



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Relato Integrado e Relevância da Informação Financeira em Empresas Europeias Cotadas

por

João Martim Peres Francisco Martins

Católica Porto Business School
Novembro de 2023



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Relato Integrado e Relevância da Informação Financeira em Empresas Europeias Cotadas

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Auditoria e Fiscalidade

por

João Martim Peres Francisco Martins

sob orientação de
Professora Dra. Maria José Fonseca

Católica Porto Business School
Novembro de 2023

Agradecimentos

A todos que tornaram possível e me acompanharam ao longo deste estudo, quero deixar aqui o meu agradecimento. Um agradecimento especial à Professora Dra. Maria José Fonseca, pelo acompanhamento e dedicação. Aos meus amigos pela paciência.

À família por estar sempre presente.

Resumo

O *International Integrated Reporting Council* (IIRC) foi uma iniciativa que teve como objetivo a criação de um novo modelo de relato integrado, globalmente aceite, para que as organizações pudessem comunicar de forma concisa o processo de criação de valor ao longo do tempo, em vez de se focar apenas em medir impactos (Adams, 2015). O novo relatório denominado de *Integrated Reporting <IR> Framework*, foi publicado em dezembro de 2013. O objetivo do relato integrado é apresentar de forma clara e sucinta a estratégia organizacional, a governança, o desempenho e as perspetivas de evolução da empresa.

Desta forma, é importante discutir se a adoção do relato integrado impacta a *value relevance* das informações contabilísticas em comparação com empresas que não o adotem. Este estudo, tem como objetivo determinar se a adoção do relato integrado é *value relevant* para o mercado de capitais, e também determinar se a *value relevance* dos resultados e do capital próprio é diferente em empresas com relato integrado, face a empresas sem relato integrado.

Para esse fim, recorreu-se ao modelo de Ohlson (1995) e seguiu-se a metodologia de Cortesi & Vena (2019). A amostra compreende empresas europeias cotadas, nos anos de 2016 a 2022. No conjunto dos anos em análise, os resultados da estimação sugerem que o relato integrado é *value relevant* para o mercado de capitais, mas apenas foi possível confirmar diferenças de *value relevance* para o capital próprio por ação. Contudo, a análise de robustez sugere que estes resultados estão afetados pelo período Covid-19. Considerando apenas os anos sem efeitos Covid-19, verificam-se diferenças estatisticamente significativas quer para o capital próprio quer para os resultados, por ação.

Palavras-chave: Relato integrado; *Value relevance*; Capital próprio por ação; Resultado por ação

Nº de palavras: 9.044.

Abstract

The International Integrated Reporting Council (IIRC) was an initiative that aimed to create a new, globally accepted integrated reporting model so that organizations could concisely communicate the process of creating value over time, rather than just focusing on measuring impacts (Adams, 2015). The new report, called the Integrated Reporting <IR> Framework, was published in December 2013. The aim of integrated reporting is to clearly and succinctly present the company's organizational strategy, governance, performance and prospects for development.

It is therefore important to discuss whether the adoption of integrated reporting impacts the value relevance of accounting information compared to companies that do not adopt it. The aim of this study is to determine whether the adoption of integrated reporting is value relevant for the capital markets, and also to determine whether the value relevance of earnings and book value is different in companies with integrated reporting compared to companies without integrated reporting.

To this end, we used Ohlson's model (1995) and followed the methodology of Cortesi & Vena (2019). The sample includes listed European companies for the years 2016 to 2022. For all the years under analysis, the estimation results suggest that integrated reporting is value relevant for the capital market, but it was only possible to confirm differences in value relevance for book value per share. However, the robustness analysis suggests that these results are affected by the Covid-19 period. Considering only the years without Covid-19 effects, there are statistically significant differences for both equity and earnings per share.

Keywords: Integrated report; Value relevant; Book Value Per Share; Earnings Per share.

Glossário

RI – Relato Integrado

CSR – Relato de Responsabilidade Corporativa

ESG – Relato Ambiental, Social e de Governança

IoDSA – Institute of Director in Southern Africa

JSE – Johannesburg Stock Exchange

<IR> - International <IR> Framework

IIRC – International Integrated Reporting Council

GRI – Global Reporting Initiative

A4S – Accounting for Sustainability

SASB – Sustainability Accounting Standards Board

VRP – Value Reporting Foundation

COP 26 – Conferência das Nações Unidas sobre as alterações climáticas

IFRS – International Financial Reporting Standards

BRICS – Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul

Índice

Agradecimentos.....	V
Resumo	VII
Abstract.....	IX
Glossário	XI
Índice de Figuras	XV
Índice de Tabelas	xvii
Capítulo 1 Introdução.....	1
Capítulo 2 Revisão de Literatura	4
2.1. Contextualização Histórica do Relato Integrado.....	4
2.1.1. O IIRC.....	7
2.1.2. Acontecimentos Recentes	8
2.2. Framework do IIRC	9
2.2.1. Princípios Básicos	10
2.2.2. Elementos de Conteúdo.....	11
2.2.3. Conceitos Fundamentais	12
2.3. Evidências Empíricas sobre Relato Integrado.....	15
Capítulo 3 Hipótese de Investigação e Método	20
3.1. Hipóteses de Investigação	20
3.2. Método.....	21
Capítulo 4 Análise Empírica	26
4.1. Descrição da Amostra.....	26
4.2. Resultados da Estimção.....	29
4.3. Análise de Robustez.....	34
Capítulo 5 Conclusão.....	45

Índice de Figuras

Figura 1 Processo pelo qual o valor é criado, preservado ou corroído.....	15
---	----

Índice de Tabelas

Tabela 1 Tabela resumo dos princípios básicos de um relatório integrado de acordo com o <IR>.	15
Tabela 2 Tabela resumo dos elementos de conteúdo de um relatório integrado de acordo com o <IR>.	15
Tabela 3 Síntese dos critérios de seleção da amostra.	15
Tabela 4 Estatísticas descritivas das variáveis a incorporar nos modelos.	15
Tabela 5 Resultados da estimação. Preço das ações no final de março.	15
Tabela 6 Estatísticas descritivas das variáveis a incorporar nos modelos.	15
Tabela 7 Resultados da estimação. Preço das ações no final de junho.	15
Tabela 8 Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para os anos de Covid-19 (2020 e 2021).	15
Tabela 9 Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para os anos não Covid-19 (2016 a 2019 e 2022)	15
Tabela 10 Resultados da estimação dos anos Covid-19, dos anos não Covid-19 e dos anos não Covid-19 com efeitos fixos. Preço das ações no final de março	15

Capítulo 1

Introdução

Houve um crescente desenvolvimento de iniciativas independentes com o objetivo de desenvolver padrões de relatórios de adoção voluntária para orientar as práticas de relatórios de carácter social e ambiental (De Villiers et al., 2014), tendo essas como objetivo aumentar, não só a credibilidade, como também a comparabilidade entre relatórios. No entanto, apesar destes relatos serem abundantes em informação, tornaram-se complexos e longos, sendo assim de difícil leitura (De Villiers et al., 2014), não clarificando totalmente os *stakeholders*.

De forma a mitigar a complexidade deste tipo de relatórios e dar resposta à necessidade de informação para investidores e *stakeholders* poderem analisar a potencial criação de valor das empresas, e responder às suas expectativas de responsabilidade social, surge o conceito de Relato Integrado (RI) (Haller & van Staden, 2014). Ou seja, é visto como solução o desenvolvimento de um relato único que combina informação financeira que se encontra no relato anual das empresas e informação não financeira, sendo que, de acordo com De Villiers & Dimes (2022), informação não financeira poderá ser qualquer informação fornecida para além das divulgações *standard* do relatório anual, podendo essas ter a forma de relato de sustentabilidade, de relato de responsabilidade social corporativa (CSR), de relato ambiental, social e governativo (ESG), de relato de capital intelectual (IC) e outros. Assim sendo, o RI pretende ser mais do que o recolher de dois documentos, um com informação financeira e outro com informação não financeira, e agregá-los num só documento.

Para confirmação da importância do relatório integrado para os investidores, foram consideradas neste estudo duas hipóteses de investigação. A primeira pretende averiguar se a adoção do relato integrado para o mercado de capitais é *value relevant*. A segunda hipótese pretende confirmar se a *value relevance* para o mercado de capitais do resultado e do capital próprio é diferente para empresas com relato integrado, face a empresas sem relato integrado.

Para o efeito, recorreu-se ao modelo de Ohlson (1995), seguindo a metodologia de Cortesi & Vena (2019). Para este estudo foi utilizada uma amostra emparelhada de um conjunto de empresas que se dividem em dois grupos, sendo que, um grupo adota o relato integrado e o outro grupo o relato financeiro tradicional, para os anos de 2016 a 2022, inclusive.

No conjunto dos anos em análise, os resultados confirmam a *value relevance* do relato integrado para o mercado de capitais, no entanto, apenas foi possível confirmar diferenças estatisticamente significativas para a variável capital próprio por ação, ou seja, que a *value relevance* do capital próprio por ação aumenta quando uma empresa produz o relato integrado. Contudo, a análise de robustez sugere que estes resultados estão afetados pelo período Covid-19. Considerando apenas os anos sem efeitos Covid-19, verificam-se diferenças estatisticamente significativas, entre empresas com e sem relato integrado, quer para o capital próprio quer para os resultados, por ação, mas de sentido contrário. Relativamente ao capital próprio por ação, verifica-se uma diferença positiva, enquanto nos resultados por ação a diferença apresenta sinal negativo, sugerindo que o relato integrado pode expor riscos e contingências ainda não reconhecidos no resultado contabilístico. Estes resultados são robustos a efeitos fixos de país e de indústria.

Este estudo apresenta-se em cinco capítulos, sendo o primeiro esta introdução. O segundo capítulo contém a revisão de literatura onde é possível encontrar uma contextualização histórica do relato integrado e o *framework* do relato integrado. O terceiro capítulo apresenta as hipóteses de investigação e o método utilizado

na estimação dos modelos. O quarto capítulo apresenta a análise empírica que consiste na descrição da amostra, na exposição dos resultados da estimação da análise principal e das análises de robustez. O quinto capítulo contém as conclusões e sugestões para investigação futura.

Capítulo 2

Revisão de Literatura

2.1. Contextualização Histórica do Relato Integrado

O conceito de relato integrado (RI) não é novo, aliás é uma corrente de pensamento que tem vindo a ser construída ao longo de vários anos. Pode-se apontar a década de 70 do século passado como o início do movimento, quando o *United Kingdom Accounting Standards Steering Committee* publicou o *The Corporate Report*, relatório que enfatizou a necessidade de uma abordagem mais integrada dos relatos corporativos, recomendando a adoção de uma visão ampla da prestação de contas, em que credores, funcionários, clientes, fornecedores, comunidade e até público geral fossem considerados como entidades detentoras de direitos sobre as informações publicadas.

Portanto, relatar numa perspetiva de “utilizador” em vez de relatar numa perspetiva de acionista (Owen, 2013).

Apesar do movimento ter tido o seu início no Reino Unido, os primeiros passos para a implementação do relato integrado foram dados apenas na primeira metade dos anos noventa na África do Sul, quando o *King Committee on Corporate Governance in South Africa* formado pelo *Institute of Directors in Southern Africa* (IoDSA) publicou o primeiro Código de Princípios de Governança Corporativa, mais conhecido como código *King I* (IoDSA, n.d.), denotado pela sua visão inclusiva dos *stakeholders* (Gleeson-White, 2014).

O código *King* sofreu três reformas, a primeira em 2002, quando o *King II* foi publicado. Este realçou a importância de expandir os relatórios organizacionais para além das métricas financeiras, promovendo a divulgação de informações de governança como também informação sobre os impactos ambientais e sociais (Bernardi, 2020).

Em 2009, o *King III* introduziu na África do Sul critérios particulares que o relatório integrado de uma entidade deveria conter e declara aplicar-se a todas as entidades independentemente do seu tamanho ou natureza do negócio, como também sugere às empresas aplicar o código *King* com base no “*apply or explain*”, isto é, explicar como os princípios e recomendações do código foram aplicados no relatório, caso contrário, têm de justificar a não conformidade (IoDSA, 2009). No entanto, não passa de um relatório voluntário, apesar de criar a ilusão de ser um relatório mandatório ao sugerir a aplicação através do “*apply or explain*”(ICNL, 2010).

Em fevereiro de 2010, os princípios do *King III* foram incorporados nos requisitos das empresas cotadas na *Johannesburg Stock Exchange* (JSE), obrigando estas empresas a aplicá-lo na base do “*apply or explain*” (Our History | Integrated Reporting SA, n.d.).

Publicado em 2016, o *King IV* é o mais recente dos códigos *King* e tal como o *King III* é de adoção voluntária, à exceção das empresas cotadas na JSE(Grant Thornton, 2017). O *King IV* nasce da necessidade de atualizar o seu antecessor de modo a manter-se a par com os códigos internacionais de governança e melhores práticas. As diferenças mais concretas entre o *King III* e o *King IV* são o facto de *King IV* se focar em resultados e aplicar uma abordagem “*apply and explain*” ao invés de uma abordagem “*apply or explain*” (KPMG, 2016).

Ao focar-se em resultados o *King IV* tem como objetivo reduzir o uso de abordagens baseadas em *compliance* ou *checklists* na aplicação das práticas de governança, colocando a responsabilidade na direção de fazer com que a

organização alcance uma cultura ética, boa *performance*, legitimidade perante os stakeholders e assegure o controle dentro da organização.

Quanto à abordagem “*apply and explain*”, esta assume que todos os princípios do *King* são cumpridos, exigindo às organizações uma explicação sobre como esses princípios são aplicados (KPMG, 2016).

Relativamente ao contexto normativo europeu alusivo às demonstrações não financeiras das empresas, manteve o carácter voluntário até dezembro de 2014, ano em que entrou em vigor a Diretiva 2014/95/EU que veio tornar obrigatória a divulgação dessa mesma informação. Todavia, a diretiva de 2014 teve a sua incidência limitada, recaindo somente sobre as empresas de interesse público, com um número médio anual de trabalhadores superior a 500 no ano transato. Tendo essas empresas que incluir no relatório de gestão uma demonstração não financeira que contenha informações suficientes que possibilitem a compreensão da evolução, do desempenho da posição e do impacto das suas atividades, sobre, no mínimo, as questões ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores, ao respeito dos direitos humanos, ao combate à corrupção e às tentativas de suborno (Parlamento Europeu, 2014; Conselho da UE, 2022).

Em novembro de 2022, com o objetivo de facilitar a transição da UE para uma economia sustentável, o Conselho Europeu apresentou uma nova Diretiva de Comunicação de Informações sobre a Sustentabilidade das Empresas (CISE). O CISE vem reforçar as regras estipuladas pela Diretiva 2014/95/EU ao obrigar um leque maior de empresas a incluir no relatório de gestão informações necessárias para compreender o impacto da empresa nas questões de sustentabilidade. A nova diretiva será aplicada a todas as grandes empresas e a todas empresas cotadas, com exceção das microempresas. Quanto às empresas não europeias que tenham pelo menos uma filial ou sucursal na UE que exceda determinados limiares, aplicar-se-á a nova diretiva caso o volume de negócios dessa empresa seja superior a 150 milhões de euros (Conselho da UE, 2022; Diretiva CISE, 2022).

O CISE será aplicado ao longo de 4 anos, correspondendo a cada ano uma fase, e cada fase traduz-se num alargamento da incidência do CISE. Isto posto, a primeira fase terá início em 2025, ano em que apenas as empresas já sujeitas à diretiva 2014/95/EU estarão abrangidas, e a fase final em 2029, ano que já estarão todas as empresas abrangidas pelo CISE sujeitas à sua aplicação (Conselho da UE, 2022).

2.1.1. O IIRC

O International Integrated Reporting Council (IIRC) foi uma iniciativa levada a cabo pelo *HRH The Prince of Wales* e pelo *Global Reporting Initiative* (GRI) e apoiada pelo *Accounting for Sustainability* (A4S) (Barth et al., 2017). O IIRC é uma coligação global de reguladores, investidores, empresas, organismos de normalização, profissões contabilísticas e ONG, que partilha a visão de que a comunicação sobre a criação de valor deve ser o próximo passo na evolução do relato corporativo (Integrated Reporting, 2021). Este conselho teve como objetivo a criação de um novo modelo de relatório integrado globalmente aceite, para que as organizações pudessem comunicar de forma concisa o processo de criação de valor ao longo do tempo (Deloitte, n.d.), em vez de se focar em medir impactos (Adams, 2015). O novo relatório denominado de *Integrated Reporting <IR> Framework* (estilizado de <IR>), baseado na estrutura do relatório *King III*, foi publicado em dezembro de 2013.

O <IR>, apesar de ser um movimento relativamente novo, não só recebeu atenção mundial de altos níveis regulatórios e políticos como também viu o número de empresas que implementam de forma voluntária as suas práticas de pensamento integrado e de relatório a aumentar (Bernardi, 2020; Malafonte et al., 2020).

2.1.2. Acontecimentos Recentes

Recentemente, várias organizações especializadas em relatórios não financeiros uniram esforços, fundindo-se com o objetivo de identificar uma abordagem global unificada para relatórios não financeiros (De Villiers & Dimes, 2022). Temos o IIRC como exemplo, o principal promotor do RI teve o seu fim em 2021, quando convergiu com o *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) criando o *Value Reporting Foundation* (VRF).

O VRF é uma organização internacional que mantém o *framework* de relato integrado, defende o pensamento integrado e define padrões de divulgação de sustentabilidade para a criação de valor empresarial, em que o <IR> e os padrões SASB se complementam. Ou seja, o <IR> fornece orientação baseada nos princípios para estrutura e conteúdos, enquanto os padrões SASB fornecem métricas específicas para ajudar a entender, detalhadamente, os riscos e oportunidades não financeiros (Medress, 2020).

Nesse mesmo ano, deu-se um outro marco importante no desenvolvimento do Relato Integrado, quando na Conferência das Nações Unidas sobre as alterações climáticas (COP 26) em Glasgow, a fundação *International Financial Reporting Standards* (IFRS Foundation) anunciou formalmente a sua consolidação com o VRF, que se daria por completa a 1 de agosto de 2022 (IFRS, 2021; IFRS, 2022).

De acordo com Richard Sexton e Robert Steel, ex-presidentes do conselho administrativo do VRF, o *Integrated Reporting Framework* e os Padrões SASB foram desenvolvidos para atender à procura do mercado por relatórios eficazes e ferramentas de gestão. A sua adoção em todo o mundo permitiu que as empresas entregassem voluntariamente informações comparáveis, consistentes e confiáveis para os investidores. Agora, olhamos para um futuro sob a IFRS Foundation, onde essas ferramentas podem ajudar a fornecer uma linha de base global para a divulgação de sustentabilidade, conectada às demonstrações financeiras (IFRS, 2021).

2.2. Framework do IIRC

Para facilitar a produção do relato integrado das empresas, o IIRC concebeu o *Integrated Reporting <IR> Framework*, publicado em 2013 e revisto em 2021, estrutura que tem como objetivo estabelecer e explicar os conceitos fundamentais de relato integrado, estabelecendo princípios orientadores e elementos de conteúdo que regem a elaboração e apresentação de um relatório integrado (IIRC, 2021; Frequently Asked Questions | Integrated Reporting, n.d.). A adoção do <IR> tem como benefícios melhorar o processo de decisão, melhorar a comunicação com *stakeholders* e a produção de um relato mais focado e relevante (Integrated Reporting, 2016).

O <IR> é um ciclo composto pelo pensamento integrado e relatório, em que o relatório sem o pensamento integrado ou vice-versa não é capaz de alcançar os benefícios do *framework* (Integrated Reporting, 2016).

O pensamento integrado é a componente integral do relato integrado (Integrated Reporting, 2016), definido pelo IIRC (2013) como a consideração ativa por uma organização das relações entre as suas várias unidades operacionais e funcionais e os capitais que a organização usa ou afeta. O pensamento integrado leva a tomadas de decisão e ações integradas que consideram a criação de valor no curto, médio e longo prazo.

Ou seja, quanto melhor o pensamento integrado estiver incorporado nas atividades de uma organização, mais naturalmente haverá conectividade do fluxo de informação nos relatórios de gestão, nas análises e na tomada de decisão (Integrated Reporting, 2021).

Quanto à estrutura, o <IR> não estipula uma estrutura padrão rígida para relatórios integrados. Ao invés, é baseada em princípios, com intenção de criar equilíbrio apropriado entre flexibilidade e prescrição, como forma de reconhecer as diferenças circunstanciais entre organizações, mas manter um nível de

comparabilidade entre empresas. Portanto, o *framework* não prescreve *KPIs* específicos, métodos de medição ou assuntos específicos de divulgação, incluindo apenas poucos requisitos necessários para que o relatório em questão esteja em concordância com o <IR>. O <IR> tanto poderá ser aplicado ao contexto do setor privado, como também ao setor público e organizações sem fins lucrativos (Integrated Reporting, 2021).

O relatório poderá ser preparado como resposta a requerimentos de *compliance* existentes, como também ser um *standalone report* ou ainda ser incluído como parte distinta de um outro relato ou comunicação (Integrated Reporting, 2021).

A estrutura descreve 7 princípios orientadores e 8 elementos de conteúdo que um relatório integrado deve incluir. Esses princípios e elementos estão ligados a 6 capitais que a organização utiliza para gerar valor, permitindo-lhe esclarecer como cria valor (Integrated Reporting, 2021).

2.2.1. Princípios Básicos

São 7 os princípios básicos que sustentam a preparação e apresentação de um relato integrado, e têm como objetivo informar sobre o conteúdo do relato e como apresentá-la (Integrated Reporting, 2021). Os princípios são os seguintes:

Princípios Básicos	Descrição
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 que a organização tem de criar valor no curto, médio e longo prazo, como também deve expor o uso e impactos nos capitais.
Conectividade da informação	Um relatório integrado deve mostrar uma imagem holística da combinação, da inter-relação e das dependências entre os fatores que afetam a capacidade da organização gerar valor ao longo do tempo.

Relações com os <i>stakeholders</i>	Um relatório integrado deve fornecer uma visão da natureza e da qualidade das relações que a organização mantém com os seus principais <i>stakeholders</i> , incluindo como e até que ponto a organização entende, tem em conta e responde aos seus legítimos interesses e necessidades.
Materialidade	Um relatório integrado deve divulgar informações sobre assuntos que afetam, de forma significativa, a capacidade de uma organização gerar valor no curto, médio e longo prazo.
Concisão	O relatório deve ser conciso, ou seja, deve conter contexto suficiente para explicar a importância da estratégia, governança, <i>performance</i> e expectativas sem sobrecarregar de informação menos relevante.
Confiabilidade e completude	Um relatório integrado deve abranger todos os temas materiais, tanto positivos como negativos, de forma equilibrada e isento de erros materiais.
Coerência e comparabilidade	As informações no relato integrado devem ser apresentadas de forma coerente ao longo do tempo e que permita a comparação com outras organizações, na medida em que seja material para a capacidade de criar valor ao longo do tempo da própria organização.

Tabela 1: Tabela resumo dos princípios básicos de um relatório integrado de acordo com o <IR>.

2.2.2. Elementos de Conteúdo

Os elementos de conteúdo são 8 categorias de informação, obrigatórios num relatório integrado, que estão fundamentalmente vinculados entre si e não se excluem mutuamente. Estes não têm uma ordem aparente e são apresentados em forma de perguntas que, quando respondidas, tornam óbvias as suas inter-relações (Integrated Reporting, 2021).

Para determinar qual a informação que deve ser relatada, é necessário aplicar os princípios básicos e julgamento profissional. Os elementos de conteúdo são os seguintes:

Elementos de Conteúdo	Descrição
Visão geral organizacional e ambiente externo	O que a organização faz e quais são as circunstâncias em que atua?
Governança	Como a estrutura de governança da organização apoia a sua capacidade para criar valor no curto, médio e longo prazo?
Modelo de negócios	Qual o modelo de negócios da organização?
Risco e oportunidades	Quais são os riscos e oportunidades específicas que afetam a capacidade que a organização tem de criar valor no curto, médio e longo prazo, e como a organização lida com eles?
Estratégia e alocação de recursos	Para onde a organização ambiciona ir e como pretende chegar lá?
Desempenho	Em que medida a organização atingiu os seus objetivos estratégicos para o período e quais os resultados em termos de capitais?
Perspetivas	Quais são os desafios e as incertezas que a organização provavelmente encontrará ao perseguir a sua estratégia e quais são as possíveis implicações para o seu modelo de negócio e desempenho futuro?
Base de preparação e apresentação	Como é que uma organização determina quais são os assuntos a serem incluídos no relatório integrado e como é que esses são quantificados ou avaliados?

Tabela 2: Tabela resumo dos elementos de conteúdo de um relatório integrado de acordo com o <IR>.

2.2.3. Conceitos Fundamentais

Os conceitos fundamentais do *framework* são a base crucial do relato integrado, isto porque não só suportam os requerimentos e orientações do *framework*, como têm um papel central na definição dos componentes chave. O *framework* tem como conceitos fundamentais os capitais e o processo pelo qual o valor é criado, preservado ou alvo de erosão (Integrated Reporting, 2021).

2.2.3.1 Os Capitais

Para melhorar a conectividade entre informação, o *framework* enfatiza a necessidade de as empresas adotarem um conceito amplo de capital, de forma a considerar as interdependências e trocas entre as diferentes formas de capital, facilitando o entendimento de como é que estes contribuem para a criação de valor para a organização (Integrated Reporting, 2021). Ou seja, as organizações devem ter em conta todos os *stocks* de valor que impactam as suas operações e são impactados por elas, não se limitando apenas aos aspetos financeiros (EY, 2016).

Nem todos os capitais são igualmente importantes, dependerá de organização para organização. Poderá haver categorias de capitais de tal forma irrelevantes que não são suficientemente importantes para incluir no relatório (Integrated Reporting, 2021).

Para tal, o <IR> distingue 6 capitais que as empresas podem adotar, esses capitais são o capital financeiro, capital manufacturado, capital intelectual, capital humano, capital social e relacional e capital natural. De ter em conta que a organização poderá adotar uma categorização de capitais diferente da proposta pelo *framework*.

2.2.3.2. Processo pelo qual o Valor é Criado, Preservado ou Alvo de Erosão

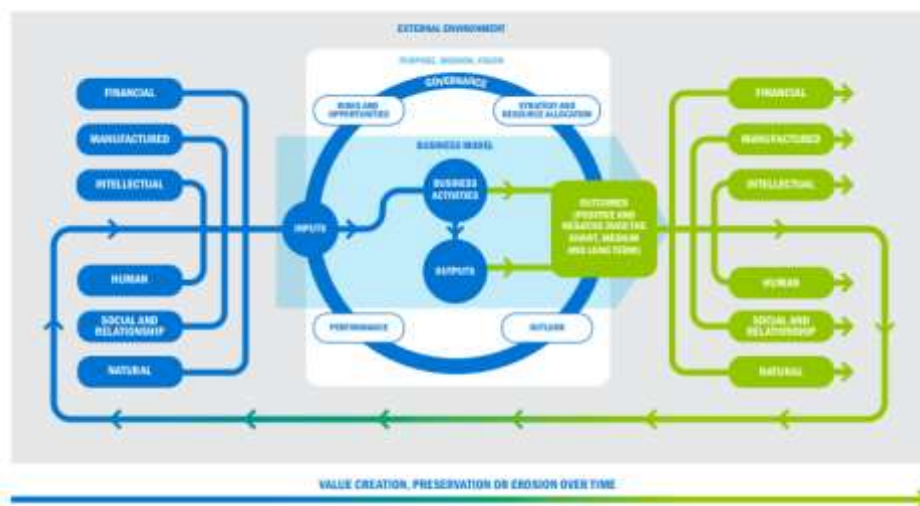
O processo pelo qual o valor é criado, preservado ou alvo de erosão é a forma como a organização conta a história do seu modelo de negócio no relatório integrado. De acordo com Leocádio (2017), “é certamente a componente mais crítica do relato integrado, é o eixo principal do processo” (p. 29). O modelo de negócio ilustra como as atividades de negócio das empresas criam ou destroem valor ao processar os seus *inputs*, ou seja, as 6 formas de capital (Mazzota et al., 2022).

Todos os capitais, quer pertencentes à empresa ou não, são considerados *inputs* porque afetam ou fazem parte do processo de negócio (Silvestri et al., 2017). Através das atividades de negócio os *inputs* são convertidos em *outputs* (produtos, serviços, subprodutos e desperdícios) que por sua vez afetarão os capitais (Integrated Reporting, 2021), o que ressalta a importância de divulgar tanto a estratégia corporativa como o modelo de negócios no IR, pois ambos são centrais para o processo (Silvestri et al., 2017).

Somente quando o modelo de negócios é compreendido e representado como o elemento crucial que conecta estratégia, governança e desempenho organizacional, poderá efetivamente ilustrar o processo de criação de valor dentro da organização (Silvestri et al., 2017). Isto porque, um modelo de negócios que não está conectado com a estratégia da organização, que não está adaptado às particularidades da empresa e que não mostra relações com o ambiente que o rodeia, não mostra aos *stakeholders* o processo de criação de valor dos negócios, não lhes sendo útil para o processo de tomada de decisão e, portanto, não atende ao objetivo do *framework* (Silvestri et al., 2017).

Como constata King (2021), Presidente Emeritus do IIRC, nem o processo, nem o relatório é estático, como é possível verificar na Figura 2, pois ao avaliar regularmente as divulgações do relatório integrado, o corpo diretivo, a administração e as suas equipas têm a oportunidade de reavaliar aspetos do negócio e quão bem o pensamento integrado está incorporado, particularmente num contexto de constante mudança.

Figura 1
Processo pelo qual o valor é criado, preservado ou corroído



Fonte: Integrated Reporting (2021)

2.3. Evidências Empíricas sobre Relato Integrado

O relatório integrado afirma ter como objetivo apoiar os fornecedores de capital financeiro com informação útil para as decisões de alocação de capital. Portanto, referindo este objetivo, os estudos empíricos sobre relevância de valor do relatório integrado têm como intenção verificar se a adoção do relatório integrado afeta a relevância de valor da informação contabilística (Loprevite et al., 2018).

Os estudos empíricos sobre a relevância de valor da informação contabilística sobre as empresas que reportam o relatório integrado é vasta e, de acordo com (Veltri & Silvestri, 2020), é possível seccioná-los quanto ao método utilizado e quanto ao país em estudo.

A primeira vertente é o método de estudo de evento. O método avalia se há um efeito “anormal” no preço das ações, associado a um evento específico

(Mckinlay, 1997; McWilliams & Siegel, 1997). Assumindo que o evento específico é a divulgação de nova informação e o preço “anormal” das ações reflete a reação do mercado de ações à divulgação de nova informação, através da determinação do nível de retorno anormal é possível deduzir a relevância de valor da informação divulgada para o mercado de ações.

A segunda vertente é o método de estudo por associação. Este investiga a relação entre o valor das ações no mercado e o valor contabilístico. Caso a variável utilizada seja capaz de explicar o valor de mercado das ações, esse valor é definido como *value relevant* (Barth et al., 2001).

De acordo com a literatura existente, acredita-se que a implementação do relatório integrado melhore a qualidade de informação acessível aos investidores, conseqüentemente aumentando a relevância de valor da informação contabilística (Baboukardos & Rimmel, 2016; Kosovic & Patel, 2013). No entanto, a evidência dos seus efeitos mantém-se na sua maioria restrita ao contexto mandatório (Cortesi & Vena, 2019).

Conseqüentemente, é também necessário fazer a divisão da literatura de acordo com o país em estudo. Tal acontece pela existência de estudos cujo foco são países onde as empresas têm a liberdade de adotar, ou não, o programa do IIRC e estudos sobre organizações da África do Sul, onde é obrigatório as empresas cotadas em bolsa divulgarem informação não financeira.

Veltri e Silvestri (2020) produziram uma revisão de literatura sistemática focada em estudos empíricos que tem como objetivo encontrar uma associação entre a informação publicada pelo relatório integrado e o valor de mercado, para dar resposta à seguinte questão de investigação: “Tem relevância de valor a informação divulgada pelo RI para o investidor?”. Concluíram que a adoção do relatório integrado tem impactos financeiros positivos e, ainda que, o relatório integrado é capaz de aumentar a transparência da empresa, reduzindo desta forma a assimetria de informação. Conseguiram ainda evidenciar que o relatório

integrado é eficaz, tanto em contexto de adoção voluntária como mandatório, isto porque, as avaliações empíricas não refletiram clara evidência de uma diferença entre ambos os contextos.

Ao investigar se a adoção do relatório integrado afeta a relevância de valor da informação contabilística, Loprevite et al. (2018) com base no modelo de Ohlson (1995) e através de uma amostra de empresas europeias cotadas, conduziram um estudo de forma a entender a relação entre o valor de mercado e a informação contabilística sintetizada pelo valor contabilístico dos capitais próprios e pelos resultados.

Loprevite et al. (2018) evidenciaram que o valor dos resultados é significativamente diferente (positivamente) para as empresas que publicam o relato integrado quando comparadas com as empresas que não o produzem, logo é *value relevant*. Ao passo que, o valor do capital próprio apesar de apresentar valores positivos não são estatisticamente significativos, não existindo evidência que influencie o valor de mercado, portanto não é *value relevant*. Não obstante, a análise produzida por Loprevite et al. (2018) confirma a perspetiva do IIRC, mostrando que o relato integrado melhora a qualidade das informações contabilísticas tradicionais (resultados) para os investidores.

Cortesi & Vena (2019), também com base no modelo de Ohlson (1995), analisaram o efeito da adoção voluntária do relatório integrado. Para tal apoiaram-se numa amostra que se estende durante 15 anos (de 2003 a 2017) a 636 empresas, provenientes de 57 países, que produziram o relato integrado. A amostra total foi dividida de acordo com a proveniência geográfica das empresas, resultando em 4 subamostras que se referem à Zona Euro como um todo, a países Core da Zona Euro (Áustria, Bélgica, França, Alemanha, Luxemburgo e Países Baixos), a países Non-Core da Zona Euro (Grécia, Itália, Malta Portugal e Espanha) e países BRICS agregados.

O estudo de Cortesi & Vena (2019), tal como Loprevite et al. (2018), estão em concordância quanto à adoção do relato integrado melhorar a qualidade dos resultados, no entanto divergem em relação ao capital próprio, porque ao passo que Cortesi & Vena (2019) concluem que o capital próprio é *value relevant* e tem influência negativa, Loprevite et al. (2018) evidencia que este não tem relevância estatística. Contudo, no trabalho desenvolvido por Cortesi & Vena (2019) existem exceções relativas ao BVPS, estas encontram-se na amostra total e na subamostra países *non-core*, que ao não apresentarem valores estatisticamente significativos e os seus EPS respetivos são estatisticamente significativos (positivamente) estão em concordância com o trabalho de Loprevite et al. (2018).

Porém, devido à natureza discricionária do RI, que permite alguma flexibilidade de como as empresas podem narrar a sua história de criação de valor, torna a extensão da adoção do <IR> particularmente importante. Ou seja, o *framework*, ao basear-se em princípios, não prescreve KPIs, métodos de mensuração, nem divulgações sobre itens específicos, o que inevitavelmente resulta em disparidades na extensão do RI entre as entidades que o produzem, o que por sua vez, afeta significativamente a relevância de valor.

Neste contexto, Cooray et al. (2020) conduziram um estudo com o propósito de examinar a relação entre a “intensidade” do relatório integrado das empresas com base na extensão da adoção do framework do IIRC e a relevância de valor da informação publicada nos relatórios integrados das empresas do Sri Lanka, aonde a adoção é voluntária. Para tal, foi utilizada uma amostra de 117 relatórios integrados, pertencentes a 39 empresas que prepararam relatórios integrados durante 3 anos consecutivos.

Quanto à metodologia adotada para estudar a relação ulteriormente mencionada, foram utilizados o modelo de preço e o modelo de retorno. Foi ainda utilizada uma *checklist* de divulgação desenvolvida com base nos elementos de conteúdo do *framework* com a qual Cooray et al. (2020) avaliaram a

pontuação total dos relatórios integrados para cada empresa, designando este valor de *Integrated Report Score* (IRS).

O estudo observa uma tendência crescente de adoção do *framework* na preparação de relatórios integrados em geral, bem como alto nível de cobertura nos elementos de conteúdo.

No entanto, o aumento do IRS das empresas não impactou significativamente o valor de mercado das empresas. Contudo, o IRS quando combinado com a informação contabilística (EPS e BVPS) mostra uma associação estatística significativa positiva quando combinado com o valor dos resultados e negativa quando combinado com o valor dos capitais. Desta forma o estudo de Cooray et al. (2020) encontra-se em concordância com os estudos de Loprevite et al. (2018) e de Cortesi & Vena (2019) quanto ao nível de *value relevance* dos resultados ser significativamente diferente para as empresas que publicam o relato integrado quando comparadas com empresas que adotam o relato financeiro tradicional e ainda corroborando com Cortesi & Vena (2019) quanto ao facto do *value relevance* dos resultados e do capital próprio, após a adoção do relato integrado, comportarem-se em sentidos opostos, isto é, influenciando-os heterogeneamente.

Tomando por referência o trabalho de Cortesi & Vena (2019), o presente estudo, irá investigar para as empresas europeias cotadas, o efeito da adoção voluntária do relatório integrado.

Capítulo 3

Hipóteses de Investigação e Método

3.1. Hipóteses de Investigação

O presente trabalho tem por objetivo estudar as implicações da divulgação financeira sob uma abordagem de relato integrado para o mercado de valores em contexto europeu, comparando empresas que adotam o relato integrado e empresas que não adotam relato integrado através de uma abordagem de *value relevance* das informações contabilísticas, mais concretamente do capital próprio e resultados.

Como mencionado anteriormente na revisão de literatura, o relato integrado afirma ter como objetivo apoiar os fornecedores de capital financeiro com informação útil (Loprevite et al., 2018) na tomada de decisão ao ilustrar o processo de criação de valor dentro da organização (Silvestri et al., 2017) e mesmo que o relato integrado beneficie de uma grande discrição aquando da sua preparação é esperado que a sua implementação tenha efeitos positivos no valor de mercado das empresas (Baboukardos & Rimmel, 2016).

Portanto, se a conformidade com o novo *framework* for efetivamente a fonte de novo valor para os investidores, constitui um instrumento útil para a tomada de decisão e, assim, é expectável que seja relevante para o mercado de capitais (Cortesi & Vena, 2019).

A este propósito, a primeira hipótese de investigação é a seguinte:

Hipótese 1: O relato integrado é *value relevant* para o mercado de capitais.

Ademais, o relato integrado deverá melhorar a transparência ao clarificar cada fator que afeta o processo de criação de valor. Logicamente, uma vez que o relato integrado visa aumentar a qualidade da informação relatada e aumentar a utilidade para o seu utilizador (IIRC, 2013), é expectável que influencie positivamente a *value relevance* da informação contabilística, sintetizada nos resultados e no capital próprio (Cortesi & Vena, 2019). Por outras palavras, o relato integrado deve fornecer meios para melhor compreender o processo de criação de valor, o que pode tornar o capital próprio e os resultados mais fiáveis e, portanto, mais valiosos para o processo de tomada de decisão dos investidores (Cortesi & Vena, 2019) e conseqüentemente para o mercado de capitais. No entanto, também se pode verificar o efeito contrário, já que o RI pode igualmente evidenciar responsabilidades da empresa ainda não refletidas nas suas demonstrações financeiras (Cortesi & Vena, 2019).

Posto isto, este estudo propõe dar resposta à seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 2: A *value relevance* para o mercado de capitais do resultado e do capital próprio é diferente para empresas com relato integrado, face a empresas sem relato integrado.

3.2. Método

A relevância de valor (traduzido do inglês *value relevance*) é medida pela capacidade que as informações das demonstrações financeiras têm de captar ou resumir as informações que, independentemente da sua origem, afetam o valor das ações (Francis & Schipper, 1999).

Assim sendo, quando existe uma associação estatística entre informações contábilísticas e valores de mercado, poderá significar que as informações contábilísticas em questão, estão relacionadas com as informações usadas pelos investidores (Francis & Schipper, 1999). Portanto, e de acordo com Beisland (2009), a informação contábilística é apresentada como tendo relevância de valor quando há uma associação estatística entre os números contábilísticos e os valores de mercado das ações. Logo, a existência de uma forte associação estatística entre valores contábilísticos e valor de mercado, sugere que a informação contábilística é capaz de explicar as variações de valor de mercado e, portanto, é *value relevant*.

O estudo sobre a relevância de valor da informação contábilística tem suscitado interesse ao longo de várias décadas, tendo o primeiro estudo a usar o termo *value relevant* sido publicado em 1993 por Amir, Harris e Venuti (Barth et al., 2001). Desde então, foi produzida uma vasta literatura sobre a temática, com base no modelo de Ohlson (1995), tendo este interesse transitado do campo mandatório da informação financeira para o campo da informação voluntária e de relatório integrado (Loprevite et al., 2018).

3.2.1. Modelo Ohlson (1995)

Tendo como objetivo entender se a adoção do relato integrado por parte das empresas é *value relevant*, isto é, se a comunicação do relato integrado produz algum efeito no valor de mercado, o presente estudo aplica o modelo de Ohlson (1995) como ferramenta de análise da relação entre o valor mercado das empresas e as informações contábilísticas (capital próprio e resultados). Porém, de forma a mitigar o possível efeito de escala nos resultados estimados foi utilizado no modelo o valor das informações contábilísticas por ação (capital próprio por ação e resultados por ação), uma vez que, a possível variação da dimensão das empresas pode criar diferenças de escala entre empresas, ou seja, pode existir

uma desproporção significativa do valor de capital próprio e resultados entre empresas que constituem a amostra (Barth & Clinch, 2009).

O modelo de Ohlson (1995) com os ajustamentos referidos anteriormente, doravante mencionado como modelo de Ohlson (1995) ajustado, pode ser descrito da seguinte forma:

$$P_{i,t}^{03} = \beta_0 + \beta_1 CPA_{i,t} + \beta_2 RPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} , \quad (1)$$

onde $P_{i,t}^{03}$ representa o preço da ação observado no final de março, três meses depois do final do ano fiscal da empresa i no ano t , o $CPA_{i,t}$ expressa o capital próprio por ação da empresa i no ano t , o $RPA_{i,t}$ corresponde ao resultado por ação da empresa i no ano t e o $\varepsilon_{i,t}$ representa o termo de erro associado à empresa i no ano t .

O primeiro ajustamento ao modelo (1), parte da necessidade de fazer a distinção entre empresas que produzem relato integrado das restantes, para tal foi adicionada uma variável *dummy* " D_{riit} " e interações desta com as variáveis em estudo. Desta forma, a equação que descreve o modelo é a seguinte:

$$P_{i,t}^{03} = \beta_0 + \beta_1 CPA_{i,t} + \beta_2 RPA_{i,t} + \beta_3 D_{riit} + \beta_4 D_{riit} CPA_{i,t} + \beta_5 D_{riit} RPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} , \quad (2)$$

em que " D_{riit} " representa a variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa i produz um relatório integrado no ano t e 0 caso contrário. O $\varepsilon_{i,t}$ representa o termo de erro associado à empresa i no ano t .

A fim de responder às hipóteses de investigação formuladas anteriormente o presente estudo utilizará o R^2 de cada modelo estimado, visto que afere o poder das variáveis explicativas sobre o preço unitário de uma ação, tal como efetuado por Cortesi & Vena (2019).

A estimação dos modelos (1) e (2) através do método dos mínimos quadrados, para o período em estudo, permitirá observar através da comparação do R^2 de

ambos os modelos estimados, se o relato integrado melhora a relevância da informação financeira para os investidores.

De acordo com Cortesi & Vena (2019), a confirmação da segunda hipótese depende dos coeficientes β_4 e β_5 apresentados no modelo (2), porque caso sejam provados estatisticamente diferentes de zero será possível concluir que os valores contabilísticos aos quais estão associados (CPA_{it} e RPA_{it} respetivamente) reforçam a *value relevance*, comprovando a qualidade dos valores contabilísticos, pois representam uma parte consistente do conjunto de informações nas quais os investidores confiam sistematicamente para tomar as suas decisões.

Um último ajustamento ao modelo surge da necessidade de considerar fatores exógenos que podem afetar o preço da ação, como efetuado por Cortesi & Vena (2019). Portanto, para esse efeito introduziram-se no modelo (2) múltiplas variáveis de controlo ($\gamma'X$), que incluem:

- Dpre e Dpre_RPA: Admitindo a possibilidade da anterior estimação estar enviesada por empresas com resultados negativos contidos na amostra Hayn (1995), introduziu-se uma variável *dummy* (Dpre) que faz a distinção entre as empresas que reportam prejuízos das restantes, e a interação desta variável *dummy* com os resultados por ação (Dpre_RPA). A variável *dummy* assume o valor 1 caso a empresa apresente resultados negativos e 0 caso contrário;
- Log_AT: Foi também adicionada uma variável que representa o ativo total na sua forma de logaritmo, que representa a dimensão da empresa, com o intuito de mitigar algum possível efeito de escala;
- GE: Por último, foi acrescentada uma variável que representa o grau de endividamento, para ter em conta uma possível associação entre a estrutura financeira das empresas e o valor de mercado das mesmas.

O modelo (3) pode ser descrito da seguinte forma:

$$P_{i,t}^{03} = \beta_0 + \beta_1 CPA_{i,t} + \beta_2 RPA_{i,t} + \beta_3 D_{rit} + \beta_4 D_{rit} CPA_{i,t} + \beta_5 D_{rit} RPA_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

A análise que se segue, tem como objetivo estudar a relação do relato integrado com os principais valores contabilísticos, limitando o âmbito do estudo à relevância de valor dessas variáveis, negligenciando a relevância de valor das outras variáveis de controlo.

Capítulo 4

Análise Empírica

4.1. Descrição da Amostra

4.1.1. Amostra

As empresas alvo de análise no presente estudo são as entidades europeia que adotam o relato integrado de acordo com o *International <IR> Framework* e, seguindo Cortesi & Vena (2019), com o objetivo de analisar os efeitos do relato integrado, foi construída uma amostra emparelhada, em que, para cada empresa com relato integrado é-lhe atribuída uma empresa semelhante que não tem relato integrado.

Para iniciar o processo de construção da amostra fez-se primeiramente o levantamento das empresas que reportam o relato integrado. Para o efeito, utilizou-se o *website* organizacional da *IFRS Foundation*, tendo sido identificadas 158 empresas que, em 2022, utilizavam o relato integrado.

Uma vez que o objetivo é produzir uma análise de relevância de valor para o mercado de capitais, é necessário excluir da amostra empresas não cotadas, resultando numa redução da amostra em 59 entidades. Para cada uma das restantes 99 empresas foram observados manualmente os *sites* organizacionais de forma a verificar o ano de adoção do relatório integrado através de relatórios e outras publicações feitas pelas empresas, tendo sido identificadas as empresas com relato integrado desde 2016. O passo seguinte consistiu na identificação das

empresas que não têm sede na Europa, tendo sido identificado apenas 2 entidades resultando numa amostra provisória de 97 empresas, em 2022.

De seguida, procedeu-se à atribuição de empresas comparáveis para a amostra provisória, num rácio 1:1 de acordo com os seguintes critérios: não adotar relato integrado, pertencerem ao mesmo setor de atividade, serem transacionados no mesmo mercado de capitais e terem sede no mesmo país. Para a identificação das empresas semelhantes foi utilizada a função *peers* pertencente à base de dados *Refinitiv Eikon* que fornece uma lista de empresas semelhantes para uma empresa em estudo. Através deste procedimento detetaram-se 47 empresas perfeitamente comparáveis.

As últimas alterações na amostra deram-se após obtidos os valores das variáveis em estudo, ao remover empresas cujo ano financeiro diferisse do ano civil, como também retirar empresas que exibissem capitais próprios negativos. As empresas comparáveis que atendiam a pelo menos um desses dois critérios foram também elas removidas da amostra, mantendo uma proporção de 1:1.

A seguinte tabela resume todos os passos anteriormente descritos:

Critério	Ano em estudo							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Total de empresas com relato integrado	144	151	154	156	157	157	158	
Empresas não cotadas	59	59	59	59	59	59	59	
Sem empresas comparáveis	52	52	52	52	52	52	52	
Empresas com R.I. e empresa semelhante	33	40	43	45	46	46	47	
Com ano financeiro diferente do ano civil	12	14	14	14	15	15	16	
Empresas com capitais próprios negativos	0	1	1	1	2	2	2	
Total de empresas com R.I. a considerar na amostra	21	25	28	30	29	29	29	
Total de empresas a considerar na amostra	42	50	56	60	58	58	58	

Tabela 3: Síntese dos critérios de seleção da amostra.

Nota: Total de observações igual a 382.

Ao ter verificado discrepâncias entre valores máximos e mínimos das diferentes variáveis na amostra final, foram detetados *outliers*. De forma a mitigar a presença de *outliers*, o possível impacto destes foi diminuído através do processo de *winsorização*, como efetuado por Dechow et al. (1999). O procedimento consiste na identificação dos valores inferiores ao percentil 1% e superiores ao percentil 99% para todas as variáveis em estudo, e posteriormente a sua substituição pelos valores dos percentis respetivos.

4.1.2. Estatísticas Descritivas

A tabela seguinte apresenta as estatísticas descritivas de todas as variáveis incluídas nos modelos em estudo previamente mencionados:

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
P_3	27,143	17,215	29,066	0,54	130,978
CPA	15,574	7,348	22,287	0,698	170,023
RPA	1,515	0,989	2,476	-6,137	11,643
Dri	0,5	0,5	0,501	0	1
Dri CPA	7,785	0,349	19,694	0	170,023
Dri RPA	0,671	0	1,788	-6,137	11,643
Dpre	0,505	1	0,501	0	1
Dpre_RPA	-0,009	0	0,868	-6,137	0,998
Log_AT	7,26	7,085	0,993	4,65	8,997
GE	0,445	0,442	0,202	0,049	0,846

Tabela 4: Estatísticas descritivas das variáveis a incorporar nos modelos.

Nota: Amostra composta por 382 observações e valores monetários apresentados em unidades de euro.

Os dados recolhidos foram o preço por ação (P_3) três meses após o final do exercício, o capital próprio por ação (CPA), os resultados por ação (RPA), para todas as empresas que constituem a amostra, no período em análise.

O preço por ação (P_3) é referente ao preço por ação observado em 31 de março do ano subsequente ao ano fiscal. Desta forma, é possível ter em conta o desfasamento entre o final do ano financeiro e a data de publicação das demonstrações financeiras e, conseqüentemente, observar o impacto que as demonstrações financeiras têm no mercado bolsista. Já os valores referentes ao capital por ação (CPA) e resultados próprios por ação (RPA) são reportados à data do fim do ano financeiro. No mesmo quadro encontram-se também os valores das estatísticas descritivas das variáveis *dummy* como também das variáveis de controlo.

Numa breve análise descritiva dos dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta um preço por ação de 17,215 euros, com o capital próprio por ação de 7,348 euros e resultados por ação de 0,989 euros.

4.2. Resultados da Estimação

A tabela 5 apresenta os resultados da estimação obtidos para os três modelos desenvolvidos no estudo, de acordo com o estimador de mínimos quadrados e usando os erros-padrão robustos para a heterocedasticidade. Adicionalmente, indica-se o R^2 ajustado, decorrente da estimação do modelo sem erros-padrão robustos, sendo que os resultados de estimação não se apresentam qualitativamente diferentes.

O resultado da estimação do modelo (1), correspondente ao modelo de Ohlson (1995) ajustado em que foram usadas as variáveis independentes capital próprio por ação (CPA) e resultado por ação (RPA), para todos os anos da amostra, simultaneamente, indica, para um intervalo de confiança de 95%, que todas as variáveis explicativas são estatisticamente significativas, expressando um R^2 de 35,88%. De facto, os coeficientes β_1 e β_2 são estatisticamente significativos para

um nível de significância de 1%, indicando uma correlação positiva entre as informações contábilísticas e o valor de mercado das ações. Apesar do modelo (1) fornecer as primeiras evidências sobre a influência das variáveis CPA e o RPA no valor das ações, não é ainda possível comprovar as hipóteses investigação delineadas anteriormente.

Posto isto, para dar resposta às duas hipóteses de investigação formulou-se o modelo (2) ao adicionar as seguintes variáveis ao modelo (1): uma variável *dummy* (Dri) que distingue as empresas que adotam relato integrado das que não adotam; e ainda as interações desta variável *dummy* com as variáveis independentes CPA e RPA, representadas por Dri CPA e Dri RPA, respetivamente.

O resultado da estimação do modelo (2) indica um R² de 36,74%, ligeiramente superior aos 35,88% obtidos no modelo (1), verificando-se idêntico padrão para o R² ajustado. Seguindo a lógica de Harris et al. (1994) e Collins et al. (1997), para dar resposta à primeira hipótese de investigação, será utilizado o R² de cada modelo estimado para avaliar o poder explicativo das variáveis independentes sobre o preço por ação. Nesse sentido, é possível admitir que a adoção do relato integrado é *value relevant*, não sendo de rejeitar a Hipótese 1, dado que há algum aumento, embora marginal, do poder explicativo das variáveis do modelo (1) para o modelo (2), modelo este onde foram introduzidas variáveis que não se encontram no modelo (1) e que têm em conta a adoção do relato integrado por parte das empresas.

Conforme os resultados da estimação do modelo (2), os coeficientes das variáveis relativas aos valores contábilísticos (β_1 e β_2) mantêm-se estatisticamente significativas, porém para níveis de significância distintos, enquanto que para β_1 é apenas estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 5%, β_2 permanece estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 1%.

Contudo, apesar de os coeficientes das variáveis que resultam da interação da *dummy* (β_4 e β_5) não se apresentarem estatisticamente significativos, não permitindo confirmar a hipótese 2, o coeficiente relativo à variável *dummy* Dri (β_3) é estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 5%, mas apresenta um coeficiente negativo. Ou seja, apesar da adoção do relato integrado por parte das empresas aumentar o poder explicativo da variação do preço por ação, a adoção do relato integrado tem um efeito contrário ao esperado, isto porque, as empresas pertencentes à amostra encontram-se num contexto de adoção voluntária do relato integrado, portanto esperam que a adoção do relato implique um *trade-off* entre benefícios e custos favorável para a empresa. Dito isto, seria expectável um coeficiente positivo relativo à variável *dummy* Dri (β_3). Segundo Cortesi & Vena (2019), o sinal negativo deste coeficiente pode ser explicado da seguinte forma: o relato integrado ao ser mais transparente do que as publicações financeiras tradicionais, pode evidenciar riscos sobre as empresas que não se encontram refletidos contabilisticamente. Consequentemente, os investidores penalizam o valor de mercado das empresas por detetarem riscos que antes não eram perceptíveis e que ainda não se encontram reconhecidos pelas empresas nas suas demonstrações financeiras.

Na sequência do modelo (2), ao admitir a possibilidade da anterior estimação não ter em conta fatores exógenos que podem afetar o valor de mercado das empresas surge a necessidade de criar o modelo (3), este que resultou da introdução de 4 variáveis de controlo ($\gamma'X$) no modelo (2).

Ao analisar os resultados estimados do modelo (3) é possível evidenciar que o R^2 é superior aos modelos anteriores, apresentando o valor de 42,92%, o que indica um melhor ajustamento do modelo, verificando-se idêntico padrão para o R^2 ajustado.

Os resultados da estimação do modelo (3) evidenciam que o capital próprio por ação (CPA) deixa de ser estatisticamente significativo, mas que o resultado

por ação (RPA) se mantem estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 1% e a variável de interação entre os resultados por ação e a *dummy* Dpre (Dpre_RPA) também se apresenta estatisticamente significativa para um *p-value* menor que 5%.

O coeficiente Dri (β_3) mantem-se estatisticamente significativo, mas apenas para um *p-value* menor que 10% e continua a apresentar um coeficiente negativo.

Quanto aos coeficientes Dri CPA (β_4) e Dri RPA (β_5), o primeiro é positivo e estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 5% e o segundo mantem-se estatisticamente irrelevante. Assim, é possível confirmar a Hipótese 2 apenas para a variável CPA, ou seja, que a *value relevance* do CPA aumenta quando uma empresa produz o relato integrado.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
CPA	0,464*** (0,072)	0,293* (0,153)	0,133 (0,127)
RPA	3,802*** (0,790)	4,046*** (1,054)	3,648*** (1,100)
Dri		-5,756** (2,883)	-4,653* (2,381)
Dri CPA		0,245 (0,173)	0,328** (0,140)
Dri RPA		-0,155 (1,681)	-0,685 (1,520)
Dpre			-13,228*** (3,224)
Dpre_RPA			-4,671** (1,875)
Log_AT			-0,850 (1,084)
GE			-8,645* (5,155)
B ₀	14,161*** (1,347)	17,533*** (2,378)	36,431*** (7,870)
R ²	35,88%	36,74%	42,92%
R ² Ajustado	35,54%	35,90%	41,54%
Nº de Observações	382	382	382

Tabela 5: Resultados da estimação. Preço das ações no final de março.

Nota: Coeficientes de estimação e erros-padrão robustos entre parêntesis. *** para p -values <0,01, ** para p -values <0,05 e * para p -values <0,10. R² Ajustado dos modelos estimados sem erros-padrão robustos.

4.3. Análise de Robustez

Neste trabalho serão conduzidas duas análises de robustez com o objetivo de validar as conclusões anteriores e assegurar a confiabilidade das inferências estatísticas. As duas análises são as seguintes:

1 – Análise conduzida com os mesmos modelos utilizados na primeira análise, mas com os preços por ação reportados a 30 junho do ano subsequente ao ano fiscal em questão (i.e., seis meses após o fecho de contas);

2 – Análise conduzida apenas para o modelo (3) utilizado na primeira análise, mas com estimação em separado para os anos da amostra em que incidiu a pandemia Covid-19 (2020 e 2021) e para os restantes anos da amostra (2016 a 2019 e 2022), sendo utilizado os preços por ação a 31 março do ano fiscal subsequente em questão. Neste caso, serão ainda considerados efeito fixos de país e de indústria.

4.3.1. Análise de Robustez com Valores de Mercado por Ação no Final de Junho

Para esta análise de robustez, foram estimados os mesmos modelos utilizados na primeira análise, contudo serão utilizados os preços por ação referentes a 30 junho do ano fiscal subsequente ao ano fiscal em questão, data de referência também adotada por Loprevite et al. (2018).

A tabela 6 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para esta análise de robustez.

Numa breve análise descritiva dos dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta um preço por ação de 17,588 euros, com o capital próprio por ação de 7,348 euros e resultados por ação de 0,989 euros.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
P_6	27,187	17,588	29,355	0,507	134,911
CPA	15,574	7,348	22,287	0,698	170,023
RPA	1,515	0,989	2,476	-6,137	11,643
Dri	0,5	0,5	0,501	0	1
Dri CPA	7,785	0,349	19,694	0	170,023
Dri RPA	0,671	0	1,788	-6,137	11,643
Dpre	0,505	1	0,501	0	1
Dpre_RPA	-0,009	0	0,868	-6,137	0,998
Log_AT	7,26	7,085	0,993	4,65	8,997
GE	0,445	0,442	0,202	0,049	0,846

Tabela 6: Estatísticas descritivas das variáveis a incorporar nos modelos.

Nota: Amostra composta por 382 observações e valores monetários apresentados em unidades de euro.

A tabela 7 apresenta os resultados da estimação obtidos para os três modelos desenvolvidos no estudo, para o preço das ações no final de junho, de acordo com o estimador de mínimos quadrados e usando os erros-padrão robustos para a heterocedasticidade. Adicionalmente, indica-se o R^2 ajustado, decorrente da estimação do modelo sem erros-padrão robustos, sendo que os resultados de estimação não se apresentam qualitativamente diferentes.

O resultado da estimação do modelo (1), para um intervalo de confiança de 95%, indica que todas as variáveis explicativas são estatisticamente significativas, expressando um R^2 de 32,15%. Os coeficientes β_1 e β_2 são estatisticamente significativos para um nível de significância de 1%, indicando uma correlação positiva entre as informações contabilísticas e o valor de mercado das ações.

Apesar do modelo (1) fornecer as primeiras evidências sobre a influência das variáveis CPA e o RPA no valor das ações, não é ainda possível comprovar as hipóteses investigação delineadas anteriormente.

Posto isto, para dar resposta às duas hipóteses de investigação formulou-se o modelo (2) ao adicionar as seguintes variáveis ao modelo (1): uma variável *dummy* (Dir) que distingue as empresas que adotam relato integrado das que não adotam; e ainda as interações desta variável *dummy* com as variáveis independentes CPA e RPA, representadas por Dri CPA e Dri RPA, respetivamente.

O resultado da estimação do modelo (2) indica um R² de 32,45%, ligeiramente superior aos 32,15% obtidos no modelo (1), verificando-se idêntico padrão para o R² ajustado. Seguindo a lógica de Harris et al. (1994) e Collins et al. (1997), para dar resposta à primeira hipótese de investigação, será utilizado o R² de cada modelo estimado para avaliar o poder explicativo das variáveis independentes sobre o preço por ação. Nesse sentido, é possível admitir que a adoção do relato integrado é *value relevant*, não sendo de rejeitar Hipótese 1, dado que há algum aumento, embora marginal, do poder explicativo das variáveis do modelo (1) para o modelo (2), modelo este onde foram introduzidas variáveis que não se encontram no modelo (1) e que têm em conta a adoção do relato integrado por parte das empresas.

Conforme os resultados da estimação do modelo (2), os coeficientes das variáveis relativas aos valores contabilísticos (β_1 e β_2) mantêm-se estatisticamente significativas, porém para níveis de significância distintos, enquanto que para β_1 é apenas estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 5%, β_2 permanece estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 1%.

Contudo, apesar de os coeficientes das variáveis que resultam da interação da *dummy* (β_4 e β_5) não se apresentarem estatisticamente significativos, não permitindo confirmar a Hipótese 2, o coeficiente relativo à variável *dummy* Dri (β_3) é estatisticamente significativo, mas apenas para um *p-value* menor que 10%, sendo que apresenta sinal negativo. Ou seja, apesar da adoção do relato integrado

por parte das empresas aumentar o poder explicativo da variação do preço por ação, a adoção do relato integrado tem um efeito contrário ao esperado, isto porque, as empresas pertencentes à amostra encontram-se num contexto de adoção voluntária do relato integrado, portanto esperam que a adoção do relato implique um *trade-off* entre benefícios e custos favorável para a empresa. Dito isto, seria expectável um coeficiente positivo relativo à variável *dummy* Dri (β_3). Segundo (Cortesi & Vena, 2019), tal coeficiente pode ser explicado da seguinte forma: o relato integrado ao ser mais transparente do que as publicações financeiras tradicionais, pode evidenciar riscos sobre as empresas que não se encontram refletidos contabilisticamente. Consequentemente, os investidores penalizam o valor de mercado das empresas por detetarem riscos que antes não eram perceptíveis e que ainda não se encontram reconhecidos pelas empresas nas suas demonstrações financeiras.

Na sequência do modelo (2), ao admitir a possibilidade da anterior estimação não ter em conta fatores exógenos que podem afetar o valor de mercado das empresas surge a necessidade de criar o modelo (3), este que resultou da introdução de 4 variáveis de controlo ($\gamma'X$) no modelo (2).

Ao analisar os resultados estimados do modelo (3) é possível evidenciar que o R^2 é superior aos modelos anteriores, apresentando o valor de 39,43%, o que indica um melhor ajustamento do modelo.

Os resultados da estimação do modelo (3) evidenciaram que o capital próprio por ação (CPA) deixa de ser estatisticamente significativo, mas que o resultado por ação (RPA) se mantém estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 1% e a variável de interação entre os resultados por ação e a *dummy* Dpre (Dpre_RPA) também se apresenta estatisticamente significativa para um *p-value* menor que 5%.

O coeficiente Dri (β_3) mantém-se estatisticamente significativo, mas apenas para um *p-value* menor que 10% e continua a apresentar um coeficiente negativo.

Quanto aos coeficientes Dri CPA (β_4) e Dri RPA (β_5), o primeiro é positivo e estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 5% e o segundo mantém-se estatisticamente irrelevante. Portanto, é possível confirmar a Hipótese 2 apenas para a variável CPA, ou seja, que a *value relevance* do CPA aumenta quando uma empresa produz o relato integrado.

Resumindo, a análise de robustez com os valores de mercado por ação a 30 junho apresenta o mesmo padrão que a primeira análise conduzida com valores de mercado por ação a 31 de março, sugerindo a robustez dos resultados anteriormente obtidos.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
CPA	0,461*** (0,084)	0,313** (0,157)	0,151 (0,128)
RPA	3,472*** (0,836)	3,665*** (1,126)	2,994*** (1,131)
Dri		-5,229* (2,978)	-4,178* (2,474)
Dri_CPA		0,211 (0,185)	0,300** (0,150)
Dri_RPA		-0,103 (1,759)	-0,677 (1,597)
Dpre			-15,036*** (3,379)
Dpre_RPA			-4,238** (2,031)
Log_AT			-0,592 (1,046)
GE			-8,529 (5,404)
B ₀	14,752*** (1,428)	17,797*** (2,337)	36,149*** (7,272)
R ²	32,15%	32,45%	39,43%
R ² Ajustado	31,79%	31,92%	37,97%
Nº de Observações	382	382	382

Tabela 7: Resultados da estimação. Preço das ações no final de junho.

Nota: Coeficientes de estimação e erros-padrão robustos entre parêntesis. *** para p -values <0,01, ** para p -values <0,05 e * para p -values <0,10. R² Ajustado dos modelos estimados sem erros-padrão robustos.

4.3.2. Análise Separada para os Anos Covid-19 e Anos Não Covid-19

Para aferir uma possível influência dos anos da pandemia na estimação inicial, produziu-se uma análise separada para os anos com efeitos da Covid-19 (2020 e 2021) e para os restantes anos da amostra (2016 a 2019 e 2022), doravante referenciados como anos não Covid-19. Desta forma, será possível comparar as duas análises com os resultados inicialmente estimados e detetar se os mesmos estão significativamente afetados pelos efeitos Covid-19.

Como na análise principal, os dados utilizados foram o preço por ação em 31 de março do ano fiscal subsequente ao fecho de contas, sendo as restantes informações contabilísticas reportadas a 31 de dezembro do ano fiscal em causa.

A tabela 8 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para a análise dos anos Covid-19:

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
P_3	26,233	18,665	26,279	0,740	127,830
CPA	16,455	10,982	20,184	0,766	170,023
RPA	1,722	1,327	2,599	-6,137	11,643
Dri	0,509	1,000	0,502	0,000	1,000
Dri CPA	8,811	0,904	19,162	0,000	170,023
Dri RPA	0,757	0,000	1,772	-6,137	9,698
Dpre	0,431	0,000	0,497	0,000	1,000
Dpre_RPA	-0,079	0,000	1,019	-6,137	0,991
Log_AT	7,397	7,541	0,926	5,500	8,997
GE	0,455	0,451	0,206	0,052	0,846

Tabela 8: Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para os anos de Covid-19 (2020 e 2021).
Nota: Amostra composta por 116 observações e valores monetários apresentados em unidades de euro.

Numa breve análise descritiva dos dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta um preço por ação de 18,665 euros, com o capital próprio por ação de 10,982 euros e resultados por ação de 1,327 euros.

A tabela seguinte apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para a análise dos anos não Covid-19:

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
P_3	27,540	16,715	30,239	0,540	130,978
CPA	15,191	6,688	23,170	0,698	170,023
RPA	1,424	0,869	2,420	-6,137	11,643
Dri	0,496	0,000	0,501	0,000	1,000
Dri CPA	7,338	0,000	19,941	0,000	170,023
Dri RPA	0,634	0,000	1,797	-6,137	11,643
Dpre	0,538	1,000	0,500	0,000	1,000
Dpre_RPA	0,021	0,000	0,793	-6,137	0,998
Log_AT	7,201	7,050	1,017	4,650	8,997
GE	0,441	0,435	0,200	0,049	0,846

Tabela 9: Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para os anos não Covid-19 (2016 a 2019 e 2022).

Nota: Amostra composta por 266 observações e valores monetários apresentados em unidades de euro.

Numa breve análise descritiva dos dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta um preço de mercado por ação de 16,715 euros, com o capital próprio por ação de 6,668 euros e resultados por ação de 0,869 euros.

Dados os resultados obtidos na análise inicial, foi utilizado o modelo (3) por ser o modelo que apresenta maior poder explicativo face aos restantes.

Foi ainda realizada uma análise adicional para os anos não Covid-19, introduzindo no modelo (3) efeitos fixos de indústria e de país, para desta forma

ter em conta diferenças entre países e entre indústrias da amostra que pudessem afetar os resultados da estimação.

Nos anos não Covid-19, os resultados da estimação do modelo (3) apresentam um R^2 de 46,03%. O coeficiente do capital próprio por ação (CPA) não é estatisticamente significativo, mas o coeficiente do resultado por ação (RPA) é estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 1% e a variável de interação entre os resultados por ação e a *dummy* Dpre (Dpre_RPA) não é estatisticamente significativa. O coeficiente Dri (β_3) é estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 5% e apresenta sinal negativo.

Quanto aos coeficientes Dri CPA (β_4) e Dri RPA (β_5), o primeiro é positivo e estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 1% e o segundo é negativo e é estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 5%. Portanto, é possível confirmar a Hipótese 2 não só para a variável CPA como também para RPA, ou seja, diferenças de *value relevance* do CPA e do RPA quando uma empresa produz o relato integrado.

Nos anos Covid-19, a análise dos resultados da estimação do modelo (3) apresenta um R^2 de 47,13%, apenas demonstrando valores estatisticamente significativos para uma das variáveis contábilísticas, ao apresentar resultados por ação (RPA) estatisticamente significativos, mas apenas para um *p-value* menor que 10 %.

Através desta análise de robustez verificou-se um comportamento distinto entre os dois períodos. Apesar da análise feita para os dois anos de Covid-19 apresentar um R^2 de 47,13%, superior ao estimado para os anos não Covid-19, não foi possível reconhecer o mesmo padrão de comportamento que o verificado na análise inicialmente feita para o conjunto dos anos em análise (2016 a 2022). Em síntese, os resultados de estimação para os anos não Covid indicam que, caso fossem excluídos da amostra os dois anos afetados pela Covid, seria possível verificar a Hipótese 2 para ambas as variáveis contábilísticas (CPA e RPA).

Os resultados da estimação do modelo (3) nos anos não covid-19, incluindo efeitos fixos de indústria e de país, apresentam um R^2 de 76,91%. Quanto aos coeficientes Dri CPA (β_4) e Dri RPA (β_5), o primeiro é positivo e estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 1% e o segundo é negativo e estatisticamente significativo para um *p-value* menor que 1%. Portanto, é possível confirmar a Hipótese 2 não só para a variável CPA como também para RPA, ou seja, existem diferenças de *value relevance* do CPA e do RPA quando uma empresa produz o relato integrado.

Resumindo, a análise de robustez revelou discrepâncias significativas entre os dois períodos em análise. Na estimação dos dois anos de Covid-19 não foi possível identificar o mesmo padrão observado na análise inicial para o conjunto dos anos em análise, ao passo que a estimação para os anos não Covid sugere que o relato integrado aporta diferenças significativas, quer para o CPA, quer para o RPA.

Modelo 3			
	Anos COVID-19	Anos Não COVID-19	Anos Não COVID-19
CPA	0,289 (0,205)	-0,03 (0,136)	0,275** (0,116)
RPA	2,310* (1,36)	5,252*** (1,388)	2,825*** (0,814)
Dri	-1,177 (3,88)	-6,050** (2,857)	-7,763*** (2,315)
Dri CPA	0,018 (0,208)	0,581*** (0,157)	0,385*** (0,112)
Dri RPA	2,413 (-2,604)	-3,376** (-1,686)	-2,189*** (0,837)
Dpre	-13,848** (6,017)	-13,465*** (3,893)	-4,777 (3,224)
Dpre_RPA	-8,981*** (2,574)	-2,194 (1,662)	-1,334 (1,138)
Log_AT	-0,41 (1,424)	-0,245 (1,365)	5,208*** (1,656)
GE	5,269 (9,134)	-17,195*** (6,529)	-16,927** (8,041)
EF_indústria	Não	Não	Sim
EF_país	Não	Não	Sim
B ₀	22,011** (-10,192)	38,016*** (-9,363)	37,358*** (11,683)
R ²	47,13%	46,03%	76,91%
Nº de Observações	116	266	266

Tabela 10: Resultados da estimação dos anos Covid-19, dos anos não Covid-19 e dos anos não Covid-19 com efeitos fixos. Preço das ações no final de março.

Nota: Coeficientes de estimação e erros-padrão robusto entre parêntesis. *** para *p-values* <0,01, ** para *p-values* <0,05 e * para *p-values*<0,10.

Capítulo 5

Conclusão

O relato integrado é um instrumento utilizado pelas empresas de forma a dar, aos investidores e aos *stakeholders* em geral, melhor a informação acerca do seu desempenho e evolução.

Neste estudo, pretendeu-se avaliar se o relato integrado tem relevância no mercado de capitais em contexto europeu. Para tal, foram analisadas duas hipóteses numa amostra emparelhada representativa de empresas europeias (onde a adoção é de cariz voluntário, ao contrário do que presentemente acontece na África do Sul) nas quais se encontram no rácio 1:1 empresas que adotam relato integrado e empresas que não o adotam.

A primeira questão de investigação prende-se com a hipótese de o relato integrado ser *value relevant* para o mercado de capitais, já que transmite informação, financeira e não financeira, útil para a tomada de decisão e avaliação da empresa.

Para possibilitar a investigação desta hipótese teve-se em conta o R^2 de cada modelo estimado para avaliar o poder explicativo das variáveis independentes sobre o preço por ação, seguindo Harris et al. (1994) e Collins et al. (1997). De acordo com os resultados de estimação, não é de rejeitar esta hipótese, muito embora a introdução no modelo das variáveis que têm em conta a adoção do relato integrado por parte das empresas, apenas tenham aumentado ligeiramente o poder explicativo do modelo.

Acresce ainda que, apesar da adoção do relato integrado por parte das empresas aumentar o poder explicativo da variação do preço por ação, a adoção do relato integrado tem um efeito contrário ao esperado, isto porque, as empresas pertencentes à amostra encontram-se num contexto de adoção do relato integrado voluntária, portanto esperam que a adoção do relato implique um

trade-off entre benefícios e custos favorável para a empresa. Dito isto, seria expectável um coeficiente positivo relativo à variável (Dri), o que não sucede.

Segundo Cortesi & Vena (2019), o sinal negativo deste coeficiente pode ser explicado da seguinte forma: o relato integrado ao ser mais transparente em relação às publicações financeiras tradicionais, pode revelar riscos e contingências que recaem sobre as empresas e que não se encontram refletidos contabilisticamente. Consequentemente, os investidores penalizam o valor de mercado das empresas por detetarem riscos e contingências que, sem o relato integrado, não seriam tão perceptíveis.

A segunda questão de investigação pretende determinar se a *value relevance* para o mercado de capitais do resultado e do capital próprio é diferente para empresas com relato integrado, face a empresas sem relato integrado. Ou seja, se o relato integrado reforça a relevância da informação financeira.

Esta hipótese foi apenas confirmada com a aplicação do modelo (3), modelo ao qual foram adicionadas variáveis de controlo, para ter em conta fatores exógenos capazes de afetar o valor de mercado.

De modo a aferir a hipótese acima referida, foram avaliados os níveis de significância (*p-value*) para as variáveis que resultam da interação entre a adoção do relato integrado e as informações contabilísticas, resultado por ação e capital próprio por ação. Caso estas variáveis se mostrem estatisticamente significativas é possível confirmar a Hipótese 2.

Para análise elaborada inicialmente, considerando o período de 2016 a 2022, confirmou-se a Hipótese 2 apenas para a variável capital próprio por ação, ou seja, que a *value relevance* do capital próprio por ação aumenta quando uma empresa produz o relato integrado. A análise de robustez com os valores de mercado por ação a 30 junho evidencia o mesmo padrão que a análise inicial, sugerindo a robustez dos resultados anteriormente obtidos.

Contudo, através da análise separada para os anos afetados pela Covid-19 (2020 e 2021) e para os restantes anos (2016 a 2019 e 2022), verificou-se um comportamento distinto entre os dois períodos, indiciando que os resultados anteriores podem estar enviesados por efeitos do período Covid-19. Apesar da análise feita para os anos da Covid-19 não apresentar o mesmo comportamento que o verificado na análise inicialmente elaborada para o conjunto dos sete anos, os resultados da estimação para os anos não Covid-19 indicam a possibilidade de, no caso de serem excluídos da amostra os dois anos afetados pela Covid-19, seria possível verificar a Hipótese 2 para ambas as variáveis contabilísticas, sendo que estes resultados se mantêm após considerar efeitos fixos de indústria e de país. Em síntese, considerando apenas os anos sem efeitos Covid-19, verificam-se diferenças estatisticamente significativas, entre empresas com e sem relato integrado, quer para o capital próprio quer para os resultados, por ação, mas de sentido contrário. Relativamente ao capital próprio por ação, verifica-se uma diferença positiva, enquanto nos resultados por ação a diferença apresenta sinal negativo, sugerindo que o relato integrado pode expor riscos e contingências ainda não reconhecidos no resultado contabilístico.

Comparando a análise produzida neste estudo com o trabalho de Cortesi & Vena (2019), verificou-se que se encontram em consonância quanto ao ligeiro incremento do valor de mercado das empresas quando adotam o relato integrado, não rejeitando a Hipótese 1. No que respeita à Hipótese 2, esta consonância não se repete, para o conjunto dos anos em análise, visto que, nesse período, os resultados indicam uma diferença estatisticamente significativa para o capital próprio por ação, mas irrelevante no que respeita ao resultado por ação. Contudo, a análise de robustez efetuada indica que estes resultados estão influenciados pela pandemia Covid-19. Através da estimação separada do modelo (3) para os anos sem efeitos Covid-19, com e sem efeitos fixos de país e de indústria, obteve-se diferença positiva e estatisticamente significativa para o

capital próprio por ação, enquanto que para o resultado por ação a diferença, também estatisticamente significativa, apresenta sinal negativo; ao contrário do que sucede no estudo realizado por Cortesi & Vena (2019) em que a relação entre o capital próprio por ação e o relato integrado é negativa e a relação entre o resultado por ação é positiva.

Para uma investigação futura, seria de interesse analisar o impacto da obrigatoriedade da Diretiva CISE no relato integrado em contexto europeu. O CISE como já referido na revisão de literatura, reforça as regras vigentes em matéria de informação não financeira, como são os impactos sociais e ambientais, que obriga as empresas a reportar.

Bibliografia

Baboukardos, D., & Rimmel, G. (2016). Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(4), 437–452. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.04.004>

Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). *The Relevance of the Value Relevance Literature For Financial Accounting Standard Setting: Another View*.

Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L., & Venter, E. R. (2017). The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects. *Accounting, Organizations and Society*, 62, 43–64. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.08.005>

Barth, M. E., & Clinch, G. (2009). Scale effects in capital markets-based accounting research. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(3–4), 253–288. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02133.x>

Bernardi, C. (2020). *Implementing Integrated Reporting: Lessons from the Field*. SpringerBriefs in Accounting. <http://www.springer.com/series/11900>

Collins, D. W., Maydew B', E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. In *Journal of Accounting and Economics* (Vol. 24). ELSEVIER.

Conselho da UE. (2022, November 28). *Conselho dá luz verde final à Diretiva Comunicação de Informações sobre Sustentabilidade das Empresas*. <https://www.consilium.europa.eu/pt/press/press-releases/2022/11/28/council-gives-final-green-light-to-corporate-sustainability-reporting-directive/#:~:text=A%20Diretiva%20CISE%20introduz%20requisitos,e%20os%20fatores%20de%20governa%C3%A7%C3%A3o>

Cooray, T., Senaratne, S., Gunarathne, A. D. N., Herath, R., & Samudrage, D. (2020). Does integrated reporting enhance the value relevance of information?

Evidence from sri lanka. *Sustainability (Switzerland)*, 12(19).
<https://doi.org/10.3390/su12198183>

Cortesi, A., & Vena, L. (2019). Disclosure quality under Integrated Reporting: A value relevance approach. *Journal of Cleaner Production*, 220, 745–755.
<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.02.155>

De Villiers, C., & Dimes, R. (2022). Will the formation of the International Sustainability Standards Board result in the death of integrated reporting? *Journal of Accounting and Organizational Change*, 0–28. <https://doi.org/10.1108/JAOC-05-2022-0084>

De Villiers, C., Rinaldi, L., & Unerman, J. (2014). Integrated reporting: Insights, gaps and an agenda for future research. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 27(7), 1042–1067. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-06-2014-1736>

Dechow, P. M., Hutton, A. P., & Sloan, R. G. (1999). *An empirical assessment of the residual income valuation model*.

Deloitte. (n.d.). *International Integrated Reporting Council (IIRC)*. Retrieved April 23, 2023, from <https://www.iasplus.com/en-gb/resources/global-organisations/iirc>

EY. (2016). *Integrated reporting: Linking strategy, purpose and value*.

Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? In *Source: Journal of Accounting Research* (Vol. 37, Issue 2).

Frequently Asked Questions | Integrated Reporting. (n.d.). Retrieved June 8, 2023, from <https://www.integratedreporting.org/faqs/>

Gleeson-White, J. (2014). *SIX CAPITALS, OR CAN ACCOUNTANTS SAVE THE PLANET? Rethinking Capitalism for the Twenty-First Century*. Allen & Unwin Pty Ltd.

Grant Thornton. (2017). *King III vs King IV - What you really need to know*.

Haller, A., & van Staden, C. (2014). The value added statement – an appropriate instrument for integrated reporting. *Accounting, Auditing and*

Accountability Journal, 27(7), 1190–1216. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2013-1307>

Harris, T. S., Lang, M., Möller, H. P., & Moller+, H. P. (1994). The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis. In *Conditions Journal of Accounting Research* (Vol. 32, Issue 2).

Hayn, C. (1995). *The information content of losses*.

ICNL. (2010, February). *South Africa's King III: A Commercial Governance Code Determining*. The International Journal of Not-for-Profit Law. <https://www.icnl.org/resources/research/ijnl/south-africas-king-iii-a-commercial-governance-code-determining-standards-of-conduct-for-civil-society-organizations#maincontent>

IFRS. (2021, November 3). *IFRS - IFRS Foundation announces International Sustainability Standards Board, consolidation with CDSB and VRF, and publication of prototype disclosure requirements*. <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2021/11/ifrs-foundation-announces-issb-consolidation-with-cdsb-vrf-publication-of-prototypes/>

IFRS. (2022, August 1). *IFRS - IFRS Foundation completes consolidation with Value Reporting Foundation*. <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2022/08/ifrs-foundation-completes-consolidation-with-value-reporting-foundation/>

IIRC. (2013). *The International <IR> Framework*. www.theiirc.org,

Integrated Reporting. (2016). *Creating Value: The cyclical power of integrated thinking and reporting*.

Integrated Reporting. (2021). *International <IR> Framework*. www.integratedreporting.org

IoDSA. (n.d.). *Publications-King IV - The Institute of Directors in South Africa NPC*. Retrieved May 10, 2023, from <https://www.iodsa.co.za/page/king-iv>

IoDSA. (2009). *The Institute of Directors in Southern Africa and the King Committee on governance acknowledge with appreciation the following endorsers of the King Report on Governance for South Africa 2009*.

Kosovic, K., & Patel, P. (2013). *Integrated Reporting-Is it value relevant?* Jönköping International Business School.

KPMG. (2016). *King IV Summary Guide*.
<http://www.iodsa.co.za/?page=AboutKingIV>

Loprevite, S., Rupo, D., & Ricca, B. (2018). Integrated Reporting Practices in Europe and Value Relevance of Accounting Information under the Framework of IIRC. *International Journal of Business and Management*, 13(5), 1–12.
<https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n5p1>

Mazzota, R., Mazzitelli, D., & Veltri, S. (2022). Critical Considerations on the Association Between External Assurance of Non-financial Information and Materiality Disclosure Quality in an Integrated Report Context. In L. Cinquini & F. De Luca (Eds.), *Non-financial Disclosure and Integrated Reporting* (pp. 403–415).
<https://link.springer.com/bookseries/16571>

Medress, A. (2020, December). *Answering Your Questions about the Value Reporting Foundation - SASB*. <https://www.sasb.org/blog/answering-your-questions-about-the-value-reporting-foundation/>

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation**. *Contemporary Accounting Research; Spring*, 11(2), 661–687.

Our history | Integrated Reporting SA. (n.d.). Retrieved June 7, 2023, from <https://integratedreportingsa.org/about/our-history/>

Owen, G. (2013). Integrated Reporting: A Review of Developments and their Implications for the Accounting Curriculum. *Accounting Education*, 22(4), 340–356. <https://doi.org/10.1080/09639284.2013.817798>

Parlamento Europeu. (2014). *Diretiva 2014/95/UE*.

Diretiva CISE, 1 (2022).

Silvestri, A., Veltri, S., Venturelli, A., & Petruzzelli, S. (2017). A research template to evaluate the degree of accountability of integrated reporting: A case study. *Meditari Accountancy Research*, 25(4), 675–704. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2016-0098>

Veltri, S., & Silvestri, A. (2020). The value relevance of corporate financial and nonfinancial information provided by the integrated report: A systematic review. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3038–3054. <https://doi.org/10.1002/bse.2556>