR6	λ_{35}	0.642	0.073	8.801	< .001	0.499	0.785	0.641
	ICSR7	λ_{36}	0.687	0.081	8.508	< .001	0.529	0.845	0.606
	Factor 4	ICN1	λ_{41}	0.853	0.077	11.125	< .001	0.703	1.003
ICN2		λ_{42}	1.042	0.054	19.121	< .001	0.935	1.149	0.886
ICN3		λ_{43}	0.924	0.076	12.145	< .001	0.775	1.074	0.828

Fonte: Elaborado pela autora (2021), com auxílio do *software* JASP

De acordo com Hair et al. (2009), uma boa regra prática é que estimativas de cargas padronizadas devem ser de 0,5 ou mais, e idealmente de 0,7 para cima.

Seguindo esta lógica, todas as variáveis são significantes para representação dos constructos, umas mais significantes, outras menos. Uma síntese deste resultado pode ser observada no Quadro 28, onde as Cargas Fatoriais estão classificadas de acordo com sua representatividade no modelo. Ou seja, variáveis com $CF > 0,7$ são aquelas que alcançam nível elevado de significância e representam bem o seu constructo. Variáveis com CF menor que 0,7 e maior que 0,6 tem uma significância média na representação do constructo. Enquanto aquelas com CF abaixo de 0,6 tem uma baixa significância para representar constructo no modelo.

Quadro 28: Representatividade das Variáveis em relação ao Constructo

Valor da CF	CF > 07	0,7 < CF > 0,6	0,6 < CF > 0,5
Representatividade	Alta	Média	Baixa
Variáveis	CH3, CH4, CN1, CN2 e CN3	CI1, CI3, CI5, CI6, CI7, CH1, CH5, ICSR5, ICSR6 e ICSR7	CI2, CI4, CH2, CH6, CSR1, CSR2 e CSR4

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Desta forma, pode-se dizer que, em maior ou menor medida, este conjunto de variáveis são as que melhor se ajustam a realidade brasileira na representação dos indutores de valor não financeiro que afetam a decisão de investimento de investidores locais.

5.2.3 Análise descritiva da Survey

Nesta seção será realizada a análise descritiva do perfil dos respondentes e das variáveis investigadas utilizando para isso, medidas de frequência, frequência absoluta e frequência relativa, e a medidas de tendência central, moda.

5.2.3.1 Perfil demográfico

A amostra da pesquisa é composta por 193 investidores profissionais. A Tabela 04 apresenta uma síntese do perfil demográfico destes profissionais a partir do uso de medidas de frequência.

A categoria de investidores profissionais predominante entre os respondentes da pesquisa foi a de Analista de valores mobiliários, correspondendo a 38,9% dos respondentes.

Estes profissionais têm a missão de analisar as empresas que negociam suas ações no mercado de capitais para emitirem relatórios nos quais fundamentam suas recomendações de compra ou de venda de ações.

Tabela 04: Perfil demográfica da amostra

CARACTERÍSTICAS		CATEGORIA DOS INVESTIDORES PROFISSIONAIS									
		Agente autônomo		Analista de valores		Administrador de carteiras		Outros Investidores		Total	
		f.abs.	f.rel.(%)	f.abs.	f.rel.(%)	f.abs.	f.rel.(%)	f.abs.	f.rel.(%)	f.abs.	f.rel.(%)
Gênero	Feminino	3	1,6	7	3,6	4	2,1	5	2,6	19	9,8
	Masculino	41	21,2	68	35,2	46	23,8	19	9,8	174	90,2
	Total	44	22,8	75	38,9	50	25,9	24	12,4	193	100
Idade	< 21 anos	1	0,5	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1	0,5
	21 - 30 anos	5	2,6	57	29,5	12	6,2	5	2,6	79	40,9
	31 - 40 anos	13	6,7	13	6,7	12	6,2	4	2,1	42	21,8
	41 - 50 anos	10	5,2	2	1,0	12	6,2	3	1,6	27	14,0
	51 - 60 anos	7	3,6	2	1,0	9	4,7	9	4,7	27	14,0
	> 60 anos	8	4,1	1	0,5	5	2,6	3	1,6	17	8,8
Formação (completa)	Ensino Médio	2	1,0	1	0,5	0	0,0	0	0,0	3	1,6
	Graduação	18	9,3	47	24,4	19	9,8	9	4,7	93	48,2
	Pós-graduação	19	9,8	20	10,4	17	8,8	10	5,2	66	34,2
	Mestrado	4	2,1	7	3,6	10	5,2	4	2,1	25	13,0
	Doutorado	1	0,5	0	0,0	4	2,1	1	0,5	6	3,1
Região do país onde atua	Centro-Oeste	0	0,0	0	0,0	2	1,0	3	1,6	5	2,6
	Nordeste	7	3,6	0	0,0	3	1,6	0	0,0	10	5,2
	Norte	1	0,5	1	0,5	0	0,0	0	0,0	2	1,0
	Sudeste	31	16,1	74	38,3	43	22,3	19	9,8	167	86,5
	Sul	5	2,6	0	0,0	2	1,0	2	1,0	9	4,7
Certificado CVM	Não	1	0,5	18	9,3	5	2,6	6	3,1	30	15,5
Sim	43	22,3	57	29,5	45	23,3	18	9,3	163	84,5	
Experiência	< 5 anos	10	5,2	36	18,7	6	3,1	3	1,6	55	28,5
	5 - 9 anos	2	1,0	24	12,4	10	5,2	4	2,1	40	20,7
	10 - 14 anos	10	5,2	7	3,6	5	2,6	2	1,0	24	12,4
	15 - 19 anos	4	2,1	5	2,6	6	3,1	2	1,0	17	8,8
	> 20 anos	18	9,3	3	1,6	23	11,9	13	6,7	57	29,5

Fonte: Dados da pesquisa (2021)

Em seguida, a categoria de Administradores de carteiras corresponde a 25,9% dos participantes. Estes profissionais precisam analisar as empresas, seus fundamentos e outras variáveis de forma a decidir quais ações irão compor seu portfólio de investimento.

Em grande parte, 90,20%, é formada por profissionais do sexo masculino que se encontram na faixa etária de 21 a 30 anos de idade, o que demonstra que o perfil dos investidores profissionais brasileiros, participantes da pesquisa, é de jovens. Apesar disso, de forma geral, os profissionais que participaram da pesquisa além da formação de nível superior

(48,2%), têm algum tipo de especialização (50,3%) e possuem certificação da CVM (84,5%), o que demonstra um elevado nível de capacitação dos respondentes.

Além disso, mais de 50% dos profissionais participantes da pesquisa trabalham como investidores profissionais há mais de dez anos, pouco mais de 20%, entre cinco e nove anos. Este perfil é semelhante ao de Przychodzen et al. (2016) e pode ser justificado pelo recente crescimento do número de investidores no mercado de valores brasileiro. De acordo com a B3 (2021), há dez anos havia cerca de 500 mil CPFs cadastrados na B3. Em 2019, foi alcançada a marca de um milhão de investidores no mercado de renda variável, fechando o primeiro semestre de 2021 com cerca de 3,8 milhões de investidores cadastrados. Ou seja, aproximadamente 85% dos investidores brasileiros estão operando na bolsa há cerca de três anos.

A maior parte dos investidores participantes da pesquisa, 86,5%, é residente da região sudeste do país. Este resultado está alinhado com a pesquisa da B3 (2021), a qual constatou que o perfil dos investidores brasileiros é representado por jovens de 25 a 39 anos, residentes da região sudeste, em especial, do Rio de Janeiro e de São Paulo.

5.2.3.2 Variáveis investigadas

Uma visão geral das medidas de frequência, absoluta e relativa, e de tendência central, moda, para cada variável do Modelo é apresentada na Tabela 05.

Nota-se que a opção com menor frequência percentual em todos os itens foi “Nada Relevante”. O que indica que uma minoria dos investidores profissionais participantes da pesquisa, 5,77%, não considera as informações intangíveis relevantes para o processo de tomada de decisão de investimento. Enquanto, 12,84% dos respondentes acham as informações pouco relevante. A grande maioria, cerca de 60,06%, acha as informações intangíveis apresentadas no questionário bastante relevantes para o processo de tomada de decisão, ou seja, as classificaram como muito relevantes (42,79%) ou extremamente relevantes (17,26%).

Este achado é importante na medida em que indica que os investidores profissionais brasileiros participantes da pesquisa reconhecem a importância dos indutores de valor financeiro na decisão de investimento. Pode-se dizer que eles concordam que os investimentos em intangíveis são um sinal de crescimento e sobrevivência futura das empresas, conforme defendido por (CHEIKH; NOUBBIGH, 2019).

A classe modal das respostas para quase todas as variáveis estudadas foi “Muito Relevante”, conforme marcação destacada na Tabela 05. Ou seja, a percepção, predominante, dos respondentes é a de que os indutores de valor não financeiros em estudo são muito relevantes para decisão de investimento. A única exceção, que teve como classe modal a opção “Relevante”, foi ICH1, a qual representa “Divulgação de informação relacionada à forma de atuação dos empregados (presencial, semipresencial, remota) e sua capacidade de adaptação”, um critério de avaliação introduzido pelo grupo focal.

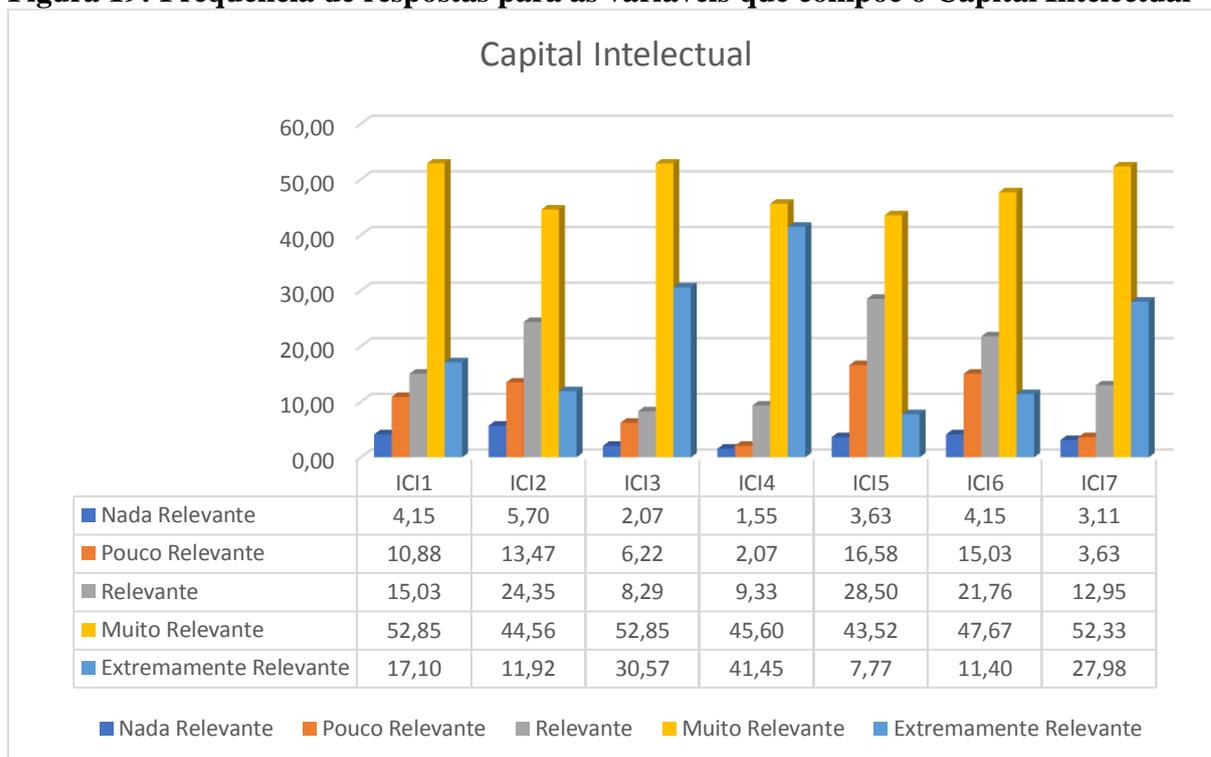
Tabela 05: Frequência estatística das variáveis

Variáveis	Escala Likert										Total de respondentes
	Nada Relevante		Pouco Relevante		Relevante		Muito Relevante		Extremamente Relevante		
	f.ab.	f.rel. (%)	f.ab.	f.rel. (%)	f.ab.	f.rel. (%)	f.ab.	f.rel. (%)	f.ab.	f.rel. (%)	
ICI1	8	4,15	21	10,88	29	15,03	102	52,85	33	17,10	193
ICI2	11	5,70	26	13,47	47	24,35	86	44,56	23	11,92	193
ICI3	4	2,07	12	6,22	16	8,29	102	52,85	59	30,57	193
ICI4	3	1,55	4	2,07	18	9,33	88	45,60	80	41,45	193
ICI5	7	3,63	32	16,58	55	28,50	84	43,52	15	7,77	193
ICI6	8	4,15	29	15,03	42	21,76	92	47,67	22	11,40	193
ICI7	6	3,11	7	3,63	25	12,95	101	52,33	54	27,98	193
ICH1	29	15,03	44	22,80	70	36,27	39	20,21	11	5,70	193
ICH2	4	2,07	15	7,77	31	16,06	85	44,04	58	30,05	193
ICH3	22	11,40	32	16,58	57	29,53	69	35,75	13	6,74	193
ICH4	11	5,70	41	21,24	46	23,83	81	41,97	14	7,25	193
ICH5	22	11,40	38	19,69	41	21,24	70	36,27	22	11,40	193
ICH6	8	4,15	14	7,25	26	13,47	75	38,86	70	36,27	193
ICSR1	13	6,74	38	19,69	48	24,87	76	39,38	18	9,33	193
ICSR2	6	3,11	17	8,81	35	18,13	100	51,81	35	18,13	193
ICSR3	5	2,59	7	3,63	30	15,54	105	54,40	46	23,83	193
ICSR4	10	5,18	20	10,36	63	32,64	76	39,38	24	12,44	193
ICSR5	13	6,74	33	17,10	55	28,50	72	37,31	20	10,36	193
ICSR6	10	5,18	26	13,47	50	25,91	90	46,63	17	8,81	193
ICSR7	14	7,25	21	10,88	31	16,06	90	46,63	37	19,17	193
ICN1	7	3,63	15	7,77	32	16,58	91	47,15	48	24,87	193
ICN2	16	8,29	32	16,58	46	23,83	68	35,23	31	16,06	193
ICN3	13	6,74	28	14,51	43	22,28	80	41,45	29	15,03	193
Total de respostas	250	5,63	552	12,44	936	21,09	1922	43,30	779	17,55	4439

Fonte: Dados da pesquisa (2021)

De forma específica, observa-se, na Figura 19, a representação gráfica da frequência de respostas relativa ao grau de relevância atribuída pelos investidores profissionais brasileiros às variáveis que compõe o constructo Capital Intelectual.

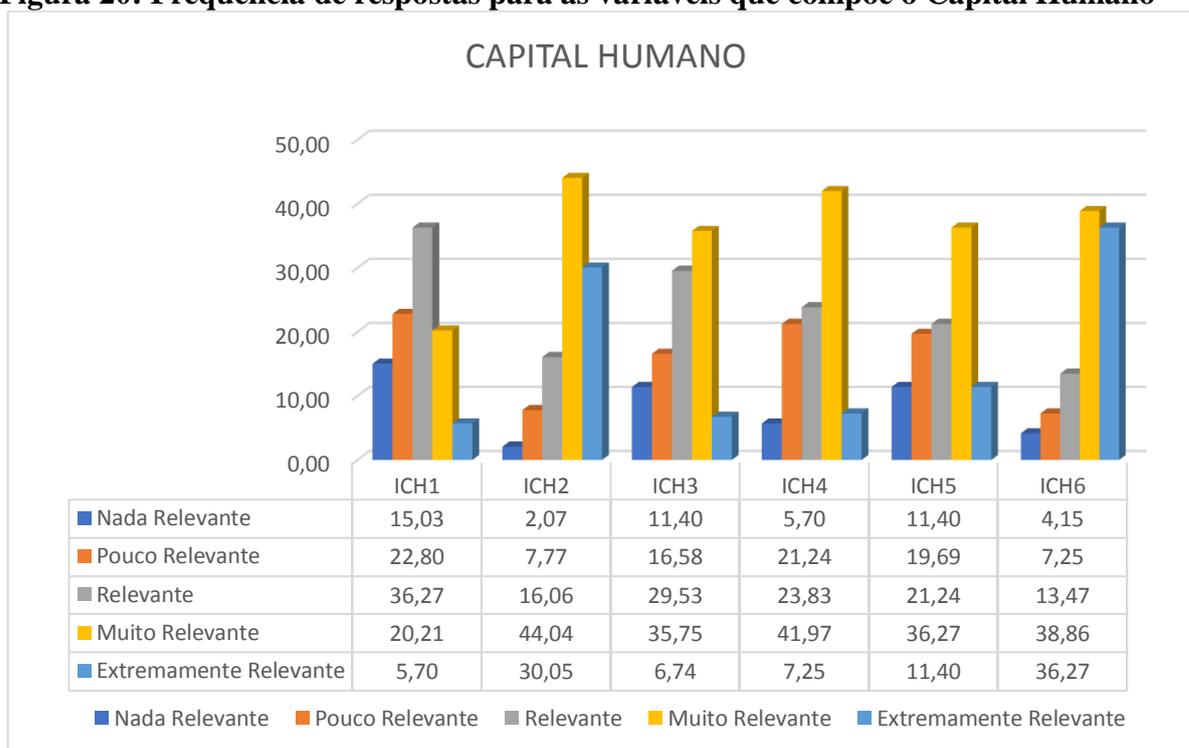
Figura 19: Frequência de respostas para as variáveis que compõe o Capital Intelectual



Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Observa-se que as variáveis ICI1 – Pesquisa e Desenvolvimento – e ICI3 – Inovação – são consideradas “Muito Relevantes” por 52,85% dos respondentes e ICI7 – Estrutura Organizacional e Cultura Corporativa – por 52,33%. As demais variáveis também têm esta resposta como classe modal. Por outro lado, nota-se que as variáveis ICI2 – Patentes e Licenças – ICI1 e ICI6 – Investimentos em hardware – são consideradas irrelevantes na decisão de investimento de 5,7%, 4,75% e 4,75% dos respondentes, respectivamente.

Na Figura 20, tem-se a representação gráfica da frequência de respostas relativa ao grau de relevância atribuída pelos investidores profissionais brasileiros às variáveis que compõe o constructo Capital Humano.

Figura 20: Frequência de respostas para as variáveis que compõe o Capital Humano

Fonte: Dados da pesquisa (2021)

Depreende-se do gráfico apresentado na Figura 20 que as variáveis ICH2 – Competência técnica do Conselho – e ICH4 – Política de treinamento e desenvolvimento de pessoal – são as variáveis com maior percentual de respostas “Muito Relevante”, com 44,04% e 41,97%, respectivamente. As variáveis ICH3, ICH5 e ICH6 também tiveram como classe modal a resposta “Muito Relevante”.

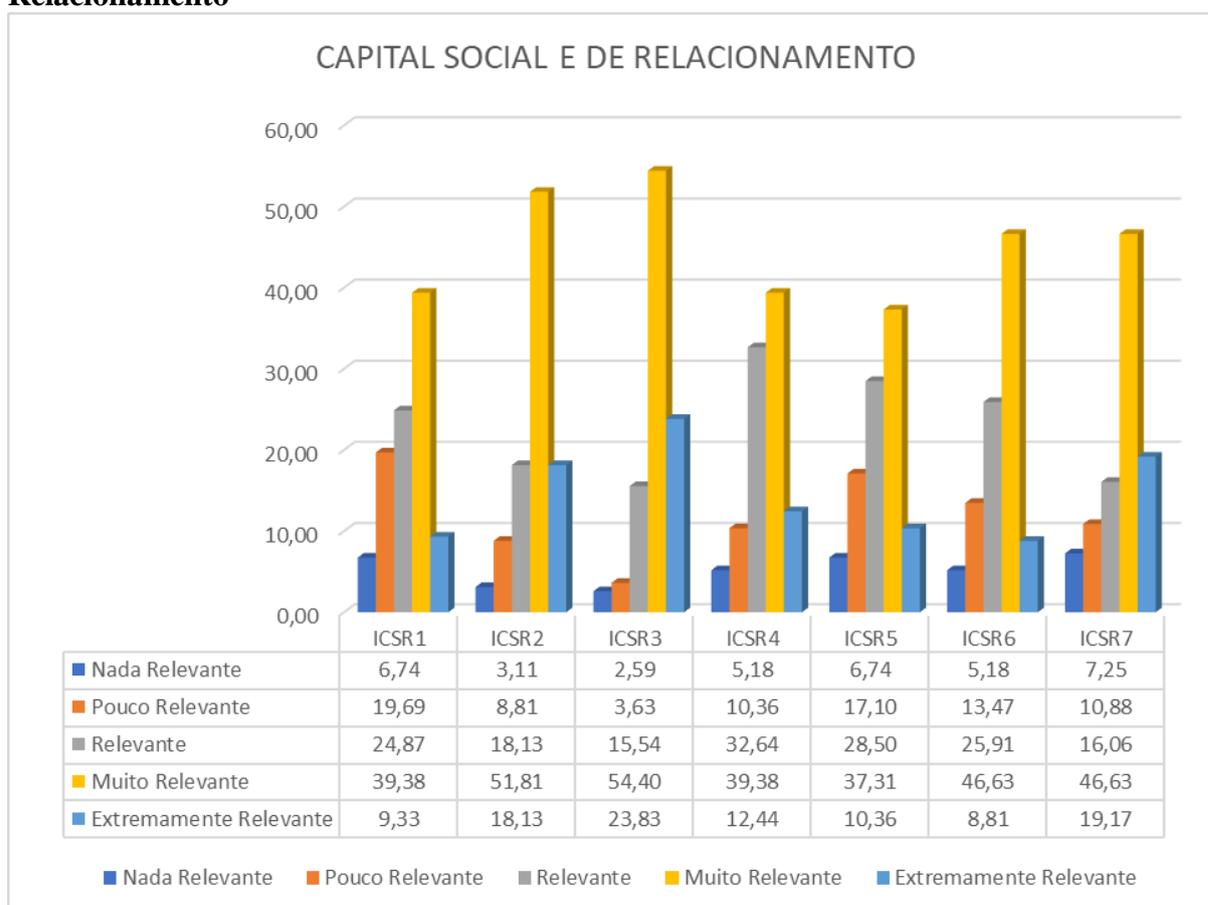
Além disso, ao examinar as classes extremas positivas, verificou-se que mais de 50% dos respondentes consideraram ICH2 e ICH6 – Incentivos e Remunerações – como altamente relevante na decisão de investimento e 49,22%, ICH4. Assim, ICH2, ICH4 e ICH6 são as variáveis de Capital Humano mais importantes para decisão de investimento de investidores profissionais brasileiros.

No entanto, a variável ICH1 – “Forma de atuação dos empregados” teve como classe modal a resposta “Relevante” para 36,27% dos respondentes. Além disso, a variável ICH1 foi a que teve o maior percentual de respostas “Nada Relevante”, 15,03%, seguida das variáveis

ICH3 e ICH5, ambas com 11,40%. Estas juntas com ICH4 foram as variáveis que obtiveram maiores percentuais para baixa relevância na decisão de investimento. Isso demonstra que não há muita homogeneidade na percepção dos respondentes.

Na Figura 21, tem-se a representação gráfica da frequência de respostas relativa ao grau de relevância atribuída pelos investidores profissionais brasileiros às variáveis que compõe o constructo Capital Social e de Relacionamento.

Figura 21: Frequência de respostas para as variáveis que compõe o Capital Social e de Relacionamento



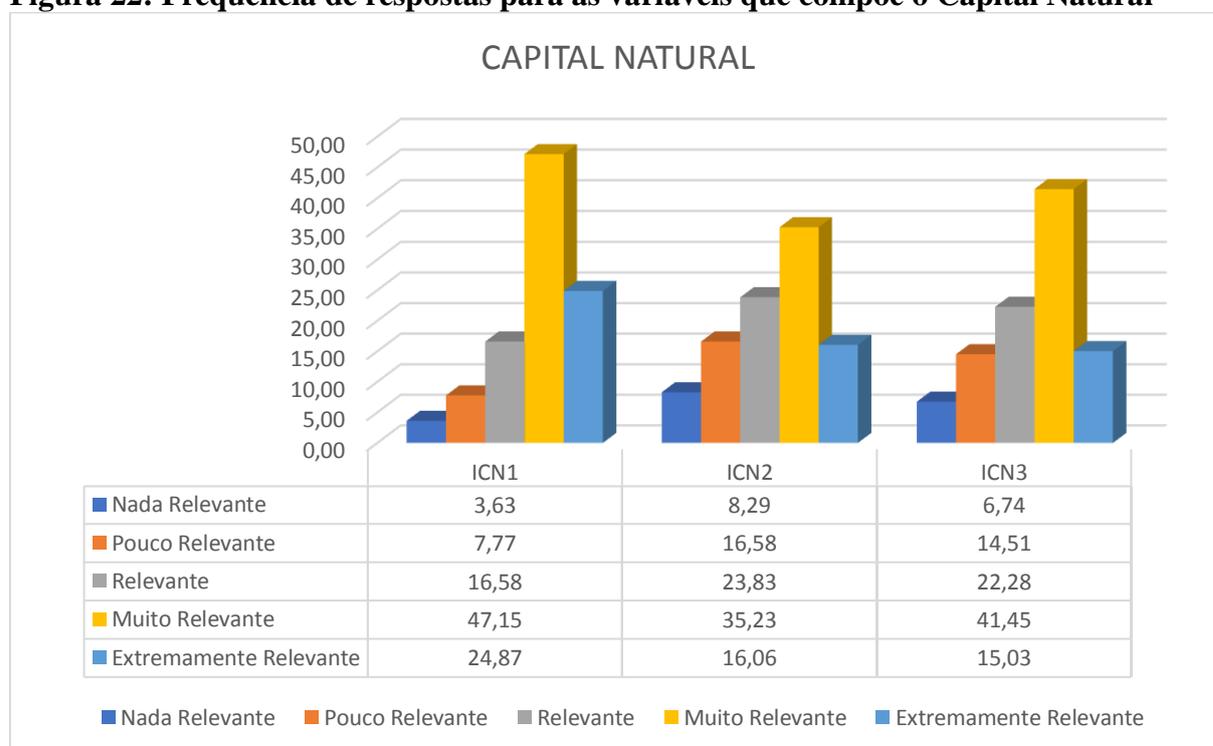
Fonte: Dados da pesquisa (2021)

Observa-se que a classe modal das respostas é “Muito Relevante”. No entanto, apenas as variáveis ICSR2 – Campanha de engajamento e fidelização dos clientes – e ICSR3 – Informações sobre o valor da marca e reputação – são consideradas muito relevantes por mais de 50% dos respondentes. No entanto, outras variáveis como ICSR4 – Diálogo com as partes interessadas – ICSR6 – Colaboração em negócios e pesquisa – e ICSR7 – Relacionamento com fornecedores – ao considerar a frequência de resposta de “Muito Relevante” e “Extremamente Relevante”, também obtêm mais de 50% das respostas.

Ainda assim, a variável ICSR7 foi a que obteve maior número de respostas “Nada Relevante”, 7,25%, seguida de ICSR1 – Gastos com campanha e publicidade – e ICSR5 – Desenvolvimento da comunidade local – ambas com 6,74%. Além disso, ICSR1 é considerada uma variável de baixa relevância para decisão de investimento de quase 20% dos respondentes, seguida de ICSR5, com 17,10%.

Na Figura 22, tem-se a representação gráfica da frequência de respostas relativa ao grau de relevância atribuída pelos investidores profissionais brasileiros às variáveis que compõem o constructo Capital Natural.

Figura 22: Frequência de respostas para as variáveis que compõem o Capital Natural



Fonte: Dados da pesquisa (2021)

Nota-se que todas as variáveis que compõem o constructo Capital Natural têm classe modal “Muito Relevante”. A variável que mais se destaca é ICN1 – Adoção de políticas ambientais e adequação à legislação ambiental, com 47,15%. Apesar da constatação de que as variáveis que compõem o Capital Natural são relevantes para decisão de investimento da maioria dos respondentes da pesquisa, observa-se que para uma pequena parcela, essas informações não são nada relevantes.

Nesse sentido, a variável julgada mais irrelevante, classe de resposta “Nada Relevante”, é ICN2 – Estratégias ambientais relacionadas a mudanças climáticas. Ela também é a variável com maior percentual de respostas na classe “Pouco Relevante”, seguida em

ambos os casos de ICN3 – Provisões ambientais com 6,74% na primeira situação e 14,51% na segunda.

5.3 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Com base na análise descritiva, observa-se que todas as variáveis são relevantes para os investidores brasileiros no processo de tomada de decisão de investimento, em maior ou menor grau. Este resultado demonstra um amadurecimento por parte dos investidores brasileiros que reconhecem os intangíveis como questões importantes a serem consideradas na decisão de investimento, seja por os reconhecerem como um sinal de crescimento e sobrevivência das empresas (CHEIKH; NOUBBIGH, 2019), potencializadores de vantagem competitiva (SHAKINA; MOLODCHIK; BARAJAS, 2017), ou por considerá-los como mitigadoras de risco (PRZYCHODZEN et al., 2016).

Todas as variáveis referentes ao Capital Intelectual, ao Capital Social e de Relacionamento e ao Capital Natural tiveram como classe modal a resposta “Muito relevante”, com exceção da variável ICH1 – Capacidade de atuação remota, com classe modal “Relevante”. Apesar da percepção que se tem de que investidores brasileiros não dão importância para este tipo de informação, conforme mencionado na discussão do grupo focal, este resultado corrobora com a literatura brasileira anterior sobre a preferência dos investidores por questões ligadas a RSC, sustentabilidade e meio ambiente (LEMOS et al., 2014).

No entanto, vale frisar, que essa visão é predominante, mas não é única. Há uma parte dos respondentes que acha as variáveis em estudo “Nada Relevante” ou “Pouco Relevante” para decisão de investimento.

Em relação ao Capital Intelectual, o interesse dos investidores nessas variáveis é justificado pelo fato de que uma representação adequada do Capital Intelectual em relatórios integrados impacta positivamente o valor de mercado e o desempenho financeiro das empresas (CHEN; CHENG; HWANG, 2005; CHEIKH; NOUBBIGH, 2019), além de permitir que reduzam seu custo de capital próprio dada a redução na assimetria de informação e a atração de investidores de longo prazo (SALVI et al., 2020). Vale ressaltar que os achados da literatura para estas variáveis são baseados em modelos regressivos.

O resultado encontrado com a *Survey* corrobora em parte o do grupo focal, visto que esse grupo considera relevante para decisão de investimento apenas algumas variáveis do Capital Intelectual, como IC11 (gatos com pesquisa e desenvolvimento), IC13 (Programa de

inovação tecnológica) e ICI4 (Implementação da estratégia operacional). Este resultado é sustentado pela literatura que aponta o P&D como o principal componente do CI (CHEN; CHENG; HWANG 2005), os investimentos em inovação como atrativos para os investidores (SHAKINA; MOLODCHIK, 2014) e a eficiência organizacional como aspecto relevante na avaliação de empresas (ROSSI, 2019).

Entretanto, em parte, os achados da pesquisa *survey* se distanciam daquele obtido com o grupo focal, uma vez que, para esse grupo, ICI2 (Patentes e licenças) e ICI 6 (Investimentos em hardware) não são relevantes; e o investimento em software (ICI5) é um ponto de discussão divergente. Contudo, se aproxima da literatura internacional, a qual identificou que estes são importantes indutores de valor organizacional apreciados por investidores (SHAKINA; MOLODCHIK, 2014; SHAKINA; MOLODCHIK; BARAJAS, 2017; CHEIKH; NOUBBIGH, 2019). Todas as variáveis deste constructo o representam de forma significativa, ainda que ICI2 e IC4 tenha baixa significância.

As variáveis que compõem o Capital Humano, em sua maioria, foram consideradas muito relevantes por mais de 40% dos investidores respondentes. Este resultado converge com os de Cheikh e Noubbigh (2019) que encontraram evidências de que os investidores apreciam investimentos realizados no Capital Humano. De fato, o Capital Humano representa o motor da competitividade e crescimento de uma empresa e por isso são cada vez mais consideradas nas decisões de investimento (RAIMO et al., 2020).

A variável ICH1 – Forma de atuação dos empregados – não foi explorada pela literatura e foi a única variável com classe modal “Relevante”, sendo considerada a mais irrelevante pelos participantes da *Survey* dentre todas as variáveis avaliadas. Mas, de acordo com os participantes do grupo focal é uma questão que deve ser levada em conta a partir da ocorrência da Pandemia do Covid-19, pois, há riscos de que outras pandemias aconteçam e as empresas precisam estar preparadas e adaptadas para enfrentarem situações semelhantes sem prejuízo de suas operações. Além disso, esta variável é significativa para representação de seu constructo.

Apesar de os participantes do grupo focal não perceberem a variável ICH2 (competência técnica dos Conselhos) como relevante para o processo de tomada de decisão, por acharem que ter competência não significa estar engajado com a empresa e que, geralmente, “os medalhões” na prática se dedicam menos ao encaminhamento estratégico da empresa, esta foi uma variável que teve como classe modal na *Survey* a resposta “Muito relevante”. Mas ainda assim, tem baixa significância no Modelo.

Este resultado conflita com a literatura internacional que destaca a importância de um conselho capacitado e experiente (PRZYCHODZEN et al., 2016; SHAKINA; MOLODCHIK; BARAJAS, 2017). No entanto, é alinhado com os achados de Sultana, Zulkifli e Zainal (2018), que identificaram a preferência dos investidores por um conselho envolvido com a estratégia da empresa. Assim, mais importante do que títulos e currículos é o grau de dedicação e comprometimento que estas pessoas terão com a empresa.

O grupo focal também não demonstrou muito interesse por informações relacionadas ao ambiente de trabalho seguro (ICH3), destacando que esta é uma questão a se considerar apenas no caso de “algo gritante”. No entanto, eles argumentaram que há pouca transparência na divulgação deste tipo de questão, o que pode motivar o desinteresse nesta variável. Este desinteresse também é observado em mais de 11% dos participantes da *Survey*. Apesar disso, a classe modal desta variável foi “Muito relevante” e ela tem uma alta significância na representação de seu constructo. Nesse sentido, Sultana, Zulkifli e Zainal (2018) destacam que ambiente de trabalho seguro contribui para que a empresa se torne socialmente virtuosa. Assim, é importante que as empresas divulguem melhor informações sobre este aspecto.

As variáveis ICH4 (política de treinamento e desenvolvimento de pessoal) e ICH5 (política de inclusão social) são consideradas relevantes para o grupo focal no processo de tomada de decisão e têm como classe modal das respostas da *Survey*, “Muito relevante”. Assim, observa-se que é um indutor de valor não financeiro importante nas considerações de investimento no Brasil. Os resultados encontrados para estas variáveis corroboram os identificados por Sultana, Zulkifli e Zainal (2018), inclusive no entendimento de que são questões que geram lealdade nos funcionários, levam à perenidade da empresa, trazendo, assim, conforto e segurança para os investidores.

No entanto, é importante frisar que ICH5 tem um percentual de 11,40% de respondentes que a consideram irrelevante para decisão de investimento. Assim, observa-se que ainda há espaço para que seja desenvolvido um maior senso da importância e da necessidade de oportunidades iguais, de política de não discriminação, de igualdade de gênero no ambiente de trabalho em uma sociedade onde a diversidade é muito grande.

A variável ICH6 (política de remuneração) é considerada relevante pelos participantes do grupo focal e por grande parte dos praticantes da *Survey*, cujo resultado indica a classe modal das respostas como “Muito relevante”. Os participantes do grupo focal apontam a relevância desta informação para verificar o alinhamento dos executivos com a estratégia da empresa e com sua sobrevivência no médio e longo prazo. Ou seja, claramente, observa-se

que eles valorizam esta informação para mitigar os riscos do investimento, assim como os gestores de fundos de cinco países diferentes participantes da pesquisa de Przychodzen et al. (2016).

De forma geral, uma grande parte dos investidores participantes da pesquisa reconhece a relevância de questões relacionadas ao Capital Humano no processo de tomada de decisão de investimento. No entanto, quase um quarto dos respondentes subestimam a relevância destas informações na decisão de investimento. Assim, observa-se que é necessário haver uma maior conscientização da importância das variáveis de Capital humano como indutor de valor, visto que, considerar variáveis de Capital Humano no processo de tomada de decisão contribui com a redução dos riscos por parte dos investidores e mostra a capacidade de criação de valor pela empresa (RAIMO et al., 2020; SALVI et al., 2021).

No que tange às informações sobre o Capital Social e de Relacionamento, todas as variáveis tiveram como *casus modalis* a resposta “Muito relevante”. O interesse por informações sociais e de relacionamento apresentado pelos participantes da pesquisa *survey* está alinhado com a opinião do grupo focal e com os resultados encontrados por Lemos et al (2014) e Efimova (2018). Mas há também uma parcela de aproximadamente 25% dos respondentes que, tal como os participantes do grupo focal, evidência a falta de interesse por informações sobre campanha publicitária e propaganda de produtos (ICSR1) e sobre o desenvolvimento da comunidade local e promoção do bem-estar social do entorno (ICSR5).

Os participantes do grupo focal e os participantes da *survey* estão alinhados quanto à percepção de relevância das variáveis ICSR2 (programa de engajamento e lealdade dos clientes), ICSR3 (valor da marca e reputação), ICSR4 (diálogo com as partes interessadas) na decisão de investimentos. Os participantes do grupo focal ressaltaram a importância de manter o cliente e a relevância de uma empresa com boa reputação e marca forte. Estes achados estão alinhados com os de Efimova (2018), que apontam que os investidores observam se a empresa manterá ou perderá clientes, inclusive fazendo considerações a partir de sua marca e reputação.

No que tange ao diálogo com as partes interessadas, mais de 90% dos respondentes da *Survey* consideram esta questão no processo de tomada de decisão. Entretanto, observa-se na argumentação dos participantes do grupo focal uma visão mais estreita, eles reconhecem esta questão como importante porque os investidores também são partes interessadas e para que haja um fluxo de recurso para empresa, investimentos, é necessário que haja um canal de comunicação aberto.

Além disso, apesar de estas variáveis serem indutores de valor considerados pelos participantes da pesquisa na decisão de investimento, elas têm baixa significância para representação do constructo Capital Social e de Relacionamento. Ou seja, quando avaliadas em conjunto, suas cargas fatoriais foram baixas. A carga fatorial de ICSR3 foi a menor (0,494), sendo esta variável retirada do modelo para que ele fosse melhor representado.

Assim, apesar de ICSR3 ter como classe modal dominante “Muito Relevante”, esta variável não é significativa o suficiente para, coletivamente, representar o constructo de Capital Social e de Relacionamento no contexto brasileiro. Na verdade, nenhuma outra variável que compõe o Capital Social e de Relacionamento tem uma carga fatorial considerada ideal para compor o modelo, mas alcançam valores significativos e aceitáveis, assim, são representativas do Constructo.

Algumas outras variáveis deste constructo, como ICSR1 (gastos com campanha publicitária e propagandas dos produtos) e ICSR6 (colaboração em negócios e pesquisa), têm como classe modal a resposta “Muito relevante” e baixa e média significância, respectivamente, na mensuração do modelo. Os participantes do grupo focal não demonstraram muito interesse e argumentaram que são informações consideradas dependendo do setor da empresa analisada. A literatura nacional e internacional não apresenta pesquisas que busquem a percepção dos investidores sobre estas informações, apenas pesquisas que conseguem comprovar empiricamente que são informações que influenciam a avaliação dos investidores (EFIMOVA, 2018).

ICSR7 foi uma variável inserida na pesquisa pelo grupo focal, que destacou importância de conhecer como a empresa estrutura sua relação com os fornecedores, principalmente, em momentos de crise como a vivida na Pandemia do Novo Coronavírus. A maior parte dos participantes da *Survey* também considera esta uma questão relevante na decisão de investimento. Além disso, a variável representa seu constructo de forma significativa.

As variáveis que compõem o construto Capital Natural são consideradas relevantes na decisão de investimento pela maioria dos participantes da pesquisa *Survey*, convergindo com os resultados de Borba et al. (2012) e Lemos et al (2014). No entanto, são consideradas secundárias na decisão de investimento dos participantes do grupo focal, fato que está alinhado com os resultados de Holm e Rikhardsson (2008). Estes últimos identificaram que, apesar de as informações ambientais não serem consideradas muito importantes pelos participantes da pesquisa, elas influenciam sua decisão de investimento. Além disso, o Capital

Natural é o constructo com variáveis mais correlacionadas, com carga fatorial elevada, ou seja, suas variáveis representam muito bem seu constructo.

Uma importante consideração posta pelo grupo focal é que estas informações não são divulgadas de forma suficiente a contribuir para um monitoramento eficaz. Mas que os investidores já começam a fazer considerações sobre o assunto. Este pensamento está refletido no achado da pesquisa *Survey*, a qual demonstra o interesse dos investidores profissionais brasileiros participantes da pesquisa por tais informações ao realizar uma decisão de investimento.

Assim, os resultados são bem coerentes com o momento atual pelo qual passa o mundo. As questões sociais e ambientais entraram fortemente no radar dos investidores durante a pandemia. Fundos globais pressionam o governo brasileiro para controle do desmatamento e alertam para necessidade de governos e empresas atuarem em prol da conservação do Meio Ambiente e da mitigação dos efeitos das mudanças climáticas. Este posicionamento, amplamente debatido e divulgado nos meios de comunicação, acaba por influenciar os investidores locais.

A verdade é que está acontecendo profundas mudanças no sistema socioeconômico, as quais revelam uma mudança de paradigma (GUTIÉRREZ-TORRENOVA, 2021). Os resultados desta pesquisa refletem que essas mudanças chegaram ao contexto brasileiro e representam uma nova realidade. Este resultado é condizente com as características esperadas da geração Y, e de pessoas na faixa dos 30 aos 40 anos, que representam mais de 60% dos participantes desta pesquisa. Simplesmente este grupo de pessoas pensam sobre suas decisões econômicas de forma diferente (GUTIÉRREZ-TORRENOVA, 2021).

O resultado da AFC permitiu, a partir das inter-relações das variáveis que compõem o Modelo Teórico de Mensuração, confirmar quais variáveis melhor representam cada um dos constructos em estudo de acordo com a percepção dos investidores profissionais brasileiros participantes da pesquisa. Nesse sentido, os resultados da pesquisa permitem definir uma estrutura de divulgação de informações intangíveis, baseada nos Capitais Intelectual, Humano, Social e de Relacionamento e Natural, conforme sugerido pela estrutura internacional do Relato Integrado que pode ser seguida por preparadores de relatórios, de forma a tornar os relatórios, em especial, o Relato Integrado, mais relevantes para os investidores brasileiros conforme apresentado no Quadro 29.

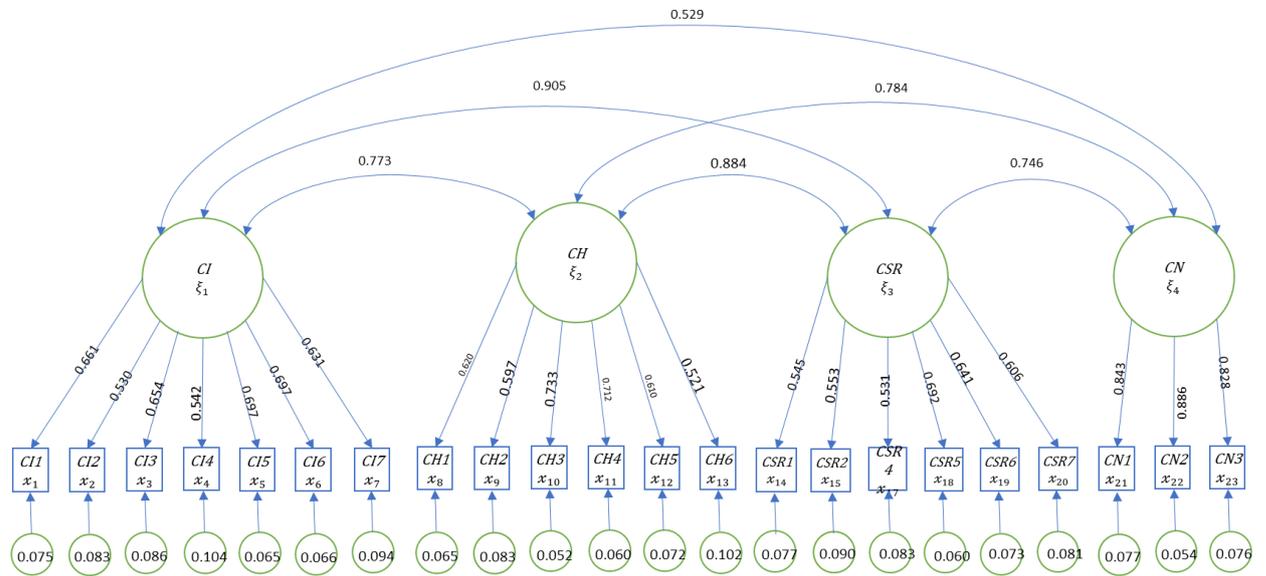
Quadro 29: Modelo de Medida para Capitais intangíveis

MODELO DE MEDIDA PARA CAPITAIS INTANGÍVEIS	
1. CAPITAL INELCTUAL	2. CAPITAL SOCIAL E DE RELACIONAMENTO
1.1. Investimento pesquisa e desenvolvimento.	2.1. Programa de gestão de Publicidade de produtos e serviços da empresa.
1.2. Patentes e licenças desenvolvidas pela organização.	2.2. Programas de engajamento visando a lealdade e satisfação dos clientes.
1.3. Inovação.	2.3 Reconhecimento e valor da marca; reputação.
1.4. Implementação de estratégia organizacional.	2.4 Diálogo com as partes interessadas (Stakeholders).
1.5. Investimento em software de sistemas de gestão (ERP).	2.5 Desenvolvimento da infraestrutura local promovendo a questão social do entorno.
1.6. Investimento em hardware.	2.6 Colaboração em negócios e pesquisa.
1.7. Estrutura organizacional.	2.7 Relacionamento com fornecedores
3. CAPITAL HUMANO	4. CAPITAL NATURAL
3.1. Capacidade de atuação remota.	4.1. Preservação do clima e meio ambiente a partir da adoção de políticas ambientais.
3.2. Competência técnica do conselho de administração e fiscal da organização.	4.2. Indicadores climáticos e ambientais.
3.3. Ambiente de trabalho seguro para o desempenho das atividades profissionais.	4.3. Provisões ambientais
3.4. Política de desenvolvimento profissional .	
3.5. Política de inclusão social.	
3.6. Incentivo e remuneração.	

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

O Modelo Teórico de mensuração que representa o resultado encontrado é exposto na Figura 23.

Figura 23: Modelo de Mensuração dos Capitais Intangíveis do Relato Integrado a partir de indutores não financeiros relevantes para decisão de investimento



Fonte: Elaborado pela autora (2021)

6. CONCLUSÃO

Os temas abordados ao longo desta tese referem-se à associação que existe entre a divulgação de informações não financeiras e sua relevância e utilidade no processo decisório dos usuários. À vista disso, nesse estudo, focaram-se dois problemas pertinentes ao papel do RI como mecanismo de evidenciação da alocação eficiente e produtiva do capital para os investidores em seu o processo de tomada decisão de investimento: i) o alinhamento entre o que as empresas divulgam e aquilo que efetivamente é demandado pelo investidor na sua tomada de decisão; e ii) os atributos indutores de valor não financeiros que afetam a decisão de investimento.

Nesse sentido, direcionaram-se os objetivos desta pesquisa em torno do avanço do conhecimento sobre a relevância de informações não financeiras, relacionadas ao Capital Intelectual, Humano, Social e Ambiental, para o processo de decisão de investimento de investidores profissionais brasileiros atuantes no mercado de capitais e, conseqüentemente, com aumento da relevância do RI junto aos provedores de capital financeiro ao apontar os indutores não financeiros de valor de interesse destes.

Assim, o objetivo geral desta pesquisa de tese foi investigar os indutores de valor não financeiro que afetam o processo de tomada de decisão de investimentos de investidores profissionais brasileiros e que devem ser evidenciados em um Relato Integrado no intuito de melhorar sua utilidade aos provedores de capital financeiro, tornando suas decisões de investimento mais sustentáveis.

Pode-se afirmar que o mesmo foi atingido. Para tanto, foi essencial responder as questões de pesquisa e alcançar os objetivos específicos, os quais podem ser divididos em teóricos e empíricos.

Nesse sentido, a parte teórica desta tese contribui como referência para estabelecer uma atualização do referencial teórico sobre RI, em um contexto mundial e da sustentabilidade, no sentido de contribuir para uma futura taxionomia frente aos aspectos específicos para sustentabilidade financeira, ou seja, para a perenidade e resiliência na evolução dos relatórios corporativos, identificando lacunas de pesquisa referentes à percepção de investidores de capital sobre o tema e as informação não financeira que proporcionam a criação de valor para as empresas e o mercado de capitais.

A parte empírica desta tese, por sua vez, permite identificar a percepção dos respondentes quanto à relevância dos indutores identificados para decisão de investimento e propor um Modelo Teórico de Mensuração dos constructos intangíveis investigados, a partir da Análise Fatorial Confirmatória, de forma a indicar como o intangível pode ser relatado a partir de informações úteis e relevantes para os provedores de capital financeiro.

6.1 CONCLUSÕES DERIVADAS DO ESTUDO TEÓRICO

A título de conclusão geral derivada do desenvolvimento teórico, aponta-se que há uma escassez de pesquisas a investigar a visão das partes interessadas sobre a forma de divulgação do RI, em especial, dos provedores de capital financeiro, seu público-alvo. Nota-se que, este tipo de relatório não recebe interesse por parte dos investidores de capital e que há uma desconexão entre as informações por eles demandadas e o que é divulgado pelas empresas, indicando a necessidade de desenvolvimento de pesquisas que busquem uma melhor compreensão sobre as demandas de informação desses investidores e de sua visão em relação ao uso e utilidade do RI.

À vista disso, investigar os indutores não financeiros de valor que afetam o processo de tomada de decisão de investimentos dos investidores profissionais brasileiros pode melhorar a utilidade do RI para os provedores de capital financeiro, tornando suas decisões de investimento mais sustentáveis, e contribuir para identificar como o intangível pode ser relatado a partir de informações úteis e relevantes para este público.

No que diz respeito ao desenvolvimento das conclusões finais alcançadas após o desenvolvimento dos objetivos delineados neste estudo para a revisão da literatura, apresentam-se as conclusões específicas alcançadas em cada um deles, que se formulam a seguir:

➤ 1º Objetivo Específico: Levantar na literatura os indutores não financeiros que criam valor para as organizações e para o mercado de capitais, os quais são, por consequência, relevantes para os provedores de capital financeiro.

Esse primeiro objetivo secundário foi alcançado a partir de uma Revisão Estruturada da Literatura. Conclui-se que a literatura internacional é bem ampla e apresenta diversos estudos com evidências de indutores não financeiros que criam valor para as organizações e para o mercado de capitais. A literatura nacional também traz contribuições nesse sentido, mas em um número bem reduzido. Um ponto interessante, é que a literatura aponta que tais

indutores afetam a decisão de investimento a partir de uma ótica positivista. Esses indutores foram categorizados de acordo com os capitais intangíveis propostos no *Framework* do Relato Integrado: Capital Natural, Capital Intelectual, Capital Humano e Capital Social e de Relacionamento.

➤ 2º Objetivo Específico: Identificar as informações não financeiras utilizadas pelos investidores, na literatura nacional e internacional, em seu processo de tomada de decisão de investimento.

Esse segundo objetivo secundário foi logrado, também, com a aplicação da técnica de Revisão Estruturada da Literatura. No entanto, observou-se uma escassez de pesquisas a investigar a percepção de investidores profissionais sobre a influência de indutores não financeiros de valor ou de informações não financeiras em seu processo de decisão de investimento. Constatou-se que, no âmbito nacional, a falta de produção científica neste sentido é ainda mais evidente. No entanto, foi possível identificar o interesse dos investidores por fatores não financeiros relacionados, principalmente, ao capital humano, capital social e natural para subsidiar seu processo de decisão de investimento.

A partir dos resultados obtidos com a consecução desses dois objetivos específicos, foi possível elaborar um conjunto de 18 indutores não financeiros de valor, organizados de acordo com os capitais intangíveis do Relato Integrado, que afetam a decisão de investimento de investidores profissionais para serem utilizados na pesquisa empírica.

6.2 CONCLUSÕES DERIVADAS DO ESTUDO EMPÍRICO

O desenvolvimento das conclusões finais alcançadas após o estabelecimento do terceiro e do quarto objetivo específico, definidos nesta tese para a realização da investigação empírica, oferece evidências sobre as seguintes conclusões de interesse sobre o tema:

➤ 3º Objetivo Específico: Investigar a percepção dos investidores profissionais brasileiros sobre a relevância dos indutores de valor não financeiro identificadas na literatura em seu processo de tomada de decisão de investimento e buscar novos insights sobre questões não identificadas.

Esse terceiro objetivo secundário foi alcançado ao se investigar a percepção dos investidores profissionais brasileiros sobre a relevância dos indutores de valor não financeiro

identificadas na literatura em seu processo de tomada de decisão de investimento, a partir da realização de um grupo focal e, em seguida, de uma *survey*.

Assim, os resultados gerados com o grupo focal, permitem concluir que há um alinhamento entre a percepção dos participantes do grupo com os achados na literatura internacional, tanto para importância dada a maior parte das informações intangíveis identificadas, em sua maioria os componentes do Capital Intelectual, quanto para o desinteresse em relação ao uso do Relato Integrado no processo de tomada de decisão de investimento.

Entretanto, como esperado, observam-se certos pontos divergentes, como a indiferença dos participantes da pesquisa por informações de caráter social relacionadas ao ambiente de trabalho, ao desenvolvimento da comunidade local e às questões ambientais. Apesar disso, foram apresentados sinais de uma mudança na mentalidade dos investidores, que mesmo não dando tanta importância a algumas questões sociais e ambientais, demonstram reconhecer que estas serão cada vez mais relevantes nas decisões de investimento, principalmente, após a Pandemia pela qual passamos.

Nesse sentido, estes profissionais trouxeram à reflexão outras informações não financeiras importantes para decisão de investimento não exploradas pela literatura anteriormente como “Informações relacionadas a estrutura organizacional e cultura corporativa”, “Informações relacionadas a forma de atuação dos empregados e sua capacidade de adaptação” e “Informações relacionadas aos fornecedores (tempo de relacionamento, dependência dos fornecedores, fornecedores chave)”.

O resultado da *survey*, por outro lado, evidencia um maior alinhamento dos respondentes com a literatura e endossa os indutores propostos pelo grupo focal como relevantes na decisão de investimento. Nesse sentido, todos os indutores foram considerados relevantes, muito relevantes ou extremamente relevantes para, no mínimo, 62% dos respondentes.

Assim, depreende-se que os respondentes da pesquisa apresentam um amadurecimento na consciência da importância de fatores intangíveis na decisão de investimento ao incorporar em seu processo decisório informações não financeiras relacionadas a questões humanas, sociais e ambientais. Este tipo de postura pode favorecer o desenvolvimento de um mercado mais estável, contribuindo para sustentabilidade financeira, além de influenciar as empresas que ainda não valorizam essas questões a repensar suas

estratégias e a se preocuparem com um maior alinhamento entre discurso e ações, contribuindo com a sustentabilidade de forma mais geral.

No entanto, cerca de 30% dos participantes atribuírem pouca relevância ou nenhuma relevância para os indutores ICH1 – Forma de atuação dos empregados e sua capacidade de atuação, ICH3 – Prática de trabalho responsável e programa de saúde e segurança do trabalho, e ICH5 – Política de inclusão social dos empregados. Todas as outras variáveis também obtiveram respostas nessas categorias, porém em menor quantidade.

À vista disso, é possível concluir que, apesar da constatação de um perfil de respondentes preocupados com os intangíveis, ainda há necessidade de ampliar essa consciência para um grupo de investidores, que apesar de pequeno, pode ser significativo. Desse modo, é importante avançar no debate e na divulgação da importância dos intangíveis para decisão de investimento bem-informada e sustentável a médio e longo prazo, principalmente, aqueles relacionados ao Capital Humano e ao Capital Social e de Relacionamento.

➤ 4º Objetivo Específico: Propor um modelo de indutores de valor não financeiro relevantes para os investidores profissionais para que sejam divulgados nos relatórios empresariais, em especial, no Relato Integrado de forma a melhorar sua utilidade e relevância aos provedores de capital financeiro.

Os dados obtidos com a *Survey*, permitiram, ainda, a realização de uma Análise Fatorial Confirmatória para validação de um Modelo Teórico de Mensuração para os capitais intangíveis investigados. Ou seja, a partir de um conjunto de informações intangíveis, foi possível identificar quais indutores não financeiros melhor representam seu constructo para realidade dos investidores profissionais brasileiros participantes da pesquisa.

Assim, apesar da baixa significância de alguns indutores e da exclusão do indutor ICSR3 – Informações sobre o valor da marca e reputação da empresa – os resultados mostram uma representatividade satisfatória do modelo.

Em suma, o modelo definido pode ser utilizado para identificar critérios pelos quais os investidores brasileiros avaliam o potencial de criação de valor das empresas de forma que os preparadores de relatório, em especial de Relatórios Integrados, os considerem em suas divulgações, aumentando, assim, sua eficácia. Além disso, orienta os demais investidores sobre a relevância das informações não financeiras no processo de tomada de decisão de investimento.

6.3 IMPLICAÇÕES PRÁTICA DA PESQUISA

A elaboração do Modelo Teórico de Mensuração de capitais intangíveis proposto nesta tese, com base na relevância das variáveis que compõem os constructos para os investidores profissionais brasileiros participantes da pesquisa, traz as seguintes contribuições:

- (i) À academia, ao indicar, a partir da revisão estruturada da literatura, das próprias limitações do método adotado e dos resultados da pesquisa, os caminhos que precisam ser percorridos para avanço da fronteira do conhecimento relacionada aos temas estudados.
- (ii) Aos reguladores e normatizadores, que podem utilizar os resultados do modelo elaborado para nortear futuras regulamentações de forma a contribuir com a divulgação de informações relevantes e comparáveis.
- (iii) Aos preparadores de relatório, ao indicar as informações de interesse dos investidores que devem ser divulgadas melhorando a utilidade e a relevância dos relatórios para seus provedores de capital financeiro, reduzindo, assim, a desconexão do que é divulgado com o que é demandado por esse público.
- (iv) Aos gestores, ao evidenciar os fatores de interesse dos investidores, os quais, caso ainda não sejam considerados pela empresa ou caso não recebam a atenção devida, precisam ser considerados de forma estratégica.
- (v) Aos investidores que ainda não consideram informações não financeiras em seu processo de tomada de decisão, ao apontar a relevância em considerá-las por se tratar de indutores de redução de riscos e de criação de valor, os quais contribuem para redução de incertezas sobre o valor e a perenidade da empresa.

Por fim, estes resultados são, ainda, importantes pois identificam a mudança de paradigma no processo de tomada de decisão de investidores brasileiros, sinalizando às empresas que seus provedores de capital financeiro estão interessados em empresas virtuosamente responsáveis, engajadas com o desenvolvimento do capital humano, social e natural. Por conseguinte, pode influenciar as empresas a se envolverem mais com estas questões, tornando-as responsáveis, valorizadoras de seu capital humano, além de estarem engajadas com questões sociais e atuando de forma a reduzir pegada ambiental.

6.4 LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

As limitações são inerentes às pesquisas. Independente da abordagem ou do método que se vá escolher, elas sempre existirão. Na prática, são riscos assumidos na decisão do caminho a ser seguido no processo investigativo e nas delimitações realizadas para consecução dos objetivos. Contudo, os recortes realizados e as limitações dos métodos empregados abrem portas para realizações de pesquisas futuras.

A Revisão Estruturada da Literatura realizada nesta pesquisa permitiu identificar a pouca atenção dada pela literatura de Relato Integrado e de Investimentos às considerações do investidor, principal usuário do Relato Integrado e provedor de capital financeiro.

Assim, ainda que esta pesquisa pretenda contribuir com o avanço do conhecimento sobre este tema, investigando como as informações intangíveis afetam o processo de tomada de decisão de investimento, ainda há espaço para que pesquisas futuras contribuam na construção de uma ponte para consolidação do conhecimento sobre o assunto.

A REL limitou-se a duas bases indexadoras internacionais reconhecidas na área de Ciências Sociais Aplicadas, a Scopus e a WoS, e ao Google acadêmico, tendo como data de corte final a data de realização da pesquisa, assim, pesquisas futuras poderão atualizar os resultados desta pesquisa e ampliar o número de base de dados investigadas.

Os indutores de valor não financeiro investigados também foram delimitados de acordo com os capitais intangíveis propostos no *Framework* do Relato Integrado – Capital Intelectual, Capital Humano, Capital Social e de Relacionamento e Capital Natural. Assim, outros indutores não financeiros de valor ou outras informações de natureza não financeira merecem ser explorados futuramente. A título de exemplo citam-se: Governança Corporativa e Riscos corporativos. Inclusive a associação destes elementos de forma mais específica para mensuração de diferentes constructos, como Informações sobre Responsabilidade Social Corporativa – RSC, Informações Sociais, Ambientais e de Governança – ESG, Informações não financeiras relacionadas aos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável - ODS.

Outra limitação da pesquisa está relacionada ao uso de uma amostra por conveniência na realização do grupo focal. Nesse sentido, a ampliação da amostra e a realização de um número maior de grupos de foco podem contribuir para resultados qualitativos mais específicos e detalhados. Além disso, para realização da *survey*, foi selecionada uma amostra não probabilística intencional de 193 respondentes. Deste modo, a

partir da definição de novos critérios de seleção, pode-se utilizar amostras maiores e/ou diversificadas possibilitando outros tipos de análise e/ou maior aprofundamento dos resultados deste estudo.

Considera-se também que as características do perfil dos respondentes podem guiar a realização de pesquisas com objetivo de investigar a influência das diferentes características na percepção da relevância das variáveis não financeiras estudadas no processo de decisão a partir do uso de diferentes métodos estatísticos.

Além das possibilidades de pesquisa oriundas das limitações da pesquisa, identifica-se possibilidade de pesquisas a partir dos resultados encontrados na Revisão Estruturada da Literatura e dos resultados obtidos com a pesquisa empírica. Dessa forma, há alguns caminhos que podem ser percorridos:

- O desenvolvimento de pesquisas que adotem a técnica de entrevistas com investidores para compreender a percepção que estes têm sobre os indutores não financeiros de criação de valor apontados pela literatura positivista como de interesse deles.
- A realização de pesquisa que busque identificar o conhecimento que investidores profissionais brasileiros têm sobre a abordagem do Relato Integrado e a percepção que eles têm sobre sua utilidade para decisão de investimento, bem como o uso do relato para informar este processo.
- A elaboração de estudos em contextos brasileiros mais específicos, de forma a compreender quão relevantes são as informações do modelo de mensuração de intangíveis por investidores profissionais de diferentes regiões do país e, ainda, com o objetivo de levantar novos *insights* sobre outros indutores de valor.
- Implementação da proposta anterior para investidores de varejo, visto o aumento significativo deste tipo de investidor na bolsa de valores brasileira.
- A realização de pesquisa que investigue a relevância das informações propostas no modelo de mensuração dos intangíveis para os diferentes tipos de investidores profissionais considerando os diversos setores da economia.
- O desenvolvimento de pesquisa quantitativa que identifique como a divulgação dessas informações intangíveis propostas no modelo cria valor para as organizações e para o mercado de capitais em diferentes setores.

- O desenvolvimento de uma pesquisa documental que possibilite identificar o nível de *disclosure* das empresas que adotam o Relato Integrado em diferentes setores com base no modelo de mensuração proposto nesta pesquisa.
- A implementação destas propostas para além do contexto brasileiro.

REFERÊNCIAS

- ABHAYAWANSA, S.; ELIJIDO-TEN, E.; DUMAY, J. A practice theoretical analysis of the irrelevance of integrated reporting to mainstream sell-side analysts. **Accounting and Finance**, v. 59, n. 3, p. 1621–1653, 2019.
- ADAMS, C. A. Conceptualising the contemporary corporate value creation process. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 30, n. 4, p. 906–931, 2017.
- ADAMS, C. A.; ABHAYAWANSA, S. Connecting the COVID-19 pandemic, environmental, social and governance (ESG) investing and calls for ‘harmonisation’ of sustainability reporting. **Critical Perspectives on Accounting**, n. xxxx, p. 102309, 2021.
- ADAMS, S.; SIMNETT, R. Integrated Reporting: An Opportunity for Australia’s Not-for-Profit Sector. **Australian Accounting Review**, v. 21, n. 3, p. 292–301, 2011.
- AHMED HAJI, A.; ANIFOWOSE, M. The trend of integrated reporting practice in South Africa: ceremonial or substantive? **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 7, n. 2, p. 190–224, 2016a.
- AHMED HAJI, A.; ANIFOWOSE, M. Audit committee and integrated reporting practice: does internal assurance matter? **Managerial Auditing Journal**, v. 31, n. 8–9, p. 915–948, 2016b.
- AHMED HAJI, A.; ANIFOWOSE, M. Initial trends in corporate disclosures following the introduction of integrated reporting practice in South Africa. **Journal of Intellectual Capital**, v. 18, n. 2, p. 373–399, 2017.
- ALBERTINI, E. Integrated reporting: an exploratory study of French companies. **Journal of Management and Governance**, v. 23, n. 2, p. 513–535, 2019.
- ALVES, N. et al. INTEGRATED REPORT AND THE FINANCIAL INFORMATION FORMAT TO EVIDENCE THE VALUE CREATION OF PILOT PROGRAM ENTERPRISES. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 3, p. 99–122, 2017.
- AL-HTAYBAT, K.; VON ALBERTI-ALHTAYBAT, L. Integrated thinking leading to integrated reporting: case study insights from a global player. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 31, n. 5, p. 1435–1460, 2018.
- ATKINS, J. et al. “Good” news from nowhere: Imagining utopian sustainable accounting. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 28, n. 5, p. 651–670, 2015.
- ATKINS, J.; MAROUN, W. Integrated reporting in South Africa in 2012 Perspectives from South

- African institutional investors. **Meditari Accountancy Research**, v. 23, n. 2, p. 197–221, 2015a.
- ATKINS, J.; MAROUN, W. Integrated reporting in South Africa in 2012: Perspectives from South African institutional investors. **Meditari Accountancy Research**, v. 23, n. 2, p. 197–221, 2015b.
- BABOUKARDOS, D. The valuation relevance of environmental performance revisited: The moderating role of environmental provisions. **British Accounting Review**, v. 50, n. 1, p. 32–47, 2018.
- BABOUKARDOS, D.; RIMMEL, G. Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 4, p. 437–452, 2016.
- BARBIER, E. B.; BURGESS, J. C. Innovative corporate initiatives to reduce climate risk: Lessons from East Asia. **Sustainability (Switzerland)**, v. 10, n. 1, 2017.
- BARTH, M.; CAHAN, S.; VENTER, E. The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Capital Market and Real Effects Mary E. Barth. 2017.
- BEATTIE, V.; SMITH, S. J. Value creation and business models: Refocusing the intellectual capital debate. **British Accounting Review**, v. 45, n. 4, p. 243–254, 2013.
- BEMBY S., B. et al. Intellectual capital, firm value and ownership structure as moderating variable: Empirical study on banking listed in indonesia stock exchange period 2009-2012. **Asian Social Science**, v. 11, n. 16, p. 148–159, 2015.
- BOGEA, F.; BARROS, L. A. B. DE C. Processo de tomada de decisão do investidor individual brasileiro no mercado acionário nacional: um estudo exploratório enfocando o efeito disposição e os vieses da ancoragem e do excesso de confiança. **Gestão & Regionalidade**, v. 24, n. 71, p. 6–18, 2008.
- BRIEM, C. R.; WALD, A. Implementing third-party assurance in integrated reporting: Companies' motivation and auditors' role. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 31, n. 5, p. 1461–1485, 2018.
- BROADSTOCK, D. C. et al. The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. **Finance Research Letters**, v. 38, n. July 2020, p. 101716, 2021.
- BROWN, J.; DILLARD, J. Integrated reporting: On the need for broadening out and opening up. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 27, n. 7, p. 1120–1156, 2014.
- BRUSCA, I.; LABRADOR, M.; LARRAN, M. The challenge of sustainability and integrated reporting at universities: A case study. **Journal of Cleaner Production**, v. 188, p. 347–354, 2018.
- BUITENDAG, N.; FORTUIN, G. S.; DE LAAN, A. Firm characteristics and excellence in integrated reporting. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v. 20, n. 1, 2017a.
- BUITENDAG, N.; FORTUIN, G. S.; DE LAAN, A. Firm characteristics and excellence in integrated reporting. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v. 20, n. 1, p. 1–8, 2017b.
- CALLEN, J. L.; GAVIOUS, I.; SEGAL, D. The complementary relationship between financial and non-financial information in the biotechnology industry and the degree of investor sophistication. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, v. 6, n. 2, p. 61–76, 2010.
- CAMILLERI, M. A. The integrated reporting of financial, social and sustainability capitals: A critical review and appraisal. **International Journal of Sustainable Society**, v. 9, n. 4, p. 311–326, 2017.
- CAMODECA, R.; ALMICI, A. From the corporate social responsibility reporting to the integrated reporting: The case of Sabaf S.p.a. **Problems and Perspectives in Management**, v. 15, n. 1, p. 150–157, 2017.
- CAMODECA, R.; ALMICI, A. Sustainability Disclosure in Integrated Reporting : Does It

- Matter to Investors ? A Cheap Talk Approach. **Sustainability**, p. 1–34, 2018.
- CHEIKH, I. B.; NOUBBIGH, H. The Effect of Intellectual Capital Drivers on Performance and Value Creation: the Case of Tunisian Non-financial Listed Companies. **Journal of the Knowledge Economy**, v. 10, n. 1, p. 147–167, 2019.
- CHEN, F. F.; SOUSA, K. H.; WEST, S. G. Teacher's Corner: Testing Measurement Invariance of Second-Order. **Structural Equation Modeling**, v. 12, n. 3, p. 471–492, 2005.
- CHEN, M.-C.; CHENG, S.-J.; HWANG, Y. An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. **Journal of Intellectual Capital**, v. 6, n. 2, p. 159–176, 2005.
- CHENG, M. et al. The International Integrated Reporting Framework: Key Issues and Future Research Opportunities. **Journal of International Financial Management and Accounting**, v. 25, n. 1, p. 90–119, 2014.
- CMMAD, M. C. SOBRE O M. A. E D. **Nosso futuro comum**. [s.l: s.n.].
- COHEN, JEFFREY R.; HOLDER-WEBB, LORI; WOOD, DAVID; NATH, L. Retail Investor perceptions of the decision-usefulness of economic performance, governance and corporate social responsibility disclosure. **Behavioral Research in Accounting, Forthcoming**, n. 5, 2010.
- COHEN, S.; KARATZIMAS, S. Tracing the future of reporting in the public sector: introducing integrated popular reporting. **International Journal of Public Sector Management**, v. 28, n. 6, p. 449–460, 2015.
- COMMISSION, E. **Financing a Sustainable European Economy**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf>.
- CONWAY, E. Quantitative impacts of mandatory integrated reporting. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 17, n. 4, p. 604–634, 2019.
- CORTESI, A.; VENA, L. Disclosure quality under Integrated Reporting : A value relevance approach. **Journal of Cleaner Production**, v. 220, p. 745–755, 2019.
- CUNHA, F. A. F. de S., ET AL. (2019). Can sustainable investments outperform traditional benchmarks? Evidence from global stock markets. **Business Strategy and the Environment**, v.29, n.2, p. 682-697. doi:10.1002/bse.2397
- DAUGAARD, D. Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review. **Accounting and Finance**, v. 60, n. 2, p. 1501–1530, 2020.
- DE VILLIERS, C.; HSIAO, P.-C. K.; MAROUN, W. Developing a conceptual model of influences around integrated reporting, new insights and directions for future research. **Meditari Accountancy Research**, v. 25, n. 4, p. 450–460, 2017a.
- DE VILLIERS, C.; HSIAO, P. C. K.; MAROUN, W. Developing a conceptual model of influences around integrated reporting, new insights and directions for future research. **Meditari Accountancy Research**, v. 25, n. 4, p. 450–460, 2017b.
- DE VILLIERS, C.; RINALDI, L.; UNERMAN, J. Integrated reporting: Insights, gaps and an agenda for future research. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 27, n. 7, p. 1042–1067, 2014.
- DE VILLIERS, C.; VENTER, E. R.; HSIAO, P.-C. K. Integrated reporting: background, measurement issues, approaches and an agenda for future research. **Accounting & Finance**, v. 57, p. 937–959, 2017.
- DELOITTE. **Integrated Reporting moving towards maturity - Are we truly maximizing the benefits of Integrated Reporting?** [s.l: s.n.].
- DEMARTINI, P.; PAOLONI, M.; PAOLONI, P. **Sustainability and Intangibles: Evidence of**

Integrated Thinking. [s.l: s.n.]. v. 15

DIAS, A.; LIEBSCHER, S. GRUPO FOCAL: técnica de coleta de dados em pesquisas qualitativas. **Informação & Sociedade: Estudos**, v. 10, n. 2, p. 1–12, 2000.

DILLING, P. F. A.; HARRIS, P. Reporting on long-term value creation by Canadian companies : A longitudinal assessment. **Journal of Cleaner Production**, v. 191, p. 350–360, 2018.

DISTEFANO, C. et al. Fitting Large Factor Analysis Models With Ordinal Data. **Educational and Psychological Measurement**, v. 79, n. 3, p. 417–436, 2019.

DUMAY, J. et al. Integrated reporting: A structured literature review. **Accounting Forum**, v. 40, n. 3, p. 166–185, 2016.

DUMAY, J. et al. Barriers to implementing the International Integrated Reporting Framework A contemporary academic perspective. **Meditari Accountancy Research**, v. 25, n. 4, p. 461–480, 2017.

DUMAY, J.; DAI, T. Integrated thinking as a cultural control? **Meditari Accountancy Research**, v. 25, n. 4, p. 574–604, 2017.

DUMITRU, M.; GORGAN, C.; DUMITRU, V. F. **INTEGRATED REPORTING: A CASE STUDY.** PROCEEDINGS OF THE 9TH INTERNATIONAL CONFERENCE ACCOUNTING AND MANAGEMENT INFORMATION SYSTEMS (AMIS 2014). **Anais...**: Proceedings of the International Conference Accounting and Management Information Systems.2014

ECCLES, R. G.; SERAFEIM, G. Accelerating the Adoption of Integrated Reporting. **CSR Index 2011**, p. 70–92, 2011.

EFIMOVA, O. V. Integrating sustainability issues into investment decision evaluation. **Journal of Reviews on Global Economics**, v. 7, p. 668–681, 2018.

ENGELBRECHT, L.; YASSEEN, Y.; OMARJEE, I. The role of the internal audit function in integrated reporting: a developing economy perspective. **Meditari Accountancy Research**, v. 26, n. 4, p. 657–674, 2018.

EY. **Tomorrow's Investment Rules 2.0 - Emerging risk and stranded assets have investors looking for more from nonfinancial reporting**, 2015. Disponível em: <[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ccass-institutional-investor-survey-2015/\\$FILE/ey-ccass-institutional-investor-survey-2015.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ccass-institutional-investor-survey-2015/$FILE/ey-ccass-institutional-investor-survey-2015.pdf)>

FAN, X.; WANG, L. Effects of potential confounding factors on fit indices and parameter estimates for true and misspecified SEM models. **Educational and Psychological Measurement**, v. 58, n. 5, p. 701–735, 1998.

FAZENDA, I. A. **Integração e interdisciplinaridade no ensino brasileiro – efetividade ou ideologia.** São Paulo: Edições Loyola, 1979.

FENG, T.; CUMMINGS, L.; TWEEDIE, D. Exploring integrated thinking in integrated reporting – an exploratory study in Australia. **Journal of Intellectual Capital**, v. 18, n. 2, p. 330–353, 2017.

FERNANDES, R. B.; BARBOSA, A. Factors associated with the voluntary disclosure of the integrated report in Brazil. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, 2021.

FLORA, D. B.; CURRAN, P. J. An empirical evaluation of alternative methods of estimation for confirmatory factor analysis with ordinal data. **Psychological Methods**, v. 9, n. 4, p. 466–491, 2004.

FLORES, E. et al. Integrated reporting and capital markets in an international setting: The role of financial analysts. **Business Strategy and the Environment**, v. 28, n. 7, p. 1465–1480, 2019.

FLOWER, J. The international integrated reporting council: A story of failure. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 27, p. 1–17, 2015.

- FRÍAS-ACEITUNO, J. V.; RODRÍGUEZ-ARIZA, L.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M. The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 20, n. 4, p. 219–233, 2013a.
- FRIAS-ACEITUNO, J. V; RODRÍGUEZ-ARIZA, L.; GARCIA-SÁNCHEZ, I. M. Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting. **Business Strategy and the Environment**, v. 23, n. 1, p. 56–72, 2014.
- FRÍAS-ACEITUNO, J. V; RODRÍGUEZ-ARIZA, L.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M. Is integrated reporting determined by a country's legal system? An exploratory study. **Journal of Cleaner Production**, v. 44, p. 45–55, 2013b.
- GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M.; NOGUERA-GÁMEZ, L. Integrated information and the cost of capital. **International Business Review**, v. 26, n. 5, p. 959–975, 2017a.
- GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M.; NOGUERA-GÁMEZ, L. Integrated Reporting and Stakeholder Engagement: The Effect on Information Asymmetry. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 24, n. 5, p. 395–413, 2017b.
- GIBASSIER, DELPHINE; RODRIGUE, MICHELLE; ARJALIÈS, D.-L. From Share Value to Shared Value: Exploring the Role of Accountants in Developing Integrated Reporting in Practice IMA-ACCA Joint Research. **IMA (Institute of Management Accountants) – ACCA (The Association of Chartered Certified Accountants) Joint Research Report**, v. January, 2016.
- GIORGINO, M. C.; SUPINO, E.; BARNABÈ, F. Corporate disclosure, materiality, and integrated report: An event study analysis. **Sustainability (Switzerland)**, v. 9, n. 12, p. 1–15, 2017.
- GUTHRIE, J.; MANES-ROSSI, F.; ORELLI, R. L. Integrated reporting and integrated thinking in Italian public sector organizations. **Meditari Accountancy Research**, v. 25, n. 4, p. 553–573, 2017.
- GUTHRIE, J., RICCERI, F. and DUMAY, J.. Reflections and projections: a decade of intellectual capital accounting research. **The British Accounting Review**, Vol. 44 No. 2, pp. 68-82, 2012.
- GUTIÉRREZ-TORRENOVA, M. G. Sustainability. The end of finance as it was . **Estudios de Economía Aplicada**, v. 39, n. 3, 2021.
- HAJI, A. A.; HOSSAIN, D. M. Exploring the implications of integrated reporting on organisational reporting practice: Evidence from highly regarded integrated reporters. **Qualitative Research in Accounting and Management**, v. 13, n. 4, p. 415–444, 2016.
- HAMID, F. Z. A.; SHAFIE, R.; OTHMAN, Z. The “Cognitive experience, area of business, responsiveness and engagement” conceptual framework for integrated reporting. **Advanced Science Letters**, v. 21, n. 6, p. 1791–1793, 2015.
- HARRISON, J. S.; WICKS, A. C. Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance. **Business Ethics Quarterly**, v. 23, n. 1, p. 97–124, 2013.
- HELMINA, M. R. A. et al. How does reporting technology affect firm value? **International Journal of Scientific and Technology Research**, v. 8, n. 7, p. 534–541, 2019.
- HOLM, C.; RIKHARDSSON, P. Experienced and novice investors: Does environmental information influence investment allocation decisions? **European Accounting Review**, v. 17, n. 3, p. 537–557, 2008.
- HOOD, WILLIAM W.; WILSON, C. S. The literature of bibliometrics , scientometrics , and informetrics. **Scientometrics**, v. 52, n. 2, p. 291–314, 2001.
- HSIAO, P. K. **Usefulness of Integrated Reporting Concepts to Investment Decision-making: Empirical Evidence from Taiwan**. [s.l: s.n.].

- HSIAO, P. K.; KELLY, M. Investment considerations and impressions of integrated reporting Evidence from Taiwan. **Sustainability Accounting, Management and policy Journal**, v. 9, n. 1, p. 2–28, 2018.
- IFA, I. F. DES A. The Board of Directors and integrated reporting. **IFA publications**, p. 22, 2017.
- IIRC, I. I. R. C. Communicating Value in the 21st Century. **Integrated Reporting**, n. September, p. 17, 2011.
- IIRC, I. I. R. C. **The International IR Framework**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/>>.
- IIRC, I. I. R. C. **Strategy: The Breakthrough Phase 2014–17**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/02/IIRC-Strategy-Summary-2015.pdf>>.
- IIRC, I. I. R. C. **Creating Value - Value to investors**. [s.l: s.n.].
- IIRC, I. I. R. C. **Creating value - Integrated Reporting <IR> and Investors benefits**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/>>.
- IIRC, I. I. R. C. The International < IR > Framework. n. January, p. 58, 2021.
- IRC, I. R. C. Frame work of Integrated reporting and the integrated report. **Integrated Reporting**, n. January, p. 28, 2011.
- JAMES, M. L. Sustainability and integrated reporting: Opportunities and strategies for small and midsize companies. **Entrepreneurial Executive**, v. 18, p. 17–28, 2013a.
- JAMES, M. L. Sustainability and integrated reporting: A case exploring issues, benefits and challenges. **Journal of the International Academy for Case Studies**, v. 19, n. 7, p. 89–96, 2013b.
- 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.
- KASSAI, J. R.; CARVALHO, N.; KASSAI, J. R. S. **Contabilidade ambiental: relato integrado e sustentabilidade**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2019.
- KILIÇ, M.; KUZEY, C. Determinants of forward-looking disclosures in integrated reporting. **Managerial Auditing Journal**, v. 33, n. 1, p. 115–144, 2018.
- KOUFTEROS, X. A. Testing a model of pull production: A paradigm for manufacturing research using structural equation modeling. **Journal of Operations Management**, v. 17, n. 4, p. 467–488, 1999.
- KPMG. The KPMG Survey of Business Reporting. p. 48, 2014.
- KUZINA, R. W. INTEGRATED REPORTING AS A MECHANISM OF INCREASING BUSINESS VALUE. **Actual Problems of Economics**, v. 8, n. 158, p. 385–392, 2014.
- KYRIAZOS, T. A. Applied Psychometrics: Sample Size and Sample Power Considerations in Factor Analysis (EFA, CFA) and SEM in General. **Psychology**, v. 09, n. 08, p. 2207–2230, 2018.
- LAMBOOY, T.; HORDIJK, R.; BIJVELD, W. **Communicating about integrating sustainability in corporate strategy: Motivations and regulatory environments of integrated reporting from a european and dutch perspective** **Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability**, 2014. Disponível em: <<https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-84896530056&doi=10.1108%2FS2043-9059%282014%290000006021&partnerID=40&md5=8a315d3afc9b120f530e731a522863d4>>
- LAURSEN, M.; SVEJVIG, P. Taking stock of project value creation: A structured literature review with future directions for research and practice. **International Journal of Project Management**, v. 34, n. 4, p. 736–747, 2016.
- LEE, K.; YEO, G. H.-H. The association between integrated reporting and firm valuation. **Review of**

Quantitative Finance and Accounting, v. 47, n. 4, p. 1221–1250, 2016.

LEMOS, L. V. et al. Mercado de ações: um estudo sobre o interesse do investidor em critérios não financeiros considerados na tomada de decisão. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 6, n. 1, p. 43–58, 2014.

LEPAK, D. P.; SMITH, K. G.; TAYLOR, M. S. Value creation and value capture: A multilevel perspective. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 1, p. 180–194, 2007.

LI, C. H. Confirmatory factor analysis with ordinal data: Comparing robust maximum likelihood and diagonally weighted least squares. **Behavior Research Methods**, v. 48, n. 3, p. 936–949, 2016.

LODHIA, S. Exploring the Transition to Integrated Reporting Through a Practice Lens: An Australian Customer Owned Bank Perspective. **Journal of Business Ethics**, v. 129, n. 3, p. 585–598, 2015.

LOPES, A. I.; COELHO, A. M. Engaged in integrated reporting? Evidence across multiple organizations. **European Business Review**, v. 30, n. 4, p. 398–426, 2018.

LOPREVITE, S.; RICCA, B.; RUPO, D. Performance sustainability and integrated reporting: Empirical evidence from mandatory and voluntary adoption contexts. **Sustainability (Switzerland)**, v. 10, n. 5, 2018.

LOVE, J. et al. JASP: Graphical statistical software for common statistical designs. **Journal of Statistical Software**, v. 88, n. 1, 2019.

LUZZI, DANIEL ANGEL; PHILLIPPI JR., A. Interdisciplinaridade, pedagogia e didática da complexidade na formação superior. In: PHILLIPPI JR., ARLINDO; SILVA NETO, A. J. (Ed.). **Interdisciplinaridade em ciência, tecnologia & inovação**. [s.l.] Manole, 2011.

MASSARO, M.; DUMAY, J.; GUTHRIE, J. On the shoulders of giants: undertaking a structured literature review in accounting. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 29, n. 5, p. 767–801, 2016.

MCNALLY, M.-A.; MAROUN, W. It is not always bad news: Illustrating the potential of integrated reporting using a case study in the eco-tourism industry. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 31, n. 5, p. 1319–1348, 2018.

MELLONI, G.; CAGLIO, A.; PEREGO, P. Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 36, n. 3, p. 220–238, 2017.

MENICUCCI, E. Exploring forward-looking information in integrated reporting: A multi-dimensional analysis. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 19, n. 1, p. 102–121, 2018.

MERVELSKEMPER, L.; STREIT, D. Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise? **Business Strategy and the Environment**, v. 26, n. 4, p. 536–549, 2017.

MIRALLES-QUIRÓS, M. M.; MIRALLES-QUIRÓS, J. L.; GONÇALVES, L. M. V. The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. **Sustainability (Switzerland)**, v. 10, n. 3, 2018.

MISHRA, R.; PUNDIR, A. K.; GANAPATHY, L. Conceptualizing sources, key concerns and critical factors for manufacturing flexibility adoption: An exploratory study in Indian manufacturing firms. **Journal of Manufacturing Technology Management**, v. 27, n. 3, p. 379–407, 2016.

MONTECALVO, M.; FARNETI, F.; DE VILLIERS, C. The potential of integrated reporting to enhance sustainability reporting in the public sector. **Public Money and Management**, v. 38, n. 5, p. 365–374, 2018.

NAYNAR, N. R.; RAM, A. J.; MAROUN, W. Expectation gap between preparers and stakeholders in integrated reporting. **Meditari Accountancy Research**, v. 26, n. 2, p. 241–262, 2018.

OCEAN TOMO. ANNUAL STUDY OF INTANGIBLE ASSET MARKET VALUE. Disponível

em: <<http://www.oceantomo.com/BLOG/2015/03-05-OCEAN-TOMO-2015-INTANGIBLE-ASSET-MARKET-VALUE/>>. Acesso em: 11 jun. 2017.

ONWUEGBUZIE, A. J. et al. A Qualitative Framework for Collecting and Analyzing Data in Focus Group Research. **International Journal of Qualitative Methods**, v. 8, n. 3, p. 1–21, 2009.

OSHIKA, T.; SAKA, C. Sustainability KPIs for integrated reporting. **Social Responsibility Journal**, v. 13, n. 3, p. 625–642, 2017.

PAVLOPOULOS, A.; MAGNIS, C.; EMMANUEL, G. Integrated reporting: An accounting disclosure tool for high quality financial reporting. **Research in International Business and Finance**, v. 49, n. May 2018, p. 13–40, 2019.

PAVLOPOULOS, A.; MAGNIS, C.; IATRIDIS, G. E. Integrated reporting: Is it the last piece of the accounting disclosure puzzle? **Journal of Multinational Financial Management**, v. 41, p. 23–46, 2017.

PEREGO, P.; KENNEDY, S.; WHITEMAN, G. A lot of icing but little cake? Taking integrated reporting forward. **Journal of Cleaner Production**, v. 136, n. July 2014, p. 53–64, 2016.

PETERSEN, H.L.; VREDENBURG, H. Morals or economics? Institutional investor preferences for corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, v. 90, n. 1, p. 1, 2009.

PIMENTA, D. P. Um estudo sobre a influência das características sociodemográficas e do excesso de confiança nas decisões dos investidores, analistas e profissionais de investimento à luz das finanças comportamentais. **REGE**, v. 19, n. 2, p. 261–278, 2012.

PISTONI, A.; SONGINI, L.; BAVAGNOLI, F. Integrated Reporting Quality : An Empirical Analysis. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 507, n. January, p. 489–507, 2018.

PRZYCHODZEN, J. et al. ESG issues among fund managers-factors and motives. **Sustainability (Switzerland)**, v. 8, n. 10, 2016.

PRZYCHODZEN, J.; GÓMEZ-BEZARES, F.; PRZYCHODZEN, W. ESG Issues among Fund Managers — Factors and Motives. **Sustainability (Switzerland)**, v. 8, n. 10, p. 1–19, 2016.

PWC. Corporate performance: What do investors want to know? n. September, p. 11, 2014.

PWC. The widening variety of factors used in investment decision making. n. August, 2016.

RAIMO, N. et al. Factors affecting human capital disclosure in an integrated reporting perspective. **Measuring Business Excellence**, v. 24, n. 4, p. 575–592, 1 jan. 2020.

RAMBE, P.; MANGARA, T. B. Influence of integrated reporting ratings, CEO age, and years of experience on the share price of top 106 JSE listed companies. **Problems and Perspectives in Management**, v. 14, n. 3, p. 216–231, 2016.

RAYNAUT, C. Interdisciplinaridade: mundo contemporâneo, complexidade e desafios à produção e à aplicação de conhecimento. In: PHILIPPI JR., ARLINDO; SILVA NETO, A. J. (Ed.). **Interdisciplinaridade em ciência, tecnologia & inovação**. São Paulo: Manole, 2011.

RAYNAUT, C. Paradoxos e ambiguidades na ideia de interdisciplinaridade. **Desenvolvimento e Meio Ambiente**, v. 47, p. 13–48, 2018.

REIMSBACH, D.; HAHN, R.; GÜRTÜRK, A. Integrated Reporting and Assurance of Sustainability Information: An Experimental Study on Professional Investors' Information Processing. **European Accounting Review**, v. 27, n. 3, p. 559–581, 2017.

REUTER, M.; MESSNER, M. Lobbying on the integrated reporting framework: An analysis of comment letters to the 2011 discussion paper of the IIRC. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 28, n. 3, p. 365–402, 2015.

RIBEIRO, C. DE M. DE A. et al. Evidenciação da responsabilidade social corporativa nos estudos

sobre relato integrado : uma revisão estruturada da literatura. **Desenvolvimento e Meio Ambiente**, v. 53, n. jan./jun., p. 107–132, 2020.

RINALDI, L.; UNERMAN, J.; DE VILLIERS, C. Evaluating the integrated reporting journey: insights, gaps and agendas for future research. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 31, n. 5, p. 1294–1318, 2018.

RIVERA-ARRUBLA, Y. A.; ZORIO-GRIMA, A.; GARCÍA-BENAU, M. A. Integrated reports: Disclosure level and explanatory factors. **Social Responsibility Journal**, v. 13, n. 1, p. 155–176, 2017.

ROMERO, S.; RUIZ, S.; FERNANDEZ-FEIJOO, B. Sustainability reporting and stakeholder engagement in Spain: Different instruments, different quality. **Business Strategy and the Environment**, v. 28, n. 1, p. 221–232, 2018.

ROWBOTTOM, N.; LOCKE, J. The emergence of <iR>. **Accounting and Business Research**, v. 46, n. 1, p. 83–115, 2016.

RUIZ-LOZANO, M.; TIRADO-VALENCIA, P. Do industrial companies respond to the guiding principles of the Integrated Reporting framework? A preliminary study on the first companies joined to the initiative. **Revista de Contabilidad**, v. 19, n. 2, p. 252–260, 2016.

RUPLEY, K. H.; BROWN, D.; MARSHALL, S. Evolution of corporate reporting: From stand-alone corporate social responsibility reporting to integrated reporting. **Research in Accounting Regulation**, v. 29, n. 2, p. 172–176, 2017.

SALVI, A. et al. Does intellectual capital disclosure affect the cost of equity capital? An empirical analysis in the integrated reporting context. **Journal of Intellectual Capital**, 2020.

SALVI, A. et al. The financial consequences of human capital disclosure as part of integrated reporting. **Journal of Intellectual Capital**, 2021.

SANTOS, T. A. DOS; PEDRON, C. D. MÉTODO DELPHI APLICADO EM PESQUISAS DE GESTÃO DE PROJETOS: UMA PERSPECTIVA ALÉM DO CONSENSO. **Iberoamerican Journal of Project Management**, v. 10, n. 1, p. 60–80, 2019.

SETIA, N. et al. Integrated reporting in South Africa: some initial evidence. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 6, n. 3, p. 397–424, 2015.

SHAKINA, E.; MOLODCHIK, M. Intangible-driven value creation: Supporting and obstructing factors. **Measuring Business Excellence**, v. 18, n. 3, p. 87–100, 2014.

SHAKINA, E.; MOLODCHIK, M.; BARAJAS, A. Endogenous value creation: managerial decisions on intangibles. **Management Research Review**, v. 40, n. 4, p. 410–428, 2017.

SIERRA-GARCÍA, L.; ZORIO-GRIMA, A.; GARCÍA-BENAU, M. A. Stakeholder Engagement, Corporate Social Responsibility and Integrated Reporting: An Exploratory Study. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 22, n. 5, p. 286–304, 2015.

SIEW, R. Y. J. R. Briefing: Integrated reporting - challenges in the construction industry. **Proceedings of the Institution of Civil Engineers: Engineering Sustainability**, v. 168, n. 1, p. 3–6, 2015.

SLACK, RICHARD; CAMPBELL, D. **Meeting users' information needs : The use and usefulness of Integrated Reporting**. [s.l: s.n.].

SLACK, R.; MUNZ, M. Intellectual capital reporting, leadership and strategic change. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 17, n. 1, p. 61–83, 2016.

SLACK, R.; TSALAVOUTAS, I. Integrated reporting decision usefulness: Mainstream equity market views. **Accounting Forum**, v. 42, n. 2, p. 184–198, 2018.

SOYKA, P. A. The International Integrated Reporting Toward Better Reporting Framework: Council (IIRC) Integrated Sustainability Reporting and (Way) Beyond. **Environmental Quality Management** /, v. 49, n. 4, p. 16–18, 2013.

- STACCHEZZINI, R.; MELLONI, G.; LAI, A. Sustainability management and reporting: the role of integrated reporting for communicating corporate sustainability management. **Journal of Cleaner Production**, v. 136, p. 102–110, 2016.
- STENT, W.; DOWLER, T. Early assessments of the gap between integrated reporting and current corporate reporting. **Meditari Accountancy Research**, v. 23, n. 1, p. 92–117, 2015.
- STEYN, M. Organisational benefits and implementation challenges of mandatory integrated reporting: Perspectives of senior executives at South African listed companies. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 5, n. 4, p. 476–503, 2014.
- STUBBS, W. et al. Financial Capital Providers Perceptions of Integrated Reporting. **SSRN Electronic Journal**, p. 1–17, 2014.
- STUBBS, W.; HIGGINS, C. Integrated reporting and internal mechanisms of change. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 27, n. 7, p. 1068–1089, 2014.
- STUBBS, W.; HIGGINS, C. Stakeholders' Perspectives on the Role of Regulatory Reform in Integrated Reporting. **Journal of Business Ethics**, v. 147, n. 3, p. 489–508, 2018.
- SULTANA, S.; ZULKIFLI, N.; ZAINAL, D. Environmental, social and governance (ESG) and investment decision in Bangladesh. **Sustainability (Switzerland)**, v. 10, n. 6, 2018.
- TANG, K.; GREENWALD, C. Long-termism versus Short-termism: Time for the Pendulum to Shift? **S&P Dow Jones Indices LLC**, n. April, p. 1–16, 2016.
- THOMSON, I. “But does sustainability need capitalism or an integrated report” a commentary on “The International Integrated Reporting Council: A story of failure” by Flower, J. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 27, p. 18–22, 2015.
- TRAD, L. A. B. Focal groups: Concepts, procedures and reflections based on practical experiences of research works in the health area. **Physis**, v. 19, n. 3, p. 777–796, 2009.
- TREINTA, F. T. et al. Metodologia de pesquisa bibliográfica com a utilização de método multicritério de apoio à decisão. **Production**, v. 24, n. 3, p. 508–520, 2014.
- TWEEDIE, D.; MARTINOV-BENNIE, N. Entitlements and Time: Integrated Reporting's Double-edged Agenda. **Social and Environmental Accountability Journal**, v. 35, n. 1, p. 49–61, 2015.
- VAN ECK, N. J.; WALTMAN, L. **VOSviewer Manual version 1.6.5**, 2016.
- VAN ZIJL, W.; WÖSTMANN, C.; MAROUN, W. Strategy disclosures by listed financial services companies: Signalling theory, legitimacy theory and South African integrated reporting practices. **South African Journal of Business Management**, v. 48, n. 3, p. 73–85, 2018.
- VAZ, N.; FERNANDEZ-FEIJOO, B.; RUIZ, S. Integrated reporting: an international overview. **Business Ethics**, v. 25, n. 4, p. 577–591, 2016.
- VELTE, P.; STAWINOAGA, M. Integrated reporting: The current state of empirical research, limitations and future research implications. **Journal of Management Control**, v. 28, n. 3, p. 275–320, 2017.
- VELTRI, S.; SILVESTRI, A. The Free State University integrated reporting: a critical consideration. **Journal of Intellectual Capital**, v. 16, n. 2, p. 443–462, 2015.
- VIDAL, N. G.; BERMAN, S.; VAN BUREN, H. Stakeholder theory and value creation models in Brazilian firms. **Revista Brasileira de Gestao de Negocios**, v. 17, n. 55, p. 911–931, 2015.
- WANG, J.; HASLAM, J.; MARSTON, C. The appraisal of ordinary shares by Chinese financial analysts. v. 19, n. 1, p. 5–30, 2011.
- WICI, W. I. C. I. **WICI - Intangibles Reporting Framework World Intellectual Capital/Assets Initiative**. [s.l.: s.n.].
- WILLOWS, G. D.; ROCKEY, J. A. Share price reaction to financial and integrated reports. **South**

African Journal of Accounting Research, v. 32, n. 2–3, p. 174–188, 2018.

WINLOW, H. et al. Using Focus Group Research to Support Teaching and Learning. **Journal of Geography in Higher Education**, v. 37, n. 2, p. 292–303, 2013.

WULF, I.; NIEMÖLLER, J.; RENTZSCH, N. 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, n. 2, p. 135–164, 2014.

XIA, Y.; YANG, Y. RMSEA, CFI, and TLI in structural equation modeling with ordered categorical data: The story they tell depends on the estimation methods. **Behavior Research Methods**, v. 51, n. 1, p. 409–428, 2019.

ZAPPETTINI, F.; UNERMAN, J. ‘Mixing’ and ‘Bending’: The recontextualisation of discourses of sustainability in integrated reporting. **Discourse and Communication**, v. 10, n. 5, p. 521–542, 2016.

ZHOU, S.; SIMNETT, R.; GREEN, W. Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market? **Abacus**, v. 53, n. 1, p. 94–132, 2017.

ZICARI, A. **Can one report be reached? the challenge of integrating different perspectives on corporate performance** *Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability*, 2014. Disponível em: <<https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-84896539329&doi=10.1108%2FS2043-9059%282014%290000006028&partnerID=40&md5=a3ead800ddc94b6e6ae629b3fdcf0a59>>

ZUPIC, I.; ČATER, T. Bibliometric Methods in Management and Organization. **Organizational Research Methods**, v. 18, n. 3, p. 429–472, 2015.

APÊNDICE I - DOCUMENTOS QUE COMPÕE A AMOSTRA DA REVISÃO
ESTRUTURADA DA LITERATURA SOBRE RELATO INTEGRADO

Autor (es)	Ano	Revista	Título
Abdullah N.W., Husin N.M., Nor M.M.	2017	International Journal of Applied Business and Economic Research	An exploratory study of integrated reporting: A case of public listed companies in Southeast Asia
Abeysekera I.	2013	Journal of Intellectual Capital	A template for integrated reporting
Adams C.A.	2017	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Conceptualising the contemporary corporate value creation process
Adams C.A.	2015	Critical Perspectives on Accounting	The international integrated reporting council: A call to action
Adams C.A., Potter B., Singh P.J., York J.	2016	British Accounting Review	Exploring the implications of integrated reporting for social investment (disclosures)
Adams S., Simnett R.	2011	Australian Accounting Review	Integrated Reporting: An Opportunity for Australia's Not-for-Profit Sector
Ahmed Haji A., Anifowose M.	2017	Journal of Intellectual Capital	Initial trends in corporate disclosures following the introduction of integrated reporting practice in South Africa
Ahmed Haji A., Anifowose M.	2016	Managerial Auditing Journal	Audit committee and integrated reporting practice: does internal assurance matter?
Ahmed Haji A., Anifowose M.	2016	Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	The trend of integrated reporting practice in South Africa: ceremonial or substantive?
Alexander D., Blum V.	2016	Ecological Economics	Ecological economics: A Luhmannian analysis of integrated reporting
Al-Htaybat K., von Alberti-Alhtaybat L.	2018	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Integrated thinking leading to integrated reporting: case study insights from a global player

Atkins J., Maroun W.	2015	Meditari Accountancy Research	Integrated reporting in South Africa in 2012: Perspectives from South African institutional investors
Atkins J.F., Solomon A., Norton S., Joseph N.L.	2015	Meditari Accountancy Research	The emergence of integrated private reporting
Baboukardos D., Rimmel G.	2016	Journal of Accounting and Public Policy	Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note
Balashova N.N., Šilerová E., Melikhov V.A.	2015	Agris On-line Papers in Economics and Informatics	Developing the methodology to form integrated reporting of Agrohholdings in the Russian Federation
Ballou B., Casey R.J., Grenier J.H., Heitger D.L.	2012	Accounting Horizons	Exploring the strategic integration of sustainability initiatives: Opportunities for accounting research
Barnabè F.	2016	International Journal of Applied Systemic Studies	Representing' value creation: A combined approach of system dynamics and integrated reporting for the airline sector
Barth M.E., Cahan S.F., Chen L., Venter E.R.	2017	Accounting, Organizations and Society	The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects
Beattie V., Smith S.J.	2013	British Accounting Review	Value creation and business models: Refocusing the intellectual capital debate
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Beck C., Dumay J., Frost G.	2017	Journal of Business Ethics	In Pursuit of a 'Single Source of Truth': from Threatened Legitimacy to Integrated Reporting
Bemby S. B., Mukhtaruddin, Hakiki A., Ferdianti R.	2015	Asian Social Science	Intellectual capital, firm value and ownership structure as moderating variable: Empirical study on banking listed in indonesia stock exchange period 2009-2012
Bernardi C., Stark A.W.	2018	British Accounting Review	Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts
Biondi L., Bracci E.	2018	Sustainability (Switzerland)	Sustainability, popular and integrated reporting in the public sector: A fad and fashion perspective
Birnik A.	2013	Thunderbird International Business Review	Developing climate change strategy: A framework for managers
Boonlua S., Phankasem S.	2016	Journal of Business and Retail Management Research	Engagement in integrated reporting: Evidence from the international integrating reporting council adoption framework
Bouten L., Hoozée S.	2015	Issues in Accounting Education	Challenges in sustainability and integrated reporting
Briem C.R., Wald A.	2018	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Implementing third-party assurance in integrated reporting: Companies' motivation and auditors' role
Brown J., Dillard J.	2014	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Integrated reporting: On the need for broadening out and opening up
Brown-Liburd H., Zamora V.L.	2015	Auditing	The role of corporate social responsibility (CSR) assurance in investors' judgments when managerial pay is explicitly tied to CSR performance
Brusca I., Labrador M., Larran M.	2018	Journal of Cleaner Production	The challenge of sustainability and integrated reporting at universities: A case study

Buitendag N., Fortuin G.S., De Laan A.	2017	South African Journal of Economic and Management Sciences	Firm characteristics and excellence in integrated reporting
Buys P.W., Van Niekerk E.	2014	Banks and Bank Systems	The South African financial services industry's integrated reporting compliance with the global reporting initiative framework
Calu A., Negrei C., Calu D.A., Avram V.	2015	Amfiteatru Economic	Reporting of non-financial performance indicators - A useful tool for a sustainable marketing strategy
Camilleri M.A.	2018	Corporate Communications	Theoretical insights on integrated reporting: The inclusion of non-financial capitals in corporate disclosures
Camilleri M.A.	2017	International Journal of Sustainable Society	The integrated reporting of financial, social and sustainability capitals: A critical review and appraisal
Camodeca R., Almici A.	2017	Problems and Perspectives in Management	From the corporate social responsibility reporting to the integrated reporting: The case of Sabaf S.p.a
Camodeca R., Almici A., Sagliaschi U.	2018	Sustainability (Switzerland)	Sustainability disclosure in integrated reporting: Does it matter to investors? A cheap talk approach
Carels C., Maroun W., Padia N.	2013	Corporate Ownership and Control	Integrated reporting in the South African mining sector
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Carini C., Chiaf E.	2015	Corporate Ownership and Control	The relationship between annual and sustainability, environmental and social reports
Chaidali P.P., Jones M.J.	2017	Critical Perspectives on Accounting	It's a matter of trust: Exploring the perceptions of Integrated Reporting preparers
Chariri A., Januarti I.	2017	European Research Studies Journal	Audit committee characteristics and integrated reporting: Empirical study of companies listed on the Johannesburg stock exchange
Cheng M., Green W., Conradie P., Konishi N., Romi A.	2014	Journal of International Financial Management and Accounting	The International Integrated Reporting Framework: Key Issues and Future Research Opportunities
Cohen S., Karatzimas S.	2015	International Journal of Public Sector Management	Tracing the future of reporting in the public sector: introducing integrated popular reporting
Correa Ruiz C.	2013	Accounting Education	A Commentary on 'Integrated Reporting: A Review of Developments and their Implications for the Accounting Curriculum'
Correa-Garcia J.-A., Garcia-Benau M.-A., Garcia-Meca E.	2018	Sustainability (Switzerland)	CSR communication strategies of Colombian business groups: An analysis of corporate reports
Coulson A.B., Adams C.A., Nugent M.N., Haynes K.	2015	Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	Exploring metaphors of capitals and the framing of multiple capitals: Challenges and opportunities for <ir>
Dabbicco G.	2015	Statistika	The boundary of the public sector in national accounts versus IPSAS
de Villiers C., Rinaldi L., Unerman J.	2014	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Integrated reporting: Insights, gaps and an agenda for future research

Demartini P., Paoloni M., Paoloni P.	2015	Journal of International Business and Economics	Sustainability and intangibles: Evidence of integrated thinking
Dumay J.	2016	Journal of Intellectual Capital	A critical reflection on the future of intellectual capital: from reporting to disclosure
Dumay J., Bernardi C., Guthrie J., Demartini P.	2016	Accounting Forum	Integrated reporting: A structured literature review
Dumitru M., Gușe R.G., Feleagă L., Manguic D.M., Feldioreanu A.I.	2015	Amfiteatru Economic	Marketing communications of value creation in sustainable organizations. The practice of integrated reports
Fasan M., Mio C.	2017	Business Strategy and the Environment	Fostering Stakeholder Engagement: The Role of Materiality Disclosure in Integrated Reporting
Feng T., Cummings L., Tweedie D.	2017	Journal of Intellectual Capital	Exploring integrated thinking in integrated reporting – an exploratory study in Australia
Flower J.	2015	Critical Perspectives on Accounting	The international integrated reporting council: A story of failure
Frias-Aceituno J.V., Rodriguez-Ariza L., Garcia-Sanchez I.M.	2013	Corporate Social Responsibility and Environmental Management	The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting
Frias-Aceituno J.V., Rodríguez-Ariza L., Garcia-Sánchez I.M.	2014	Business Strategy and the Environment	Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Frías-Aceituno J.V., Rodríguez-Ariza L., García-Sánchez I.M.	2013	Journal of Cleaner Production	Is integrated reporting determined by a country's legal system? An exploratory study
Garanina T., Dumay J.	2017	Journal of Intellectual Capital	Forward-looking intellectual capital disclosure in IPOs: Implications for intellectual capital and integrated reporting
García-Sánchez I.-M., Martínez-Ferrero J., García-Benau M.-A.	2019	Corporate Social Responsibility and Environmental Management	Integrated reporting: The mediating role of the board of directors and investor protection on managerial discretion in munificent environments
García-Sánchez I.-M., Noguera-Gámez L.	2018	Australian Accounting Review	Institutional Investor Protection Pressures versus Firm Incentives in the Disclosure of Integrated Reporting
García-Sánchez I.-M., Noguera-Gámez L.	2017	Corporate Social Responsibility and Environmental Management	Integrated Reporting and Stakeholder Engagement: The Effect on Information Asymmetry
García-Sánchez I.-M., Rodríguez-Ariza L., Frías-Aceituno J.-V.	2013	International Business Review	The cultural system and integrated reporting
Gelmini L., Bavagnoli F., Comoli M., Riva P.	2015	Studies in Managerial and Financial Accounting	Waiting for materiality in the context of integrated reporting: Theoretical challenges and preliminary empirical findings
Ghani E.K., Jamal J., Puspitasari E., Gunardi A.	2018	International Journal of Managerial and Financial Accounting	Factors influencing integrated reporting practices among Malaysian public listed real property companies: A sustainable development effort
Gianfelici C., Casadei A., Cembali F.	2018	Journal of Business Ethics	The Relevance of Nationality and Industry for Stakeholder Salience: An Investigation Through Integrated Reports

Gibassier D., Rodrigue M., Arjaliès D.-L.	2018	Accounting, Auditing and Accountability Journal	“Integrated reporting is like God: no one has met Him, but everybody talks about Him”: The power of myths in the adoption of management innovations
Gnanaweera K.A.K., Kunori N.	2018	Cogent Business and Management	Corporate sustainability reporting: Linkage of corporate disclosure information and performance indicators
Gonzalbez J.M., Rodriguez M.M.	2012	International Journal of Digital Accounting Research	XBRL and integrated reporting: The Spanish accounting association taxonomy approach
Gunarathne N., Senaratne S.	2017	Managerial Auditing Journal	Diffusion of integrated reporting in an emerging South Asian (SAARC) nation
Haji A.A., Hossain D.M.	2016	Qualitative Research in Accounting and Management	Exploring the implications of integrated reporting on organisational reporting practice: Evidence from highly regarded integrated reporters
Haller A., van Staden C.	2014	Accounting, Auditing and Accountability Journal	The value added statement – an appropriate instrument for integrated reporting
Hamid F.Z.A., Shafie R., Othman Z.	2015	Advanced Science Letters	The “Cognitive experience, area of business, responsiveness and engagement” conceptual framework for integrated reporting
Higgins C., Stubbs W., Love T.	2014	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Walking the talk(s): Organisational narratives of integrated reporting
Hojnik J.	2017	Journal for European Environmental and Planning Law	Environmental Corporate Reporting under eu Law: Historic Achievement or Just a Moderate Step Forward?
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Hsiao P.-C.K., Kelly M.	2018	Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	Investment considerations and impressions of integrated reporting: Evidence from Taiwan
Humphrey C., O’Dwyer B., Unerman J.	2017	Accounting and Business Research	Re-theorizing the configuration of organizational fields: the IIRC and the pursuit of ‘Enlightened’ corporate reporting
James M.L.	2015	Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues	Accounting majors' perceptions of the advantages and disadvantages of sustainability and integrated reporting
James M.L.	2015	Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues	The benefits of sustainability and integrated reporting: An investigation of accounting majors' perceptions
James M.L.	2013	Journal of the International Academy for Case Studies	Sustainability and integrated reporting: A case exploring issues, benefits and challenges
James M.L.	2013	Entrepreneurial Executive	Sustainability and integrated reporting: Opportunities and strategies for small and midsize companies
Jensen J.C., Berg N.	2012	Business Strategy and the Environment	Determinants of Traditional Sustainability Reporting Versus Integrated Reporting. An Institutionalist Approach
Joshi P.L., Sallehuddin A., Munusamy P.	2018	Indian Journal of Finance	Perceptions of corporate executives in the adoption and implementation of integrated reporting: Evidence from Malaysia
Kamp-Roelands N.	2013	Accounting Education	A Commentary on 'Integrated Reporting: A Review of Developments and their Implications for the Accounting Curriculum'
Kaspina R.G., Molotov L.A.	2016	Academy of Strategic Management Journal	COrporate integrated reporting: An efficient tool of economic security management

Kaspina R.G., Molotov L.A., Kaspina L.E.	2015	Asian Social Science	Cash flow forecasting as an element of integrated reporting: An empirical study
Kaspina R.G., Shneydman L.Z.	2013	Neftyanoe khozyaystvo - Oil Industry	New approach to the oil companies' corporate reporting
Khayrullina M.	2017	Quality Innovation Prosperity	CSR in sustainable development: Comparative analysis
Khoruzhy L., Karzaeva N., Katkov Y., Tryastsina N., Ukolova A.	2018	International Journal of Civil Engineering and Technology	Identification and presentation of information on sustainable development in accounting and analytical system of the organization
Kılıç M., Kuzey C.	2018	Meditari Accountancy Research	Assessing current company reports according to the IIRC integrated reporting framework
Kılıç M., Kuzey C.	2018	Managerial Auditing Journal	Determinants of forward-looking disclosures in integrated reporting
Kobo K.L., Ngwakwe C.C.	2017	Investment Management and Financial Innovations	Relating corporate social investment with financial performance
Krasodomska J.	2015	Social Responsibility Journal	CSR disclosures in the banking industry, Empirical evidence from Poland
Kräusche K., Pilz S.	2018	International Journal of Sustainability in Higher Education	Integrated sustainability reporting at HNE Eberswalde – a practice report
Kuzina R.W.	2014	Actual Problems of Economics	Integrated reporting as a mechanism of increasing business value
Autor (es)	Ano	Revista	Título
La Torre M., Valentinetti D., Dumay J., Rea M.A.	2018	Journal of Intellectual Capital	Improving corporate disclosure through XBRL: An evidence-based taxonomy structure for integrated reporting
Lai A., Melloni G., Stacchezzini R.	2018	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Integrated reporting and narrative accountability: the role of preparers
Lai A., Melloni G., Stacchezzini R.	2016	Business Strategy and the Environment	Corporate Sustainable Development: Is 'Integrated Reporting' a Legitimation Strategy?
Lambooy T., Hordijk R., Bijveld W.	2014	Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability	Communicating about integrating sustainability in corporate strategy: Motivations and regulatory environments of integrated reporting from a european and dutch perspective
Lee K.-W., Yeo G.H.- H.	2016	Review of Quantitative Finance and Accounting	The association between integrated reporting and firm valuation
Lodhia S.	2015	Journal of Business Ethics	Exploring the Transition to Integrated Reporting Through a Practice Lens: An Australian Customer Owned Bank Perspective
Lodhia S., Stone G.	2017	Australian Accounting Review	Integrated Reporting in an Internet and Social Media Communication Environment: Conceptual Insights
Lopes A.I., Coelho A.M.	2018	European Business Review	Engaged in integrated reporting? Evidence across multiple organizations
Loprevite S., Ricca B., Rupo D.	2018	Sustainability (Switzerland)	Performance sustainability and integrated reporting: Empirical evidence from mandatory and voluntary adoption contexts

Lueg K., Lueg R., Andersen K., Dancianu V.	2016	Corporate Communications	Integrated reporting with CSR practices: A pragmatic constructivist case study in a Danish cultural setting
Macnab A.	2015	Public Money and Management	Debate: Would outcome costing and integrated reporting link resources to strategy in the public sector?
Malyshkin O.I.	2016	Actual Problems of Economics	Non-financial reporting of ukrainian companies
Maniora J.	2017	Journal of Business Ethics	Is Integrated Reporting Really the Superior Mechanism for the Integration of Ethics into the Core Business Model? An Empirical Analysis
Maroun W.	2018	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Modifying assurance practices to meet the needs of integrated reporting: The case for "interpretive assurance"
Maroun W.	2017	British Accounting Review	Assuring the integrated report: Insights and recommendations from auditors and preparers
McNally M.-A., Maroun W.	2018	Accounting, Auditing and Accountability Journal	It is not always bad news: Illustrating the potential of integrated reporting using a case study in the eco-tourism industry
Meintjes C., Grobler A.F.	2014	Public Relations Review	Do public relations professionals understand corporate governance issues well enough to advise companies on stakeholder relationship management?
Melloni G.	2015	Journal of Intellectual Capital	Intellectual capital disclosure in integrated reporting: An impression management analysis
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Melloni G., Caglio A., Perego P.	2017	Journal of Accounting and Public Policy	Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports
Melloni G., Stacchezzini R., Lai A.	2016	Journal of Management and Governance	The tone of business model disclosure: an impression management analysis of the integrated reports
Menicucci E.	2018	Journal of Applied Accounting Research	Exploring forward-looking information in integrated reporting : A multi-dimensional analysis
Mervelskemper L., Streit D.	2017	Business Strategy and the Environment	Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise?
Meyrick J.	2016	Journal of Arts Management Law and Society	Telling the Story of Culture's Value: Ideal-Type Analysis and Integrated Reporting
Mio C., Fasan M.	2014	Journal of Environmental Accounting and Management	Beyond financial reporting: A journey from sustainability towards integrated reporting
Mio C., Marco F., Pauluzzo R.	2016	Journal of Cleaner Production	Internal application of IR principles: Generali's Internal Integrated Reporting
Mmako N., Van Rensburg M.J.	2017	South African Journal of Business Management	Towards integrated reporting: The inclusion of content elements of an integrated annual report in the chairmen's statements of JSE-listed companies
Montecalvo M., Farneti F., de Villiers C.	2018	Public Money and Management	The potential of integrated reporting to enhance sustainability reporting in the public sector

Morros J.	2016	Intangible Capital	The integrated reporting: A presentation of the current state of art and aspects of integrated reporting that need further development
Müller S., Stawinoga M.	2015	Corporate Ownership and Control	Stakeholder expectations on csr management and current regulatory developments in europe and Germany
Nakib M., Dey P.K.	2018	Asian Economic and Financial Review	The journey towards integrated reporting in Bangladesh
Naynar N.R., Ram A.J., Maroun W.	2018	Meditari Accountancy Research	Expectation gap between preparers and stakeholders in integrated reporting
Ofoegbu G.N., Odoemelam N., Okafor R.G.	2018	Cogent Business and Management	Corporate board characteristics and environmental disclosure quantity: Evidence from South Africa (integrated reporting) and Nigeria (traditional reporting)
Oliver J., Vesty G., Brooks A.	2016	Managerial Auditing Journal	Conceptualising integrated thinking in practice
Oshika T., Saka C.	2017	Social Responsibility Journal	Sustainability KPIs for integrated reporting
Owen G.	2013	Accounting Education	A Rejoinder to Commentaries on 'Integrated Reporting: A Review of Developments and their Implications for the Accounting Curriculum'
Owen G.	2013	Accounting Education	Integrated Reporting: A Review of Developments and their Implications for the Accounting Curriculum
Pavlopoulos A., Magnis C., Iatridis G.E.	2017	Journal of Multinational Financial Management	Integrated reporting: Is it the last piece of the accounting disclosure puzzle?
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Perego P., Kennedy S., Whiteman G.	2016	Journal of Cleaner Production	A lot of icing but little cake? Taking integrated reporting forward
Pistoni A., Songini L.	2015	Studies in Managerial and Financial Accounting	New trends and directions in CSD: The integrated reporting
Rambaud A., Richard J.	2015	Critical Perspectives on Accounting	The "Triple Depreciation Line" instead of the "Triple Bottom Line": Towards a genuine integrated reporting
Rambe P., Mangara T.B.	2016	Problems and Perspectives in Management	Influence of integrated reporting ratings, CEO age, and years of experience on the share price of top 106 JSE listed companies
Reimsbach D., Hahn R., Gürtürk A.	2018	European Accounting Review	Integrated Reporting and Assurance of Sustainability Information: An Experimental Study on Professional Investors' Information Processing
Rensburg R., Botha E.	2014	Public Relations Review	Is Integrated Reporting the silver bullet of financial communication? A stakeholder perspective from South Africa
Reuter M., Messner M.	2015	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Lobbying on the integrated reporting framework: An analysis of comment letters to the 2011 discussion paper of the IIRC
Ricardo V.S., Barcellos S.S., Bortolon P.M.	2017	Revista de Gestao Social e Ambiental	Sustainability report or integrated reporting of listed companies in bm&fbovespa: Determinant factors of disclosure [Relatório De Sustentabilidade Ou Relato Integrado Das Empresas Listadas Na BM & Fbovespa: Fatores Determinantes De Divulgação]

Rinaldi L., Unerman J., de Villiers C.	2018	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Evaluating the integrated reporting journey: insights, gaps and agendas for future research
Rivera-Arrubla Y.A., Zorio-Grima A.	2016	Psychology and Marketing	Integrated Reporting, Connectivity, and Social Media
Rivera-Arrubla Y.A., Zorio-Grima A., García-Benau M.A.	2017	Social Responsibility Journal	Integrated reports: Disclosure level and explanatory factors
Robertson F.A., Samy M.	2015	Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	Factors affecting the diffusion of integrated reporting – a UK FTSE 100 perspective
Roslender R., Nielsen C.	2017	Accounting Forum	Lessons for progressing narrative reporting: Learning from the experience of disseminating the Danish Intellectual Capital Statement approach
Rowbottom N., Locke J.	2016	Accounting and Business Research	The emergence of <iR>
Ruiz-Lozano M., Tirado-Valencia P.	2016	Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review	Do industrial companies respond to the guiding principles of the Integrated Reporting framework? A preliminary study on the first companies joined to the initiative
Rupley K.H., Brown D., Marshall S.	2017	Research in Accounting Regulation	Evolution of corporate reporting: From stand-alone corporate social responsibility reporting to integrated reporting
Santis S., Bianchi M., Incollingo A., Bisogno M.	2018	Sustainability (Switzerland)	Disclosure of intellectual capital components in integrated reporting: An empirical analysis
Segal T.G., Segal M., Maroun W.	2017	Meditari Accountancy Research	The perceived relevance of tax risk-management in a South African context
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Setia N., Abhayawansa S., Joshi M., Huynh A.V.	2015	Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	Integrated reporting in South Africa: Some initial evidence
Sierra-García L., Zorio-Grima A., García-Benau M.A.	2015	Corporate Social Responsibility and Environmental Management	Stakeholder Engagement, Corporate Social Responsibility and Integrated Reporting: An Exploratory Study
Siew R.Y.J.R.	2015	Proceedings of the Institution of Civil Engineers: Engineering Sustainability	Briefing: Integrated reporting - challenges in the construction industry
Simnett R., Huggins A.L.	2015	Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	Integrated reporting and assurance: Where can research add value?
Sinnewe E.	2017	Accounting Research Journal	Examining the economic consequences of concise integrated reports: A pitch
Slack R., Tsalavoutas I.	2018	Accounting Forum	Integrated reporting decision usefulness: Mainstream equity market views
Smit A.M., Van Zyl J.	2016	Banks and Bank Systems	Investigating the extent of sustainability reporting in the banking industry
Sofian I., Dumitru M.	2017	Sustainability (Switzerland)	The compliance of the integrated reports issued by European financial companies with the International Integrated Reporting Framework

Soyka P.A.	2013	Environmental Quality Management	The International Integrated Reporting Council (IIRC) Integrated Reporting Framework: Toward Better Sustainability Reporting and (Way) Beyond
Stacchezzini R., Melloni G., Lai A.	2016	Journal of Cleaner Production	Sustainability management and reporting: the role of integrated reporting for communicating corporate sustainability management
Steenkamp N.	2018	Journal of Intellectual Capital	Top ten South African companies' disclosure of materiality determination process and material issues in integrated reports
Stent W., Dowler T.	2015	Meditari Accountancy Research	Early assessments of the gap between integrated reporting and current corporate reporting
Steyn M.	2014	Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	Organisational benefits and implementation challenges of mandatory integrated reporting: Perspectives of senior executives at South African listed companies
Stubbs W., Higgins C.	2018	Journal of Business Ethics	Stakeholders' Perspectives on the Role of Regulatory Reform in Integrated Reporting
Stubbs W., Higgins C.	2014	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Integrated reporting and internal mechanisms of change
Szczepankiewicz E.I., Mućko P.	2016	Sustainability (Switzerland)	CSR reporting practices of polish energy and mining companies
Thomson I.	2015	Critical Perspectives on Accounting	'But does sustainability need capitalism or an integrated report' a commentary on 'The International Integrated Reporting Council: A story of failure' by Flower, J.
Tweedie D., Martinov-Bennie N.	2015	Social and Environmental Accountability Journal	Entitlements and Time: Integrated Reporting's Double-edged Agenda
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Tweedie D., Nielsen C., Martinov-Bennie N.	2018	Australian Accounting Review	The Business Model in Integrated Reporting: Evaluating Concept and Application
Usanova D.S., Khakimzyanova L.K.	2017	International Journal of Economic Perspectives	Integrated reporting as a factor of firm's value growth
van Bommel K.	2014	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Towards a legitimate compromise?: An exploration of integrated reporting in the Netherlands
Van Zijl W., Wöstmann C., Maroun W.	2017	South African Journal of Business Management	Strategy disclosures by listed financial services companies: Signalling theory, legitimacy theory and South African integrated reporting practices
Vaz N., Fernandez-Feijoo B., Ruiz S.	2016	Business Ethics	Integrated reporting: an international overview
Velte P.	2018	Problems and Perspectives in Management	Is audit committee expertise connected with increased readability of integrated reports: Evidence from EU companies
Velte P., Stawinoga M.	2017	Journal of Management Control	Integrated reporting: The current state of empirical research, limitations and future research implications
Veltri S., Silvestri A.	2015	Journal of Intellectual Capital	The Free State University integrated reporting: A critical consideration
Venter E.R., Stiglingh M., Smit A.-R.	2017	Journal of International Financial Management and Accounting	Integrated Thinking and the Transparency of Tax Disclosures in the Corporate Reports of Firms

Vesty G.M., Ren C., Ji S.	2018	Accounting, Auditing and Accountability Journal	Integrated reporting as a test of worth: A conversation with the chairman of an integrated reporting pilot organisation
Vidal N.G., Berman S., Van Buren H.	2015	Revista Brasileira de Gestao de Negocios	Stakeholder theory and value creation models in Brazilian firms
Vinnari E., Dillard J.	2016	Critical Perspectives on Accounting	(ANT)agonistics: Pluralistic politicization of, and by, accounting and its technologies
Wild S.	2011	International Journal of Environmental, Cultural, Economic and Social Sustainability	Public sector accountability for cultural assets: An integrated reporting approach
Willows G.D., Rockety J.A.	2018	South African Journal of Accounting Research	Share price reaction to financial and integrated reports
Wulf I., Niemöller J., Rentzsch N.	2014	Journal of Management Control	Development toward integrated reporting, and its impact on corporate governance: a two-dimensional approach to accounting with reference to the German two-tier system
Zappettini F., Unerman J.	2016	Discourse and Communication	'Mixing' and 'Bending': The recontextualisation of discourses of sustainability in integrated reporting
Zhou S., Simnett R., Green W.	2017	Abacus	Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?
Zicari A.	2014	Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability	Can one report be reached? the challenge of integrating different perspectives on corporate performance
Zinsou K.M.C.	2018	Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	Integrated or non-integrated reports: French listed companies at a crossroads?

APÊNDICE II – DOCUMENTOS QUE COMPÕE A AMOSTRA DA REVISÃO ESTRUTURADA DA LITERATURA SOBRE CRIAÇÃO DE VALOR

Autor (es)	Ano	Revista	Título
Abhayawansa, S Elijido-Ten, E Dumay, J	2019	Accounting & Finance	A practice theoretical analysis of the irrelevance of integrated reporting to mainstream sell-side analysts
Adams, Carol A.	2017	Accounting, Auditing & Accountability Journal	Conceptualising the contemporary corporate value creation process
Adilođlu, Burcu Vuran, Bengü	2012	The journal of applied business research	The Relationship Between The Financial Ratios And Transparency Levels Of Financial Information Disclosures Within The Scope Of Corporate Governance: Evidence From Turkey
Ahmadi, A Nakaa, N Bouri, A	2018	Research in international business and finance	Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms
Akisik, O Gal, G	2019	Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	Integrated reports, external assurance and financial performance: An empirical analysis on North American firms
Albertini, E	2019	Journal of Management and Governance	Integrated reporting: an exploratory study of French companies

Almilia, Luciana Spica Budisusetyo, Sasongko	2017	International journal of business information systems	Internet financial reporting: User perception in Indonesia
Alves, Nadson; Kassai, José Roberto; Lucas, Edimilson Costa; Gomes Ferreira; Humberto Medrado	2017	Revista Evidenciação Contábil & Finanças	Integrated Report and the financial information format to evidence the value creation of pilot program enterprises
Arnold, Markus Bassen, Alexander Frank, Ralf	2018	Journal of Sustainable Finance & Investment	Timing effects of corporate social responsibility disclosure: an experimental study with investment professionals
Arvidsson, S	2011	Journal of Intellectual Capital	Disclosure of non-financial information in the annual report: A management-team perspective
Atkins, Jill Frances Solomon, Aris Norton, Simon Joseph, Nathan Lael	2015	Meditari Accountancy Research	The emergence of integrated private reporting
Atkins, Jill Maroun, Warren	2015	Meditari Accountancy Research	Integrated reporting in South Africa in 2012: Perspectives from South African institutional investors
Baboukardos, Diogenis	2018	The British Accounting Review	The valuation relevance of environmental performance revisited: The moderating role of environmental provisions
Barbier, E B Burgess, J C	2017	Sustainability	Innovative corporate initiatives to reduce climate risk: Lessons from East Asia
Barker; Hendry; Roberts; Sanderson	2012	Accounting, Organizations and Society	Can company-fund manager meetings convey informational benefits? Exploring the rationalisation of equity investment decision making by UK fund managers
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Barth, M E Cahan, S F Chen, L Venter, E R	2017	Accounting, Organizations and Society, Forthcoming	The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects
Bemby S., Bambang Mukhtaruddin Hakiki, Arista Ferdianti, Rahmah	2015	Asian Social Science	Intellectual capital, firm value and ownership structure as moderating variable: Empirical study on banking listed in indonesia stock exchange period 2009-2012
Bernardi, Cristiana Stark, Andrew W.	2018	The British Accounting Review	Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts
Biscotti, Anna Maria D'Amico, Eugenio	2019	Journal of the Knowledge Economy	Does Equity Market Differently Perceive IC Management and Disclosure Behaviours?
Borba; Bortoluzzi; Alves; Souza	2012	Revista de Gestão Social e Ambiental	Informações contábeis ambientais na percepção de analistas, investidores e professores de finanças
Callen, Jeffrey L. Gavius, Ilanit Segal, Dan	2010	Journal of contemporary accounting & economics	The complementary relationship between financial and non-financial information in the biotechnology industry and the degree of investor sophistication
Cheikh; Noubbigh	2019	Journal of the Knowledge Economy	The Effect of Intellectual Capital Drivers on Performance and Value Creation: the Case of Tunisian Non-financial Listed Companies

Chen; Cheng; Hwang	2005	Journal of Intellectual Capital	An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance
Dai, Jingwen ; Lu, Chao ; Yang, Yang ; Zheng, Yanhong	2018	Sustainability	Is the social responsibility information disclosed by the companies really valuable?-Evidence from Chinese stock price synchronicity
Dilling, Petra F A Harris, Peter	2018	Journal of cleaner production	Reporting on long-term value creation by Canadian companies : A longitudinal assessment
Efimova, Olga V.	2018	Journal of Reviews on Global Economics	Integrating sustainability issues into investment decision evaluation
Flores, E Fasan, M Mendes-da-Silva, W Sampaio, J O	2019	Business Strategy and the Environment	Integrated reporting and capital markets in an international setting: The role of financial analysts
García-Sánchez, Isabel María Noguera-Gámez, Ligia	2017	International Business Review	Integrated information and the cost of capital
Giorgino, Maria Cleofe; Supino, Enrico; Barnabè, Federico	2017	Sustainability	Corporate disclosure, materiality, and integrated report: An event study analysis
Hoffmann, C Fieseler, C	2012	Corporate Communications: An International Journal	Investor relations beyond financials: Non-financial factors and capital market image building
Holm, Claus Rikhardsson, Pall	2008	European Accounting Review	Experienced and novice investors: Does environmental information influence investment allocation decisions?
Joshi; Cahill; Sidhu; Kansal	2013	Journal of Intellectual Capital	Intellectual capital and financial performance: An evaluation of the Australian financial sector
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Lee, Kin-wai; Yeo, Gillian Hian-Heng;	2016	Review of Quantitative Finance and Accounting	The association between integrated reporting and firm valuation
Lo, K Y Kwan, C L	2017	Corporate social-responsibility and environmental management	The Effect of Environmental, Social, Governance and Sustainability Initiatives on Stock Value – Examining Market Response to Initiatives Undertaken by Listed Companies
Matemane, Reon Wentzel, Rozane	2019	Banks and Bank Systems	Integrated reporting and financial performance of South African listed banks
Mishra, Rakesh K Kapil, Sheeba Abdul-Hamid, M A	2016	International Journal of Indian Culture and Business Management	Study on corporate governance mechanisms
Nazir, M S Afza, T	2018	Future business journal	Does managerial behavior of managing earnings mitigate the relationship between corporate governance and firm value? Evidence from an emerging market
Pavlopoulos, Athanasios Magnis, Chris Iatridis, George Emmanuel	2017	Journal of Multinational Financial Management	Integrated reporting: Is it the last piece of the accounting disclosure puzzle?

Pavlopoulos, Athanasios Magnis, Chris Iatridis, George Emmanuel	2019	Research in International Business and Finance	Integrated reporting: An accounting disclosure tool for high quality financial reporting
Przychodzen, Justyna Gómez-bezares, Fernando Przychodzen, Wojciech	2016	Sustainability	ESG Issues among Fund Managers — Factors and Motives
Shakina, E Molodchik, M	2014	Measuring business excellence	Intangible-driven value creation: Supporting and obstructing factors
Shakina; Molodchik; Barajas (2017)	2017	Management Research Review	Endogenous value creation: managerial decisions on intangibles
Stubbs; Higgins; Milne; Hems	2014	SSRN Electronic Journal	Financial Capital Providers' Perceptions of Integrated Reporting Working Paper
Sultana, S Zulkifli, N Zainal, D	2018	Sustainability	Environmental, social and governance (ESG) and investment decision in Bangladesh
Vidal, N G Berman, S Van Buren, H	2015	Revista brasileira de gestão de negócios	Stakeholder theory and value creation models in Brazilian firms
Vig, S Datta, M	2018	International Journal of Indian Culture and Business Management	Corporate governance and value creation: a study of selected Indian companies
Vilhena, Felipe Augusto Costa de Camargos, Marcos Antônio	2015	Revista de gestão	Governança Corporativa, Criação De Valor E Desempenho Econômico-Financeiro: Evidências Do Mercado Brasileiro Com Dados Em Paineis, 2005-2011
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Autor (es)	Ano	Revista	Título
Visnjic, Ivanka Jovanovic, Marin Neely, Andy Engwall, Mats	2017	International Journal of Production Economics	What brings the value to outcome-based contract providers? Value drivers in outcome business models

APÊNDICE III – SÍNTESE DA LITERATURA SOBRE OS FATORES QUE CONTRIBUEM COM A CRIAÇÃO DE VALOR

Autor (ano)	Objetivo	Jurisdição	Fatores de criação de valor
Adams (2017)	Examinar e explicar as complexas inter-relações que influenciam a capacidade das empresas de criar valor para seus provedores de finanças e outras partes interessadas (vagammente referidas na prática como “pensamento integrado”).	África do Sul e Austrália	Medidas de desempenho não financeiro.
Joshi et al. (2013)	Examinar o desempenho do capital intelectual (CI) do setor financeiro australiano no período 2006-2008. Também visa examinar a relação entre o desempenho do IC e o desempenho financeiro.	Austrália	Eficiência do Capital intelectual
Alves; Nadson; Kassai; Lucas; Gomes Ferreira (2017)	Descrever o conteúdo e a forma de evidenciação da criação de valor por meio das informações financeiras no Relato Integrado, a partir da publicação do Framework, em dezembro/2013.	Brasil	EBITDA; Rentabilidade; Distribuição do valor adicionado; Distribuição de dividendos / Remuneração dos acionistas.
Vidal; Berman; Van Buren (2015)	Entender como as principais empresas brasileiras pensam e comunicam a criação de valor para seus stakeholders.	Brasil	Relacionamentos com partes interessadas, ambiente de trabalho, preservação ambiental, aumento da base de clientes, desenvolvimento local, reputação e diálogo com as partes interessadas.
Adiloglu e Vuran (2012)	Investigar a relação entre o nível de transparência e os indicadores de desempenho financeiro de empresas que operam no setor real.	Brasil	Princípios de Governança corporativa da OCDE
Vilhena e Camargos (2015)	Verificar se a adesão voluntária aos mais altos padrões de governança corporativa (ações negociadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e na Nova Bolsa de Valores da BM & F Bovespa) por empresas brasileiras resultou na criação de valor e em maior economia e desempenho financeiro após a adesão e em comparação com empresas com ações listadas no mercado tradicional.	Brasil	Governança corporativa
Dilling; Harris (2018)	Analisar a qualidade longitudinal da divulgação e as tendências quantitativas no relato da criação de valor a longo prazo de 19 empresas canadenses de energia e mineração de capital aberto.	Canadá	Governança, práticas de trabalho responsáveis, relacionamentos externos e gestão de risco, conectividade entre setores financeiros e de sustentabilidade, análise de materialidade, projetos com alta exposição a riscos climáticos, custo de energia, práticas de trabalho responsáveis, incentivos e remuneração

Autor (ano)	Objetivo	Jurisdição	Fatores de criação de valor
Lo e Kwan (2017)	Examinar o impacto de iniciativas ambientais, sociais, de governança (ESG) e de sustentabilidade no valor das ações das empresas listadas em Hong Kong.	China	Iniciativas de responsabilidade social, ambiental e corporativa - Meio ambiente, água, aterro, poluição, não discriminação, oportunidades iguais, salário justo, educação vocacional, direitos humanos, partes interessadas, ética, educação, proteção local, igualdade de gênero, diversidade, transparência, comunicação.
Chao Lu; Yang; Zheng (2018)	Explorar se as informações de Responsabilidade Social Corporativa (RSE) são valiosas para melhorar a eficiência dos preços no mercado de capitais.	China	Divulgação de Responsabilidade Social Corporativa
Callen; Gavius; Segal (2010)	Examinar se variáveis financeiras e não financeiras, separadas ou em conjunto, são relevantes para explicar retornos de mercado, valores patrimoniais e o grau de investimento de investidores sofisticados.	EUA	Informações não financeiras (Contagens de patentes, número de colaborações com outras empresas e produtos)
Shakina; Molodchik; Barajas (2017)	Este estudo tem como objetivo explorar a criação de valor por meio de intangíveis nas empresas, levando em consideração a natureza endógena das decisões gerenciais.	Europa	1- Capacidade de Recursos Humanos (Qualificação do conselho de administração, Custo dos funcionários, Produtividade); 2 - Capacidade de inovação (Ativos intangíveis, Patentes, licenças, marca registrada, Prêmios por desempenho em inovação, Gastos com P&D); 3 - Processo interno (Sistema ERP, sistema de gestão do conhecimento, Implementação estratégica); 4 - Lealdade e reputação do cliente (Publicidade, Valor da marca, Citação nos motores de busca) 5 - Capacidade de rede (Associações, Emprego de capital estrangeiro, Subsidiárias)
Shakina e Molodchik (2014)	Investigar os fatores que suportam ou dificultam a criação de valor de mercado por meio do capital intangível.	Europa e América do Norte	Inovação
Baboukardos (2018)	Ampliar a compreensão da relevância do desempenho ambiental, fornecendo evidências empíricas sobre o papel moderador dos relatórios ambientais financeiros.	França	Provisões ambientais
Ahmadi; Naka; Bouri (2018)	Investigar a relação entre a presença de mulheres no quadro de conselheiros e a divulgação corporativa.	França	Características do conselho de governança (diversidade de gênero; tamanho do conselho; independência)
Vig; Datta (2018)	Examinar o impacto da implementação da governança corporativa na criação de valor medidas pelo valor econômico agregado (EVA).	Índia	Boas práticas de governança corporativa (conselho de administração, transparência e divulgação e relações com investidores)

Autor (ano)	Objetivo	Jurisdição	Fatores de criação de valor
Bemby; Mukhtaruddin; Hakiki; Ferdianti (2015)	Determinar o efeito do capital intelectual sobre o valor da empresa pela estrutura de propriedade como uma variável moderadora.	Indonésia	Gestão do Capital Intelectual (capital humano e estrutural)
Biscotti; D'Amico (2019)	Investigar se, e em que medida, a comunidade de investidores percebe de maneira diferente os comportamentos de gerenciamento do capital intelectual corporativo (CI) em comparação com as políticas não financeiras de divulgação de CI.	Itália	Gestão do Capital Intelectual (Propriedade intelectual, Patentes, Direitos autorais, Marcas comerciais, Ativos de infraestrutura, Cultura corporativa, Processos de gestão, Sistemas de informação e de rede, Projetos de pesquisa; Marcas, Clientes, Fidelidade do cliente, Canais de distribuição, Colaborações de negócios e de pesquisa, Contatos financeiros, de licença e de franquia; Know-how, Educação, Funcionários, Conhecimento e competência relacionada ao trabalho)
Barbier; Burgess (2017)	Examinar o progresso recente em iniciativas corporativas no leste da Ásia e no resto do mundo no estabelecimento de metas, políticas de preços e outros mecanismos para reduzir sua exposição aos riscos climáticos e seu impacto nas mudanças climáticas.	Leste asiático	Desenvolvimento de um clima corporativo e estratégia ambiental, integração de questões ambientais em processos de planejamento estratégico, práticas ambientais, iniciativas orientadas a processos, sistemas de gestão orientados a produtos, certificação ambiental, adoção de sistema de gestão ambiental e participação em programas voluntários de melhoria ambiental; Avaliações de desempenho climático e ambiental; Divulgações climáticas e ambientais.
Visnjic; Jovanovic; Neely (2017)	Investigar os principais fatores de valor nos quais os fornecedores de contratos baseado em resultados se concentram ao adotar modelos de negócios de resultados.	NI	Valor compartilhado; Investimento de longo prazo; Gestão de risco; Inovação para clientes
Mishra; Kapil (2016)	Revisar os estudos empíricos realizados para encontrar uma relação entre governança corporativa e desempenho da empresa.	NI	Boas práticas de governança corporativa
Nazir; Afza (2018)	Analisar o papel da governança corporativa na melhoria do valor da empresa, juntamente com o papel moderador do Gerenciamento de resultados discricionários (DEM) usando modelos propostos por Kasznik (1999) e Beatty, Ke & Petroni (2002) para detectar práticas de gerenciamento de resultados dos gerentes.	Paquistão	Governança corporativa (comitê de auditoria; conselhos maiores e independentes; Ceo livre de dupla função; participação efetiva dos conselheiros

Autor (ano)	Objetivo	Jurisdição	Fatores de criação de valor
Efimova (2018)	Investigar as questões da integração de fatores ASG no processo de tomada de decisão sobre investimentos.	Rússia	Riscos de: proteção e segurança do trabalho, de tensão social, de reputação, de prestação de contas e de mudanças climáticas; perda de funcionários valiosos; ações ilegais de funcionários; poder do fornecedor e/ou do comprador; perda de clientes-chave e/ou de fornecedores-chave; maior lealdade e inclusão de funcionários; desenvolvimento de pessoal e crescimento de vendas; satisfação do cliente e estabilidade de receita; crédito de cliente e/ou fornecedores bem gerenciado; cadeia de fornecedores; reconhecimento da marca; desastres causados pelo homem e/ou por desastres naturais; dano ambiental; falha na mitigação e adaptação às mudanças climáticas; inovação; reduzir as emissões de gases de efeito estufa; eficácia de energia e outros recursos; influências regulatórias e mudanças nas políticas governamentais; ambiente de negócio; ataques cibernéticos; competência e motivação da administração e do conselho; inovação; engajamento das partes interessadas; combinação adequada de recursos (pessoas, energia, água, dinheiro); sistemas de contabilidade financeira e gerencial.
Chen; Cheng; Hwang (2005)	Investigar empiricamente a relação entre a eficiência na criação de valor e a avaliação de mercado e desempenho financeiro das empresas.	Taiwan	Eficiência do Capital intelectual (Capital estrutural, capital humano), Gastos com P&D
Cheikh; Noubbigh (2019)	Definir um modelo que reflete o desempenho geral das empresas, adicionando informações sobre os intangíveis aos dados contábeis antigos.	Tunísia	Gastos com pessoal e investimentos em hardware

APÊNDICE IV – TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO – GRUPO FOCAL



SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL
MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE
ESCOLA DE ENGENHARIA
DOUTORADO EM SISTEMAS DE GESTÃO SUSTENTÁVEIS - PPSIG

TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO

O senhor (sra.) está sendo convidado a participar do estudo: **Indutores intangíveis de valor para decisão de investimento: uma abordagem à luz do Relato integrado**. Trata-se de uma pesquisa desenvolvida para elaboração da tese de doutorado da discente Cíntia de Melo de Albuquerque Ribeiro, sob orientação do professor Dr. Júlio Veira Neto e coorientação do professor Dr. Luis Perez Zotes, do programa de Doutorado em Sistema de Gestão Sustentável da Universidade Federal Fluminense.

INTRODUÇÃO:

No intuito de alinhar a evolução da economia, dos mercados e das necessidades de investimento, surgiu o Relato Integrado (RI). Uma nova forma de relatar as informações financeiras e não financeiras de forma integrada com objetivo de demonstrar ao provedor de capital financeiro como a organização gera valor ao longo do tempo para uma alocação de capital mais eficiente e produtiva. Assim, o público principal do RI é o provedor de capital financeiro. Entretanto, a literatura mostra um desinteresse por parte deste público em relação a esta nova forma de divulgação e aponta a necessidade de pesquisas que busquem compreensão sobre as demandas de informação dos investidores e de sua visão em relação ao uso e utilidade do RI. Nesse sentido, esta pesquisa tem por objetivo: investigar os indutores de valor que afetam o processo de tomada de decisão de investimentos dos investidores e criam valor para organização e que devem ser evidenciados em um RI tornando-o útil aos investidores, bem como sua percepção em relação ao uso e utilidade do RI.

PROCEDIMENTOS:

O senhor participará de um grupo focal realizado *on line* com outros investidores, a pesquisadora e seu orientador no intuito de debater sobre os indutores de criação de valor organizacional que são considerados relevantes na avaliação de investimento e sobre o uso e utilidade do Relato Integrado, considerando sua experiência pessoal.

Para participação no grupo focal não é necessário nenhum tipo de preparo anterior. O evento deverá ter duração máxima de uma hora.

RISCOS E DESCONFORTOS:

A participação no grupo focal não traz nenhum tipo de risco físico ou à saúde. Ela será realizada *on line* e não haverá contato físico. O evento será gravado e mantido em sigilo para posterior análise, pela pesquisadora, do conteúdo do debate e identificação dos indutores de valor de interesse dos investidores participantes.

BENEFÍCIOS:

Não há nenhum benefício para o senhor (a) pela participação no estudo. Mas o senhor (a) contribuirá para que aumente os conhecimentos sobre como tornar o Relato Integrado útil e interessante para os investidores. Além disso, receberá um consolidado dos dados gerados com a realização do grupo focal e, após o término da pesquisa de tese, um dossiê com os principais resultados do estudo e seus impactos na decisão de investimento.

CUSTOS:

Não haverá custos para o senhor (a). Também não há compensação financeira relacionada à sua participação.

SIGILO:

As suas informações, que são sigilosas, serão analisadas junto com as informações dos outros pacientes. Sua identificação não será divulgada. A avaliação do conteúdo do debate gravado será feita somente pela pesquisadora e não será permitido o acesso de outras pessoas a tal conteúdo, garantindo proteção contra qualquer quebra de sigilo.

LIBERDADE DO PARTICIPANTE:

É garantida a liberdade de querer não participar do grupo focal ou de se retirar do debate, no caso da aceitação, a qualquer momento.

Em qualquer etapa do estudo, o sr. (a) terá acesso à pesquisadora responsável, Cíntia de Melo de Albuquerque Ribeiro, que poderá ser encontrada no telefone (21) 99861- 5084 e ao seu orientador, Dr. Júlio Vieira Neto, no telefone (21) 99611-5692. Se o senhor (a) tiver alguma consideração ou dúvida sobre a ética da pesquisa, entre em contato com o Comitê de Ética em Pesquisa (CEP) – Prédio Anexo do HUAP – 4º andar, telefone 2629-9189 – email: etica@vm.uff.br

.....

Acredito ter sido bem informado sobre o estudo acima.

Eu discuti com a pesquisadora Cíntia de Melo de Albuquerque Ribeiro e/ou o Dr. Júlio Vieira Neto sobre a minha decisão de participar do estudo. Ficaram claros para mim quais são os objetivos do estudo, os procedimentos a serem realizados, seus desconfortos e riscos, as garantias de confidencialidade e de esclarecimento permanentes. Ficou claro também que minha participação é isenta de despesas e que poderei retirar o meu consentimento a qualquer momento, antes ou durante o mesmo, sem qualquer problema.

Eu, _____, RG no _____ declaro ter sido informado e concordo em participar, como voluntário, do projeto de pesquisa acima descrito.
Niterói, ____ de _____ de 2020.

Assinatura do participante

Testemunha

Declaro que obtive de forma apropriada e voluntária o Consentimento Livre e Esclarecido deste investidor para a participação neste estudo.

Nome do pesquisador

Assinatura do pesquisador: _____ Data: _____

APÊNDICE V – QUESTIONÁRIO UTILIZADO NA SURVEY

O(A) Sr.(a) está sendo convidado(a) a participar do projeto de pesquisa “Indutores Intangíveis para decisão de investimento: uma luz a abordagem do Relato Integrado” de responsabilidade da pesquisadora Cíntia de Melo de Albuquerque Ribeiro, doutoranda do Programa de Sistema de Gestão Sustentável – LATEC/UFF.

“Prezados Senhores,

Peço sua colaboração na **pesquisa acadêmica** do curso de doutorado intitulada "**Indutores Intangíveis para decisão de investimento: uma luz a abordagem do Relato Integrado**" de responsabilidade da pesquisadora Cíntia de Melo de Albuquerque Ribeiro, doutoranda do **Programa de Sistema de Gestão Sustentável – LATEC/UFF**. Essa pesquisa tem por **objetivo propor requisitos mínimos necessários para tornar os relatórios integrados relevantes aos provedores de capital financeiro**, bem como **indicar as informações que podem gerar valor aos seus acionistas**.

Sua contribuição será totalmente anônima e sua identidade será totalmente preservada, uma vez que não há campo para identificação do respondente e os dados serão tratados de forma agregada. O tempo de resposta do questionário é de, em média, 9 minutos.

Assim, peço sua colaboração acessando o link abaixo (ou copiando-o e colando-o em seu navegador) e participando da pesquisa. O recebimento de **cada questionário respondido será convertido em uma doação** de R\$ 5,00 para o Projeto social "Adote um morador de rua" (Instagram: @adoteumorderua) e a Obra Social Dona Meca (<https://osdm.org.br/>).

A todo o momento, **a pesquisadora estará disponível para prestar a assistência e o acompanhamento necessário pelos canais abaixo:**

E-mail - cintiaalbuquerque@id.uff.br

Telefone - (21) 998615084.

1º ETAPA DO QUESTIONÁRIO - PERFIL DO RESPONDENTE

As questões de múltipla escolha a seguir têm por objetivo traçar o perfil dos respondentes.

1. Idade
 - a) < 21 anos
 - b) 21 – 30
 - c) 31 – 40
 - d) 41 – 50
 - e) 51 – 60
 - f) >60

2. Gênero

- a) Feminino
 - b) Masculino
 - c) Outro
3. Formação
- a) Ensino Médio Completo
 - b) Ensino Superior Completo
 - c) Pós-Graduação Lato Sensu (Curso de especialização, MBA...)
 - d) Mestrado Completo
 - e) Doutorado Completo
4. Você possui exames de qualificação técnica ou possuem certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários?
- a) Sim
 - b) Não
5. Categoria de investidor na qual você se enquadra
- a) Agente autônomo de investimento
 - b) Administrador de carteiras
 - c) Gestor de fundos de investimento
 - d) Analista *Sell Side*
 - e) Analista *Buy Side*
 - f) Outro
6. Experiência profissional (em anos)
- a) < 5
 - b) 5 - 9
 - c) 10 – 14
 - d) 15 – 19
 - e) >20
7. Região do País na qual trabalha
- a) Norte
 - b) Nordeste
 - c) Sul
 - d) Sudeste
 - e) Centro-oeste

2ª ETAPA DO QUESTIONÁRIO - FATORES DE INTERESSE DOS PROFISSIONAIS DA ÁREA DE INVESTIMENTO PARA TOMADA DE DECISÃO

As afirmativas a seguir tem por objetivo identificar quais são os fatores de interesse dos investidores no processo de tomada de decisão de investimento. Para isso, identifique, de acordo com sua percepção, o grau de importância dos fatores relatados abaixo, sendo 1 – nada relevante; 2 – pouco relevante; 3 - relevante; 4 – muito relevante; 5 – extremamente relevante.

- 8 – Divulgação de informações relacionadas a projetos ou gastos com pesquisa e desenvolvimento.
- Nada relevante

- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

9 – Divulgação de informações relacionadas a patentes e licenças desenvolvidas pela organização, direitos autorais e marcas comerciais.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

10 – Divulgação de informações sobre inovação de produtos e/ou processos.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

11 – Divulgação de informações sobre metas alcançadas e desempenho da estratégia organizacional.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

12 – Divulgação de informações sobre investimentos realizados em Sistemas de Gestão.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

13 – Divulgação de informação sobre renovação do parque tecnológico (investimentos em hardware).

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

14 – Divulgação de informação relacionada a estrutura organizacional e cultura corporativa.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante

- Extremamente relevante
- 15 – Divulgação de informação relacionada a forma de atuação dos empregados (presencial, semipresencial, remota) e sua capacidade de adaptação.
- Nada relevante
 - Pouco relevante
 - Relevante
 - Muito relevante
 - Extremamente relevante
- 16 – Divulgação de informação sobre a competência técnica (formação, tempo de experiência) do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal.
- Nada relevante
 - Pouco relevante
 - Relevante
 - Muito relevante
 - Extremamente relevante
- 17 – Divulgação de informações sobre prática de trabalho responsável e sobre programas de saúde e segurança no trabalho.
- Nada relevante
 - Pouco relevante
 - Relevante
 - Muito relevante
 - Extremamente relevante
- 18 – Divulgação de informação sobre a política de treinamento e desenvolvimento de pessoal.
- Nada relevante
 - Pouco relevante
 - Relevante
 - Muito relevante
 - Extremamente relevante
- 19 – Divulgação de informações sobre política de inclusão social (oportunidades iguais, política de não discriminação, igualdade de gênero, diversidade).
- Nada relevante
 - Pouco relevante
 - Relevante
 - Muito relevante
 - Extremamente relevante
- 20 – Divulgação de informações relacionadas aos incentivos e remuneração recebida pelos funcionários, diretores e executivos.
- Nada relevante
 - Pouco relevante
 - Relevante
 - Muito relevante
 - Extremamente relevante

21 – Divulgação de informações relacionadas a gastos com campanha publicitária e propaganda dos produtos.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

22 – Divulgação sobre informações relacionadas a campanha de engajamento para fidelização e satisfação dos clientes.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

23 – Divulgação de informações sobre o valor da marca e reputação da empresa.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

24 – Divulgação de informações relacionadas ao diálogo com as partes interessadas.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

25 – Divulgação sobre informações relacionadas ao desenvolvimento da comunidade local e promoção do bem-estar social do entorno.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

26 – Divulgação de informações relacionadas colaboração de negócios e pesquisa com outras empresas.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

27 – Divulgação sobre informações relacionadas aos fornecedores (tempo de relacionamento, dependência dos fornecedores, fornecedores chave).

- Nada relevante
- Pouco relevante

- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

28 – Divulgação sobre informações relacionadas a preservação do meio ambiente a partir da adoção de políticas ambientais e adequação a legislação ambiental.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

29 – Divulgação de informações climáticas, bem como estratégias ambientais relacionadas a mudanças climáticas.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

30 – Divulgação de informações sobre provisões ambientais.

- Nada relevante
- Pouco relevante
- Relevante
- Muito relevante
- Extremamente relevante

APÊNDICE VI

Relatório de pesquisa de doutorado sobre a relevância dos fatores não financeiros na decisão de investimento de investidores profissionais brasileiros a ser entregue aos participantes da pesquisa

Grandes e influentes fundos internacionais como a BlackRock já consideravam as questões Sociais, Ambientais e de Governança, conhecidas como ESG - Environmental, Social and Governance, e buscavam influenciar governos e outros investidores a considerarem tais questões em um período pré-pandemia. Com o advento da Pandemia do novo Coronavírus – Covid19 – as questões sociais e ambientais estão cada vez mais em evidência, visto que as desigualdades sociais se tornaram mais explícitas e o risco de novas epidemias ou pandemias, seja em decorrência das mudanças climáticas ou das baixas condições de saúde e saneamento existentes em certos lugares, torna-se mais factível.

Soma-se a isso, os desastres naturais cada vez mais recorrentes resultantes das mudanças climáticas em diversas regiões do mundo, inclusive no Brasil, deixam claro o sinal de alerta que deve ser observado, o que pede mudanças urgentes na forma de pensar, agir, produzir, negociar e investir. Importante destacar que, em um mundo onde o conhecimento é um capital de grande valor, é relevante, ou mesmo indispensável, considerar questões imateriais, não financeiras, no processo de tomada de decisão de investimento para manutenção e geração de valor no curto, médio e longo prazo.

É cientificamente comprovado que intangíveis organizacionais baseados no conhecimento, Capital Intelectual, como **Pesquisa e Desenvolvimento** podem ter um efeito positivo no valor de mercado e na lucratividade da empresa (Chen et al., 2005), **Software de sistema de gestão** pode contribuir para melhorar processos, organizar as informações e tornar a empresa mais eficiente (Shakina; Molodchik; Barajas, 2017), **Inovação** pode contribuir para geração de novos produtos e serviços e, conseqüentemente, para o aumento de receitas e do valor de mercado das empresas (Callen, Gavius e Segal, 2010; Visnjica, Javanovic, Neely; Engwall, 2017; Efimova, 2018).

Além disso, os intangíveis relacionados ao Capital Humano, como um **Ambiente de trabalho seguro para o desempenho das atividades profissionais**, uma **Política de desenvolvimento profissional e de inclusão** e uma **Política de incentivo e remuneração recebidas pelos funcionários** aumentam a produtividade e lealdade dos funcionários (Vidal; Berman; Van Buren, 2015); Efimova (2018); Dilling; Harris (2018); Sultana; Zulkifli; Zainal (2018); Biscotti e D'Amico (2019); e aqueles relacionados ao Capital Social e de Relacionamento, como **Publicidade e Propaganda dos produtos ou serviços**, **Políticas que visem a satisfação e lealdade dos clientes**, **o reconhecimento e valor da marca**, **Diálogo com as partes interessadas e com a comunidade local**, **Desenvolvimento da infraestrutura local**, contribuem para aumentar a carteira de clientes, conseqüentemente, a geração de receita e o valor de mercado da empresa (Hoffmann e Fieseler, 2012; Vidal; Berman & Van Buren, 2015; Shakina; Molodchik & Barajas, 2017; Efimova, 2018; Biscotti & D'Amico, 2020).

Por fim, intangíveis classificados como Capital Natural, **Desenvolvimento de políticas ambientais e a adequação a legislação ambiental** para preservação do meio ambiente viabiliza a redução dos custos com multas ambientais por não conformidade com as leis ambientais afetando diretamente o desempenho financeiro corporativo (Vidal; Berman & Van Buren, 2015; Efimova, 2018), **Divulgação de provisões ambientais** e de informações relacionadas a **Estratégias ambientais** para contribuir com a desaceleração das mudanças

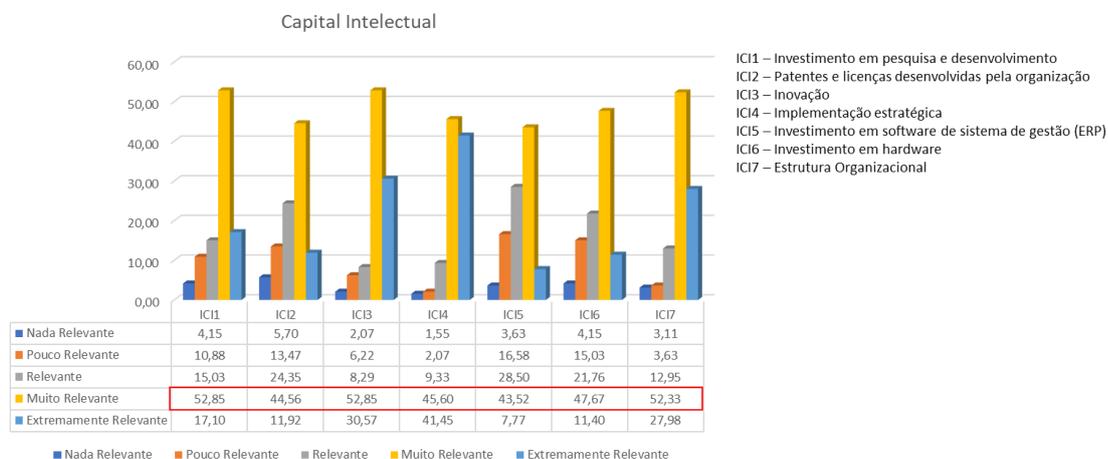
climáticas contribuem com a redução dos riscos aos quais os investidores são reféns (Vidal; Berman & Van Buren, 2015; Barbier e Burgess, 2017; Efimova, 2018).

Apesar de grandes investidores institucionais e outros investidores pelo mundo já considerarem estas questões em suas estratégias de investimento, pesquisas nacionais apontam que os investidores institucionais brasileiros, apesar de demonstrarem um aumento no interesse da pauta ESG, têm pouco conhecimento sobre o assunto (Pesquisa da XP investimento realizada em abril de 2021), que grande parte dos gestores de recursos consideram o ESG em seu processo de decisão de investimento, no entanto apenas uma pequena parcela tem apoio institucional com ferramentas e equipes a sua disposição (Pesquisa ANBIMA publicada em setembro de 2020). De fato, de forma geral, houve um crescimento no interesse sobre o tema nas mídias digitais a partir do ano de 2019 (Pesquisa realizada pelo Pacto Global e Stilingue entre fevereiro e março de 2021).

É indiscutível que o tema cresce de forma exponencial no Brasil e tem sido cada vez mais considerado tanto pelo público de uma forma geral, quanto por gestores e investidores. Nesse sentido, pesquisa realizada para desenvolvimento da tese de doutorado **Modelo de indutores não financeiros para decisão de investimento dentro de uma perspectiva brasileira: uma abordagem à luz do relato integrado** do Programa de doutorado em Sistema de Gestão Sustentável da Universidade Federal Fluminense, realizada em 2021, identificou essa mudança de paradigma a partir de uma pesquisa com 193 investidores profissionais brasileiros*. Esta amostra é composta por 90,2% de pessoas do gênero masculino, 40,9% estão na faixa etária de 21-30 anos, 50,7% destes respondentes tem mais de 10 anos de experiência no mercado financeiro e 86,5% são residentes da região sudeste do país.

De acordo com os resultados da pesquisa de tese, 60,06% dos respondentes consideram as informações intangíveis muito relevante ou extremamente relevante para a decisão de investimento, o que permite inferir que eles reconhecem a relevância de tais questões para o crescimento e sobrevivência futura das empresas ou mesmo para mitigação dos riscos aos quais são expostos. Apenas 5,63% dos participantes não consideram estas questões relevantes e 12,44% as consideram pouco relevante, o que apesar de ser um grupo pequeno, sinaliza a importância da intensificação da discussão e disseminação do assunto.

De forma específica, observa-se que as questões relacionadas com a estratégia, a estrutura organizacional e a inovação são as de maior importância para os respondentes na categoria Capital Intelectual.

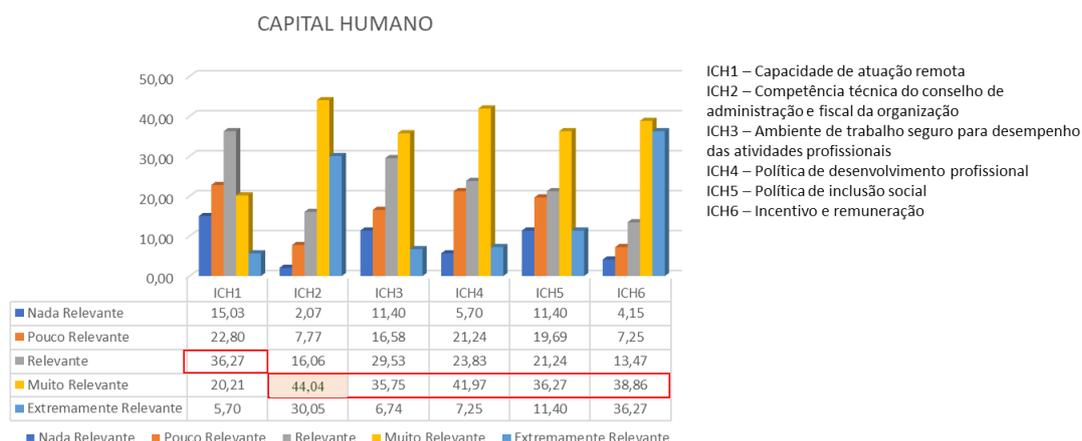


* De acordo com Instrução Normativa da CVM nº 554 de 17 de dezembro de 2014 são considerados investidores profissionais a pessoa física ou jurídica que possua mais de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões) de reais em investimentos aplicados no mercado financeiro e que ateste esta condição por escrito, ou ainda, agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

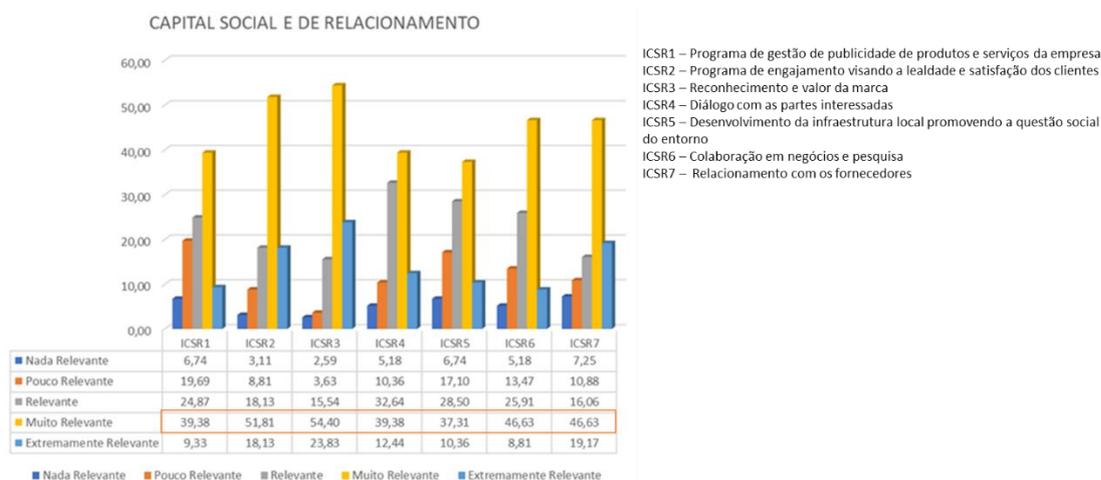
Na categoria Capital Humano, a informação sobre Capacidade de atuação remota foi identificada como relevante por participantes de um grupo focal (também investidores profissionais) realizado antes da pesquisa de levantamento, dado ao contexto pandêmico no qual estavam inseridos e dada a possibilidade de novas pandemias e eventual necessidade isolamento social. Sua importância foi corroborada pelos respondentes da pesquisa de levantamento, sendo considerada uma questão relevante na decisão de investimento.

No entanto, as questões consideradas mais relevantes (muito relevante ou extremamente relevante) pelos respondentes (mais de 70% em ambos os casos) são as relacionadas a Competência técnica do Conselho de administração e do Conselho fiscal, bem como a política de incentivo e remuneração. Possivelmente por serem informações que permitem refletir sobre a orientação que é dada pela alta gestão da organização, bem como os estímulos fornecidos aos executivos e colaboradores para que mantenham um alinhamento com os objetivos estratégicos da empresa e contribuam com a geração de valor organizacional.

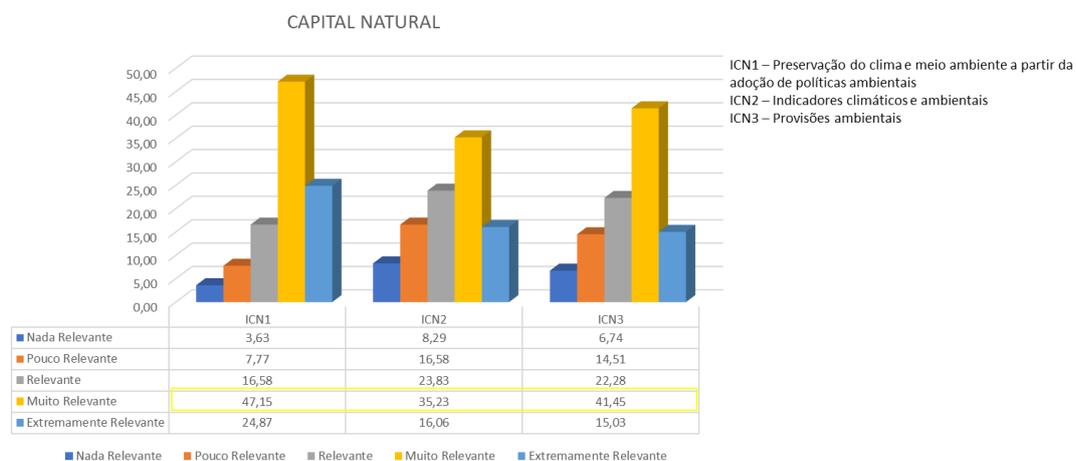
No entanto, apesar de questões classificadas no Capital Humano, mas relacionadas a questões de ESG, como Ambiente de trabalho seguro para o desempenho das atividades profissionais, Política de desenvolvimento profissional e Política de inclusão social terem sido consideradas muito relevantes para a maior parte dos respondentes, foram questões que receberam maiores percentuais nas opções “nada relevante” ou “pouco relevante”. Isso evidencia a necessidade de maior conscientização de uma parte significativa de investidores sobre questões consideradas cada vez mais importante pela sociedade de forma geral e pelo mundo do investimento, e que tem potencial de afetar de forma expressiva a criação de valor da organização.



Nesse mesmo sentido, no Capital Social e de Relacionamento, as questões relacionadas ao Diálogo com as partes interessadas e com o Desenvolvimento das comunidades locais, apesar de terem sido consideradas muito relevante pela maior parte dos investidores, tiveram marcas elevadas nas opções “nada relevante” ou “pouco relevante”. Isso indica mais uma vez um sinal de alerta para questões tão importantes e que mais do que nunca merecem destaque por serem tão representativas do aspecto social.



Em relação ao Capital natural, observa-se que as questões relacionadas as mudanças climáticas, preservação ambiental e provisões ambientais também são consideradas muito relevantes pela maior parte dos respondentes. São questões muito discutidas mundialmente e que, nos últimos anos tem ficado em evidência no Brasil, visto o aumento do desmatamento na região amazônica e a falta de uma política ambiental efetiva por parte do governo federal, o qual vem sofrendo grande pressão externa. As empresas também são pressionadas a observarem o impacto que causam no meio ambiente, sofrendo, inclusive em alguns casos, desinvestimentos e, conseqüentemente, perda de seu valor de mercado.



Estes resultados indicam uma mudança de paradigma nas considerações de investimentos, mas apesar de haver uma maior conscientização por parte dos investidores pesquisados sobre a importância de questões não financeiras na decisão de investimento, ainda há um grupo que precisa entender a importância destas questões para criação de valor organizacional, o que contribuirá por tornar a empresa mais sustentável ao longo do tempo, trazendo benefícios tanto para os investidores, mercado financeiro, como para a sociedade e o meio ambiente.

Tendo em mente que estes fatores não financeiros contribuem para a criação de valor, principalmente a longo prazo, as estratégias de investimento bem-sucedidas exigirão cada vez mais a consideração de fatores não financeiros, mas não de forma isolada e sim integrada com as informações financeiras de modo que haja uma maior compreensão da capacidade de que a

empresa tem de criar valor para seus acionistas ao mesmo tempo que cria valor para outros stakeholders, como a sociedade de forma geral e para o meio ambiente, e dos riscos enfrentados por elas durante este processo. Assim, almeja-se contribuir para o desenvolvimento de uma economia mais sólida, com estabilidade financeira, e para o desenvolvimento sustentável, principais preocupações do mundo moderno.

Nesse sentido, a abordagem do Relato Integrado tem o potencial de contribuir para a divulgação de informações financeiras e não financeiras de forma integrada e concisa, visto que este é um processo baseado no pensamento integrado, o qual contribui para a derrubada dos silos organizacionais e para uma visão mais holística da organização, na estratégia da empresa, em sua governança corporativa, em seu desempenho e em sua perspectiva de forma a divulgar por meio de um Relatório Integrado como a organização cria, preserva ou destrói valor no curto, médio e longo prazo. Assim, o Relato Integrado tem por objetivo melhorar a comunicação empresarial e explicar ao provedor de capital financeiro como a organização gera valor.

Este processo além de gerar como produto um relatório integrado, impacta todas as áreas da organização e todas as informações por ela geradas. Assim, ainda que as informações avaliadas não sejam acessadas através do relatório integrado, elas serão divulgadas com base nos princípios do Relato Integrado.

Nesta pesquisa, os fatores não financeiros de criação de valor organizacional identificados na literatura foram classificados de acordo com os capitais intangíveis do Relato Integrado: Intelectual, Humano, Social e de Relacionamento e Natural, conforme observado no Quadro a seguir.

CATEGORIA	VARIÁVEIS	FATORES DE VALOR	VALOR GERADO	FUNDAMENTO
INTELLECTUAL CAPITAL	Investimento pesquisa e desenvolvimento.	Gastos com pesquisa e desenvolvimento; projetos de pesquisa.	Alavanca o resultado da organização, melhora o valor de mercado, a lucratividade e aumenta a receita e o MVA.	Chen; Cheng; Hwang (2005);
	Patentes e licenças desenvolvidas pela organização.	Licenças; patentes; direitos autorais; marcas comerciais.	Gera novos produtos e serviços; aumenta o MVA.	Callen; Gavious; Segal (2010); Shakina;
	Inovação.	Prêmios por inovação; inovação de produtos ou de processos; programa de Inovação tecnológica promovidos pela organização para alavancar resultados.	Gera novos produtos e serviços; aumenta o MVA.	Molodchik (2014); Barbier; Burgess (2017); Visnjic; Jovanovic; Neely (2017); Shakina;
	Implementação de estratégia organizacional.	Objetivos e metas alcançados; desenhos da estratégia.	Aumenta o MVA e o EVA.	Molodchik;
	Investimento em software de sistemas de gestão (ERP).	Sistema de gestão ambiental; sistema de gestão do conhecimento; sistema de gestão de processos e produtos; sistema de contabilidade financeira e gerencial; sistema de informação; sistema de rede.	Aumenta o MVA e o EVA.	Barajas (2017); Cheikh; Dilling; Harris (2018); Noubbigh (2019)
	Investimento em hardware.	Gastos com aquisição de hardware.	Aumenta o MVA e o EVA.	
	Estrutura organizacional.	Cultura corporativa; estrutura da organização.	-	Focal group
HUMAN CAPITAL	Capacidade de atuação remota.	Forma de atuação; capacidade adaptativa; canais de atendimento.	-	
	Competência técnica do conselho de administração e fiscal da organização.	Formação; tempo de experiência.	Aumenta o MVA e EVA.	Vidal; Berman; Van Buren (2015); Lo; Kwan (2017);
	Ambiente de trabalho seguro para o desempenho das atividades	Prática de trabalho responsável; programas de saúde e segurança no trabalho; comportamento ético;	Aumento da produtividade e lealdade dos funcionários.	Shakina; Molodchik;
	Política de desenvolvimento	Educação; treinamento; desenvolvimento de competências técnicas.	Manutenção de funcionários valiosos; lealdade.	Barajas (2017); Dilling; Harris (2018); Efimova (2018); Biscotti; D'Amico (2019);
	Política de inclusão social.	Oportunidades iguais; política de não discriminação; igualdade de gênero; diversidade.	Manutenção de funcionários valiosos; melhora na reputação.	Cheikh; Noubbigh (2019)
SOCIAL AND RELATIONSHIP CAPITAL	Incentivo e remuneração.	Salários justo; gasto com pessoal; incentivos para alcance dos objetivos.	Aumento da produtividade e lealdade dos funcionários.	
	Programa de gestão de Publicidade de produtos e serviços da empresa.	Gastos com propaganda e publicidade.	Aumenta o MVA.	
	Programas de engajamento visando a lealdade e satisfação dos clientes.	Fidelidade e manutenção dos clientes; Iniciativas como atividades educacionais para consumidores sobre produtos ou serviços oferecidos pelas empresas no intuito de promover seus produtos e serviços.	Aumenta atratividade dos investimentos, aumenta o MVA e geração de receitas.	Callen; Gavious; Segal (2010); Vidal; Berman; Van Buren (2015); Shakina;
	Reconhecimento e valor da marca; reputação.	Reconhecimento da marca; reputação.	Aumenta a geração de receitas.	Molodchik;
	Diálogo com as partes interessadas (Stakeholders).	Canal de comunicação aberto para todas as partes interessadas; eventos para ouvir as partes interessadas.	Melhora o relacionamento com as partes interessadas, melhora a reputação, consequentemente, a base de clientes e receita da empresa.	Barajas (2017); Visnjic; Jovanovic; Neely (2017); Efimova (2018); Biscotti; D'Amico (2019); Rossi (2019)
	Desenvolvimento da infraestrutura local promovendo a questão social do entorno.	Investimentos em programas de desenvolvimento da comunidade local; Atividades educacionais e de treinamento para crianças e adolescentes, melhor acesso a produtos e serviços e desenvolvimento de infraestrutura local, como escolas e áreas de lazer; valor compartilhado.	Auxiliar no desenvolvimento local das comunidades em que operam, melhorando a reputação e, consequentemente, a base de clientes e receitas da empresa.	
	Colaboração em negócios e pesquisa.	Colaborações de negócios; colaborações em pesquisas; emprego de capital estrangeiro; subsidiária.	-	
Relacionamento com fornecedores	Tempo de relacionamento; dependência dos fornecedores; fornecedores chave.	-	Focal group	
NATURAL CAPITAL	Preservação do clima e meio ambiente a partir da adoção de políticas ambientais.	Desenvolvimento de política de baixa emissão de carbono; desenvolvimento de política ambiental competitiva; desenvolvimento de política de adequação a legislação ambiental; certificação ambiental; eficácia de energia e outros recursos; política de baixo carbono.	Evita custos com multas ambientais por não conformidade com as leis ambientais afetando diretamente o desempenho financeiro corporativo.	Borba et al (2012); Lemos et al (2014); Vidal; Berman; Van Buren (2015); Lo; Kwan (2017); Barbier; Burgess (2017);
	Indicadores climáticos e ambientais.	Métricas de desempenho das estratégias ambientais.	Permite acompanhamento das estratégias ambientais; transparência.	Baboukardos (2018); Dilling; Harris (2018); Efimova (2018)
	Provisões ambientais	Reconhecimento, mensuração e divulgação de provisões ambientais.	Permite aos investidores separar efeitos opostos, sinalizando forte desempenho financeiro futuro ou melhorando a confiabilidade das informações de desempenho	