



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# Relato integrado e relevância da informação financeira

por

Rui Miguel Alves Martins

Católica Porto Business School

2023



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# Relato integrado e relevância da informação financeira

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

por

Rui Miguel Alves Martins

sob orientação de  
Professora Doutora Maria José Fonseca

Católica Porto Business School, Universidade Católica Portuguesa  
Abril 2023



# Resumo

O relato integrado surgiu com o propósito de melhorar a informação fornecida aos investidores. Consiste em criar uma estrutura de relato com o intuito de construir uma visão compreensiva que integre a informação financeira e não financeira acerca da performance de uma certa organização. O objetivo é criar uma exposição clara e concisa da estratégia organizacional, *governance*, desempenho e perspectivas de evolução.

Deste modo, é importante discutir de que forma a utilização do relato integrado, por certas empresas, vai impactar a *value relevance* das informações contabilísticas disponibilizadas em comparação com empresas que não adotem o relato integrado. Este estudo pretende avaliar as diferenças de *value relevance* das informações contabilísticas, no mercado de capitais, entre empresas que utilizam relato integrado e empresas que mantêm o formato tradicional. A amostra compreende empresas europeias cotadas, em 2020 e 2021.

Para tal, foi utilizado o modelo de Ohlson (1995). Os resultados da estimação, no conjunto dos dois anos em análise, apontam que o relato integrado é *value relevant* para o mercado de capitais, em linha com Loprevitte et al. (2018). Por outro lado, não foi possível confirmar diferenças de *value relevance* das informações contabilísticas de síntese, capital próprio e resultados, entre os dois grupos de empresas em estudo, uma vez que os coeficientes das variáveis em causa não se apresentaram estatisticamente significativos. Contudo, estes resultados devem ser analisados com reserva, uma vez que os anos em estudo são relativos à pandemia Covid-19.

Palavras-chave: Relato integrado; *Value relevance*; Valor de mercado; Capital próprio; Resultado líquido



# Abstract

Integrated reporting was created with the aim of improving the information provided to investors. It consists of creating a reporting structure to build a comprehensive view that integrates financial and non-financial information about the performance of a certain organization. The objective is to create a clear and concise exposition of the organizational strategy, governance, performance, and evolution prospects.

Therefore, it is important to discuss how the use of integrated reporting by certain companies will impact the value relevance of the accounting information made available compared to companies that do not adopt integrated reporting. This study aims to assess differences in the value relevance of accounting information, in the capital market, between companies that use integrated reporting and companies that still use the traditional format. The sample is composed by European traded companies, in the years of 2020 and 2021.

For this, the Ohlson model (1995) was used. The estimation results, for the two years under analysis, point out that the integrated report is value relevant for the capital market, in line with Loprevitte et al. (2018). On the other hand, it was not possible to confirm differences in the value relevance of summary accounting information, equity, and net income, between the two groups of companies under study, since the coefficients of the variables in question were not statistically significant. However, these results should be analysed with reservation since the years under study are related to the Covid-19 pandemic.

Keywords: Integrated reporting; Value relevance; Market value; Equity; Net income



# Índice

Resumo.....	iiv
Abstract.....	vi
Índice.....	viii
Índice de Figuras.....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
Índice de Tabelas.....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
Capítulo 1   Introdução.....	1
Capítulo 2   Revisão de literatura.....	3
2.1 Criação e evolução do relato integrado.....	3
2.2 Princípios subjacentes ao relato integrado.....	5
2.3 Elementos de conteúdo do relato integrado.....	7
2.4 Conceitos fundamentais do relato integrado.....	9
2.5 Evidências empíricas sobre o relato integrado.....	10
Capítulo 3   Questões de investigação e método.....	13
3.1 Questões de investigação.....	13
3.2 Método.....	15
3.2.1. Modelo Ohlson (1995).....	15
Capítulo 4   Análise empírica.....	19
4.1 Descrição da amostra.....	19
4.1.1. Amostra.....	19
4.1.2. Dados.....	21
4.2 Resultados da estimação.....	22
4.3 Análise de robustez.....	26
4.3.1. Análise com valor de mercado no final de junho.....	26
4.3.2. Análise separada para 2020 e 2021.....	31
Capítulo 5   Conclusão.....	39
Bibliografia.....	42



# Índice de Figuras

Figura 1   Entidades/stakeholders considerados para determinar o limite do reporte .....	6
Figura 2   Processo através do qual o valor é criado, preservado ou corroído..	10



# Índice de tabelas

Tabela 1   Resumo de aplicação dos critérios para obtenção da amostra final..	20
Tabela 2   Estatísticas descritivas das variáveis. MV final de março.....	21
Tabela 3   Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. MV no final de março .....	22
Tabela 4   Resultados da estimação. MV no final de março. ....	25
Tabela 5   Estatísticas descritivas das variáveis. MV no final de junho .....	26
Tabela 6   Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. MV no final de junho .....	27
Tabela 7   Resultados da estimação. MV no final de junho .....	30
Tabela 8   Estatísticas descritivas das variáveis, ano de 2020. MV no final de março .....	31
Tabela 9   Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, ano de 2020. MV no final de março.....	32
Tabela 10   Resultados da estimação, ano 2020. MV no final de março.....	34
Tabela 11   Estatísticas descritivas das variáveis, ano de 2021. MV no final de março .....	35
Tabela 12   Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, ano de 2021.MV no final de março.....	36
Tabela 13   Resultados da estimação, ano 2021. MV no final de março.....	38

# Capítulo 1

## Introdução

De forma a que mercados de capitais, investidores em geral e outros *stakeholders* estejam mais protegidos, estes devem estar melhor informados. Tal informação não reside apenas nas informações financeiras, pelo que deve existir uma análise cuidadosa e atenta de todas as informações disponíveis sobre as empresas em estudo, quer sejam informações financeiras ou não financeiras.

O relato integrado é uma resposta complexa para tal necessidade de informação, uma vez que é uma estrutura concebida com o objetivo de criar uma exposição clara e concisa da estratégia organizacional, da sua gestão, desempenho, perspetivas e planos de evolução. O relato integrado engloba a informação de diversas fontes, como demonstrações financeiras, relatórios de sustentabilidade, entre outros relatórios internos e externos diversos.

O crescimento da necessidade de informação acompanha a dimensão e complexidade das empresas nas quais os *stakeholders* estão envolvidos, sendo assim apresenta-se com grande relevância o estudo acerca do impacto do relato integrado no mercado de capitais.

Face ao exposto, este estudo está orientado em duas vertentes. A primeira prende-se com o estudo da *value relevance* do relato integrado para o mercado de capitais, em específico a relevância do mesmo na determinação do valor de mercado das empresas. A segunda vertente, refere-se ao estudo de eventuais diferenças da *value relevance* para o mercado de capitais, das informações

contabilísticas de síntese, capitais próprios e resultados, de empresas com relato integrado face às que mantêm o formato tradicional.

De forma a investigar tais premissas, o presente estudo, recorrendo ao modelo de Ohlson (1995) e seguindo a metodologia de Loprevite et al. (2018), pretende dar resposta às questões levantadas no parágrafo anterior. Para o efeito, a amostra compreende dois grupos de empresas europeias cotadas, um que utiliza o relato integrado e outro que mantém o formato tradicional, para os anos de 2020 e 2021.

No conjunto dos dois anos, os resultados apontam o relato integrado como um instrumento relevante para o mercado de capitais. Em contraste não é possível confirmar diferenças, entre empresas com e sem relato integrado, no que respeita à *value relevance* das informações contabilísticas de síntese, capital próprio e resultados, uma vez que os coeficientes das variáveis em causa não se mostraram estatisticamente significativos. De salientar que, muito embora o estudo aponte para a relevância do relato integrado para o mercado de capitais, no conjunto dos dois anos, a análise de robustez não confirma esta evidência em 2020.

O presente estudo está estruturado em cinco capítulos. O primeiro capítulo corresponde a esta introdução onde se apresenta sucintamente o tema e se expõe as questões a investigar. O segundo capítulo consiste na revisão de literatura onde se apresenta o relato integrado e os estudos que foram feitos acerca de tal instrumento de informação. O terceiro capítulo apresenta as hipóteses de investigação, assim como os modelos a serem utilizados para a estimação de resultados. O quarto capítulo apresenta a análise empírica, começando pela apresentação dos detalhes da amostra e subsequentemente da exposição dos resultados da estimação da análise principal e das análises de robustez. O quinto e último capítulo reflete os resultados obtidos, as conclusões e limitações do presente estudo, e pistas para investigação futura.

# Capítulo 2

## Revisão de literatura

### 2.1 Criação e evolução do relato integrado

O Concelho Internacional de Relato Integrado foi criado em 2010 como possível solução para mitigar os riscos por parte dos utilizadores da informação financeira. Nesta altura o relato integrado era apenas uma ideia que surgiu com o auxílio do Príncipe do País de Gales e que tinha como objetivo ligar todos os *stakeholders* do mundo executivo. O documento base que continha os princípios subjacentes emitido pelo IIRC *The International <IR> Framework*, foi publicado em 2013 e apresentava como principal objetivo a melhoria na tomada de decisão e na comunicação, através da melhor qualidade de informação disponibilizada. Existiram dois documentos bastante importantes para criar a base do que é agora o relato integrado, que foram o *Consultation Draft of the International <IR> Framework* (IIRC, 2013) que dizia respeito ao *framework* aprovado e delineado pelo IIRC e o *Summary of significant issues* que resumia o processo utilizado para a criação do *framework* pelo IIRC.

Recentemente o *International <IR> framework* de dezembro de 2013 foi substituído pelo *International <IR> Framework* de janeiro de 2021. Desde agosto de 2022 a *IFRS Foundation's International Accounting Standards Board (IASB)* e a *International Sustainability Standards Board* estão a trabalhar em conjunto para construir e integrar o *Integrated Reporting Framework*, assim como encorajar à sua utilização por parte de quem prepara as informações financeiras e não financeiras das organizações.

O relato integrado é uma estrutura criada no intuito de construir uma visão compreensiva que integre a informação financeira e não financeira acerca da performance de uma certa organização. O objetivo é criar uma exposição clara e concisa da estratégia organizacional, *governance*, desempenho e perspectivas de evolução. O relato integrado envolve no seu desenvolvimento adquirir e analisar dados de diferentes fontes como demonstrações financeiras, relatórios de sustentabilidade e outros relatórios internos e externos, e depois seguir pelo documento oficial (*International <IR> Framework*) as recomendações e normas do *International Integrated Reporting Council*.

Deste modo, o Relato Integrado apresenta uma resposta mais complexa à necessidade de informação relevante por parte de alguns investidores, mercados de capitais em geral, entre outros *stakeholders*, pretendendo também ser mais fiável do que as simples demonstrações financeiras reportadas normalmente pelas empresas uma vez que pretende compreender todos os fatores que possam influenciar a criação de valor a curto, médio e longo prazo por parte das organizações.

O relato integrado não determina indicadores chave ou métodos de contagem, cabe deste modo a quem prepara e apresenta o relato integrado de cada organização exercer o seu julgamento acerca dos resultados apresentados e aplicá-los à realidade experienciada pela organização em causa (IIRF 2021).

## 2.2 Princípios subjacentes ao relato integrado

A preparação e a apresentação do relato integrado devem seguir os sete princípios fundamentais (IIRF 2021) enunciados de seguida.

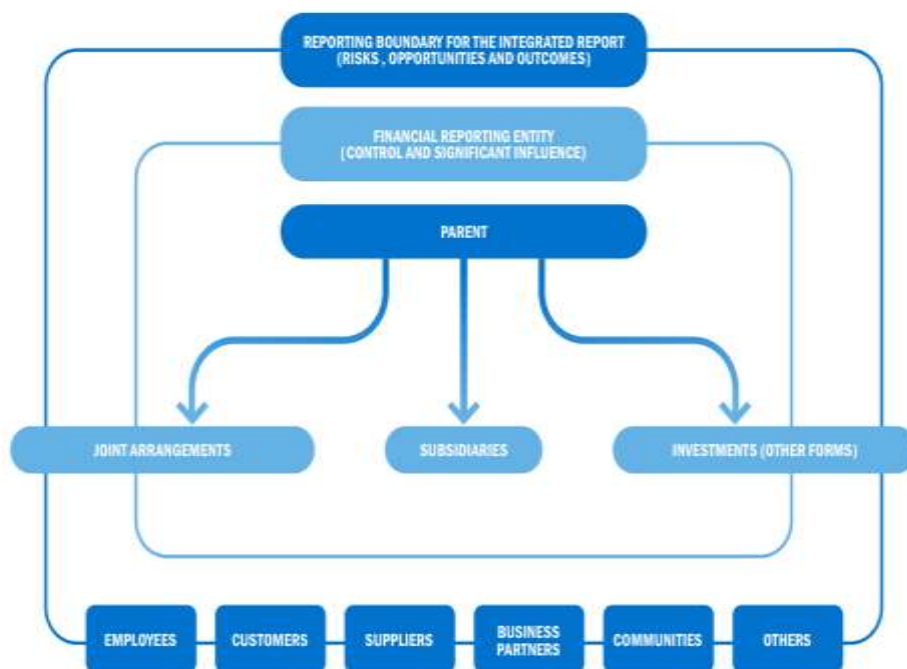
**1º- Foco estratégico e orientação para o futuro:** O relato integrado deve expor conhecimento acerca da estratégia adotada pela organização e a forma como esta se vai relacionar com a criação de valor a curto, médio e longo prazo e o uso e efeito nos capitais da mesma. Este mesmo princípio revela do ponto de vista da administração a relação entre a performance futura e passada, como a organização equilibra os seus interesses no tempo e como é que as experiências do passado contribuíram para definir o plano de ação para o futuro.

**2º- Conectividade da informação:** o relato integrado deve mostrar uma fotografia da organização em que exponha a relação ou dinâmica entre os fatores que influenciam a organização na sua criação de valor ao longo do tempo. As sete chaves para a conectividade da informação são conexão entre: i) o passado, presente e futuro da organização, analisando a performance entre estes espaços temporais e razões para a mesma; ii) os capitais e a forma como se interligam e disponibilizam para a organização criar valor; iii) as informações financeiras e as suas implicações nas diversas partes da organização; iv) a informação qualitativa e quantitativa, que são fundamentais na criação do relato integrado; v) o conteúdo do relato integrado; vi) as informações dos gestores, da direção e informações externas; vii) a informação do relato integrado, outras divulgações de informação por parte da organização e informação de outras fontes.

**3º- Relações entre *stakeholders*:** O relato integrado deve apresentar conhecimento acerca da qualidade e natureza da relação entre a organização e os seus *stakeholders* chave, tendo em conta a forma como corresponde aos seus interesses e necessidades. Esta relação quanto mais e melhor utilizada irá permitir à organização melhorar diversos aspetos da mesma, que sem o *insight* dos *stakeholders* seria difícil de notar.

**4º Materialidade:** O relato integrado deve apresentar informações acerca de matérias que substancialmente afetem a capacidade da organização para criar valor a curto, médio e longo prazo. Para determinar tal materialidade é necessário identificar as matérias relevantes, avaliar a importância, priorizar e no fim determinar a informação a apresentar, quer seja em matérias negativas ou positivas para a organização.

**Figura 1:** Entidades/*stakeholders* considerados para determinar o limite do reporte



**Fonte:** *International <IR> Framework 2021*

**5º Ser conciso:** O relato integrado deve ser conciso, deve conter informação suficiente para entender a estratégia, administração, performance e previsões da organização sem apresentar informação menos relevante. Deve procurar um balanço entre ser completa e ser concisa.

**6º Ser credível e completo:** O relato integrado deve integrar todos os aspetos materiais, quer negativos quer positivos, numa forma equilibrada e sem qualquer erro material.

**7º Ser consistente e comparável:** A informação do relato integrado deve ser apresentada na base de ser consistente ao longo do tempo e de uma forma que permita estabelecer comparações com outras organizações. Deste modo a consistência deve ser conseguida através da manutenção dos indicadores chave de performance se estes mesmo se mantiverem materialmente relevantes, enquanto a comparabilidade deve ser conseguida através de referência aos elementos de conteúdo que são aplicáveis a todas as organizações.

## 2.3 Elementos de conteúdo do relato integrado

O relato integrado inclui oito elementos de conteúdo, colocados na forma de questões a serem respondidas. Os elementos de conteúdo estão fundamentalmente ligados uns aos outros e não são mutuamente exclusivos (IIRF 2021).

- **Visão geral da organização e ambiente externo:** O relato integrado deve identificar o propósito da organização, a sua missão, visão e providenciar contexto essencial, através de informações da organização como por exemplo a cultura, ética e valores ou através de informação chave quantitativa como o número de funcionários, variando de organização para organização. Relativamente ao ambiente externo deve mencionar os fatores que são significativos e que afetam o ambiente externo, tal como aspetos legais, comerciais, sociais, ambientais e políticos que vão influenciar a criação de valor.
- **Administração:** O relato integrado deve responder a como a estrutura organizacional apoia a criação de valor a curto, médio e longo prazo. Esta questão pode ser respondida através da demonstração de como a liderança da organização e as suas características influenciam a criação de valor, como a responsabilidade, habilitações ou por exemplo remunerações, entre outros.

- **Modelo de negócio:** O relato integrado deve responder qual é o modelo de negócio da organização. Sendo assim deve demonstrar quais são os inputs necessários à atividade da organização e a transformação que irá ocorrer nos mesmos, para no fim passarem a *outputs* e *outcomes* que vão ajudar a organização a cumprir o seu propósito e criar valor.
- **Riscos e oportunidades:** O relato integrado deve responder a quais são os riscos e oportunidades internos ou externos a que a organização está exposta, como é que estes afetam a criação de valor e como é que a organização lida com eles.
- **Estratégia e alocação de recursos:** O relato integrado deve de uma forma simples responder para onde é que a organização quer ir e como entende chegar a esse “destino”. Identifica assim os objetivos estratégicos e planos em prática para os atingir e a alocação de recursos para esse mesmo efeito.
- **Performance:** O relato integrado deve responder que extensão de objetivos estratégicos foram atingidos para o período em causa e como estes afetam os capitais.
- **Outlook:** O relato integrado deve responder quais são os desafios e incertezas que a organização provavelmente vai encontrar quando aplica a sua estratégia e quais serão as implicações no modelo de negócio e na performance futura.
- **Base de apresentação e preparação:** O relato integrado deve incluir quais são as matérias que entrarão no mesmo relato integrado e como é que essas matérias são avaliadas e quantificadas.

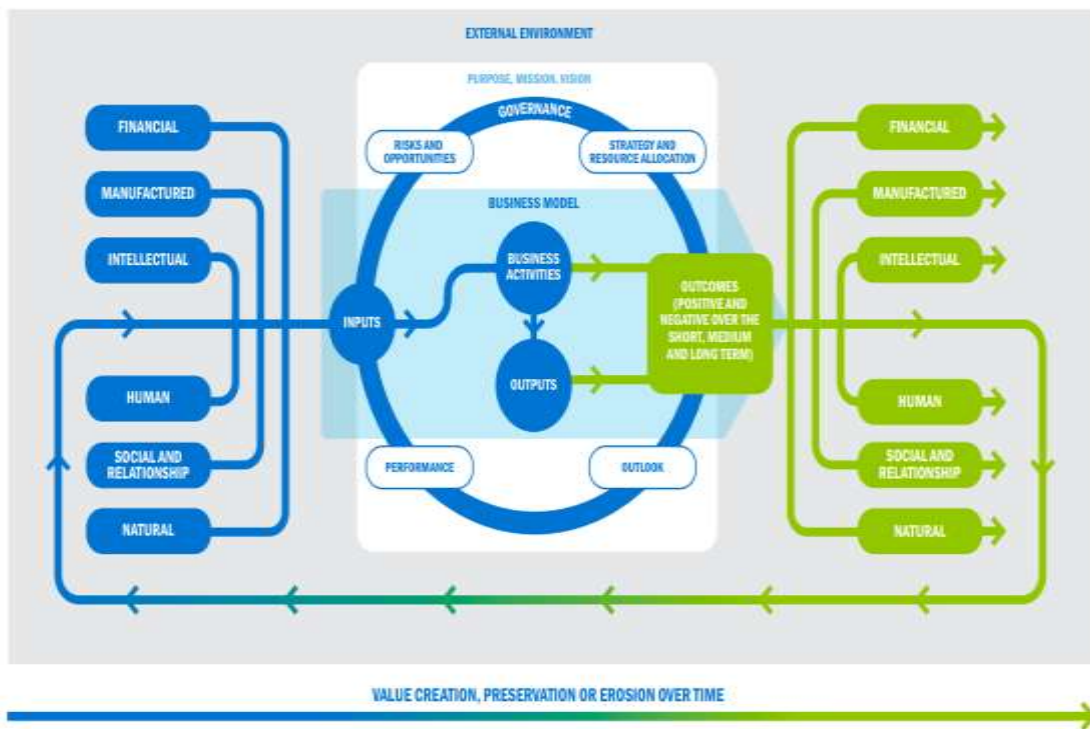
## 2.4 Conceitos fundamentais do relato integrado

O Relato Integrado tem como conceitos base e fundamentais a criação de valor e preservação ou erosão do mesmo para a organização e para outros, através da conjugação dos diferentes capitais, tal como descrito na figura abaixo.

Capitais estes que podem ser:

- Financeiros: compostos pelos fundos disponíveis para a organização;
- Manufaturados: compostos pelos objetos físicos que estão disponíveis para uma organização após a produção de bens ou prestação de serviços;
- Intelectuais: compostos pelo intangíveis à base do conhecimento dentro organização, como por exemplo patentes;
- Humanos: compostos pelas competências, capacidades e experiência dos colaboradores envolvidos com a organização;
- Sociais e relacionais: compostos pelas instituições e relações com e entre comunidades, grupos de *stakeholders*, outras redes e a capacidade de partilhar informação para melhorar o “bem-estar” individual e coletivo;
- Naturais: compostos por todos os recursos ambientais renováveis e não renováveis e processos que providenciam bens e serviços que suportam o passado, presente e futuro próspero de uma organização.

**Figura 2:** Processo através do qual o valor é criado, preservado ou corroído



Fonte: *International <IR> Framework 2021*

## 2.5 Evidências empíricas sobre o relato integrado

O estudo do relato integrado está frequentemente conectado com o conceito de *value relevance* da informação financeira, a mesma *value relevance* que já é estudada há bastantes anos, com base no modelo introduzido por Ohlson (1995). Neste âmbito têm surgido estudos com resultados mais controversos (Devalle, 2010), que apontam a existência de fatores ou informação relevantes para os investidores que não conseguem ser representados apenas utilizando os sistemas tradicionais de relato financeiro.

A procura por maior transparência leva assim a uma fusão da informação financeira e não financeira disponibilizadas pelas empresas num só relatório integrado (Serafeim, 2015).

Sendo assim a revisão da utilidade do relato integrado para o mercado de capitais e consequentes investidores, assim como da qualidade de informação

disponibilizada, é um tema que vem a ser debatido especialmente após o decreto na África do Sul, da obrigatoriedade da utilização do relato integrado por parte das empresas cotadas na Bolsa de Valores de Johannesburg em 2010 (Solomon e Maroun, 2012; Cho, 2013; Terblache e De Villiers, 2019; Wang, 2020), estudos estes que apoiam a premissa de que o relato integrado aumenta a qualidade e a relevância da informação.

No entanto, ao longos dos anos, existem evidências controversas acerca da relevância das informações financeiras divulgadas pelas empresas, baseando as suas conclusões por exemplo, nas mudanças das regras e procedimentos contabilísticos que foram adotados (Soderstrom e Sun, 2007; Horton e Serafeim, 2007; Bilal e Abdenacer, 2016), ou simplesmente no facto de, nos dias de hoje com a complexidade existente no mundo empresarial e nas suas estratégias de negócio, o investidor necessita de outras formas ou vias de informação para conseguir ter uma opinião e avaliação mais prudente e acertada, mostrando que a informação contabilística por si só é insuficiente (Aboody e Lev, 1998; Zambon, 2004; Giuliani e Marasca, 2011; Lev e Feng, 2016).

De acordo com Usman et al. (2022) a disponibilização da informação não financeira está ligada positivamente à melhoria e crescimento do resultado das empresas cotadas em mercado, uma vez que usa esta mesma informação como reporte social e ambiental para aumentar a sua legitimidade e reputação. Alinhando assim as suas conclusões com as conclusões dos estudos anteriores acerca da relação positiva entre a emissão de *responsibility reports* e a *performance* da empresa e o valor de mercado (Schadewitz e Niskala, 2010), acerca da relação positiva entre o relato ESG, em particular na componente social, e o valor de mercado (Qiu, Shaukat e Tharyan, 2014) e acerca da relação positiva entre a sustentabilidade da empresa e o valor de mercado, em empresas europeias tal como evidenciado por Kaspereit e Lopatta (2016).

De acordo com os estudos mais recentes a aplicação do relato integrado tem diversos efeitos como melhor performance financeira (Cosmulese, 2019), maior sentido de legitimidade para o exterior e melhor reputação (Casonato, 2019), maior avaliação do mercado da performance ambiental, social e de gestão corporativa (Mervelskemper e Streit, 2017) e até mesmo crescimento das receitas (Anifowose, 2020). Por outro lado, surgem estudos que afirmam que a crescente adoção do relato integrado não tem um efeito significativo no valor da empresa e estudos que afirmam a existência de influência negativa do relato integrado no valor de mercado (Cooray et al., 2020; Landau et al., 2020).

O artigo de Loprevite et al. (2018) estudou se a adoção do relato integrado afeta a relevância (*value relevance*) da informação contabilística, sintetizada no valor contabilístico do capital próprio e nos resultados, para uma amostra de empresas europeias cotadas, com base o modelo de Ohlson (1995).

Loprevite et al. (2018), através da sua análise, confirmam a perspectiva do IIRC de que o relato integrado reforça a qualidade da informação financeira tradicional, para os investidores. As evidências sugerem que a *value relevance* dos resultados é significativamente diferente (superior) para as empresas que publicam relato integrado, face às empresas que mantêm o formato de relato tradicional. Contudo, para o valor contabilístico, não foi detetada diferença estatisticamente significativa, entre os dois conjuntos de empresas da amostra.

Tomando por referência Loprevite et al. (2018), o presente estudo, com base em dados mais recentes, irá investigar para empresas europeias cotadas se a informação contabilística das que adotam o relato integrado tem um *value relevance* diferente, face às que mantêm o relato tradicional.

# Capítulo 3

## Hipóteses de investigação e método

### 3.1 Hipóteses de investigação

O presente estudo pretende averiguar se existe uma ligação entre o relato integrado e a relevância das informações financeiras para o mercado de capitais, mediante um estudo de *value relevance* das informações financeiras de síntese, capital próprio e resultados, para empresas que utilizam o relato integrado em comparação com empresas que não utilizam o relato integrado.

Tal como já referido na revisão de literatura, o relato integrado pode levar a uma melhor avaliação, por parte do mercado, das vertentes ambientais, sociais e de gestão corporativa (Mervelskemper e Streit, 2017) e pode levar a uma melhor performance financeira (Cosmulese, 2019). Em conformidade, o relato integrado parece ser, em si mesmo, um instrumento útil para a tomada de decisão dos investidores, sendo pertinente a aferição da sua *value relevance* para complementar as evidências já apresentadas na literatura que apontam neste sentido (Loprevitte et al., 2018).

Para o efeito, a primeira questão de investigação é a seguinte:

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

Para além das já referidas evidências empíricas sobre o conteúdo informativo que advém da adoção do relato integrado e sobre a sua associação com uma melhor performance financeira, (Loprevite et al. (2018) apontam ainda a hipótese de o relato integrado poder enaltecer o próprio conteúdo informativas das informações financeiras, levando a uma maior relevância destas para o mercado de capitais, em empresas que adotem o relato integrado, face às restantes.

Assim a segunda questão de investigação a ser estudada consiste em avaliar se terão diferente *value relevance* as informações contabilísticas apresentadas pelas empresas com relato integrado, face às empresas que mantêm o relato tradicional.

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

É de mencionar que na eventualidade de existir uma resposta positiva às duas questões de investigação, não serão estas as únicas razões possíveis para existir uma diferença de *value relevance* das informações financeiras para investidores, entre os dois conjuntos de empresas, dado que existirão certamente mais fatores que influenciam tal diferença. Do mesmo modo, é de notar que a possível existência de diferenças no *value relevance* nos dois grupos de empresas escolhidos para análise, pode não se dever apenas à melhor qualidade da informação derivada da utilização do relato integrado, mas estar ligada aos diferentes fatores a que tais empresas estão expostas, uma vez que os dois grupos de empresas são distintos, diferindo na aplicação ou não do relato integrado nos períodos em estudo, mas também em outras características porventura determinantes.

No entanto, caso estatisticamente fique provado que existe uma diferença significativa entre os dois grupos de empresas das amostras, este estudo pode contribuir para enriquecer e atualizar o conhecimento sobre a aplicação do relato integrado e o seu efeito para os investidores.

## 3.2 Método

O valor de mercado de uma empresa cotada em bolsa é o valor total que o mercado atribui às ações em circulação dessa empresa. Esse valor reflete a percepção coletiva dos investidores sobre as perspectivas futuras da empresa, potencial de crescimento e rentabilidade. As perspectivas, potencial de crescimento e rentabilidade esperadas pelos investidores estão dependentes de indicadores como o valor contabilístico e os resultados os quais se forem elevados podem levar a uma maior avaliação de mercado. Estes dois indicadores não são os únicos que influenciam o valor de mercado de uma empresa cotada, mas são indicadores comparáveis entre empresas que adotem o relato integrado e empresas que não adotem, podendo constituir uma base de comparação para analisar a diferença que a adoção do relato integrado pode trazer para a percepção dos investidores no período em análise.

### 3.2.1 Modelo Ohlson (1995)

Neste estudo o modelo utilizado será o modelo Ohlson (1995), modelo este que avalia o quão importantes são informações contabilísticas de síntese, como o capital próprio e o resultado, na determinação do valor de mercado de uma empresa, pela informação que comportam e pela influência que têm na percepção e tomada de decisão dos investidores.

O modelo Ohlson (1995) no seu formato original, sem ajustamentos pode ser descrito pela seguinte equação:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it} , \quad (1)$$

Onde  $MV_{it}$  representa o valor de mercado da empresa  $i$  no ano  $t$ , o  $E_{it}$  corresponde aos resultados empresa  $i$  no ano  $t$ , o  $BV_{it}$  representa o capital próprio da empresa  $i$  no ano  $t$ , e o  $\varepsilon_{it}$  corresponde ao termo de erro associado à empresa  $i$  no ano  $t$ .

Para as três variáveis básicas, o efeito escala (Easton e Sommers, 2013; Barth e Clinch, 2009) foi mitigado através da divisão das mesmas pelo ativo total. Neste ponto, é de referir que na literatura relativa ao *value relevance* da informação contabilística, foram utilizados diversos deflatores de forma a mitigar o efeito de escala, mas sem resolver por completo o problema (Mechelli, 2013). O número de ações é utilizado mais frequentemente. Contudo, observamos que o número de ações para empresas com capital social igual é inversamente proporcional ao seu valor nominal. Deste modo, o uso do número de ações como deflator poderia causar efeitos de distorção dos resultados da estimação (Loprevite e Ricca, 2016). Sendo assim, o total de ativos será o melhor indicador para expressar a dimensão de cada empresa, mitigando efeitos de escala (Loprevitte et al., 2018)

De modo a distinguir quais são as empresas que apresentam relato integrado, é necessário inserir na equação (1) um ajustamento através de uma variável *dummy* “Dir\_rep”. Seguindo Baboukardos e Rimmel (2016) e Loprevite et al. (2018), de modo a analisar possíveis formas de interação entre as variáveis em consideração, o modelo passa a ter a seguinte equação:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 D_{irrep;it} + \beta_4 D_{irrep;it} E_{it} + \beta_5 D_{irrep;it} BV_{it} + \tau_{it} , \quad (2)$$

Onde  $D_{irrep;it}$  corresponde à variável *dummy* que terá valor 1, quando a empresa  $i$  no ano  $t$  apresentar relato integrado e o valor 0 no caso da empresa  $i$  no ano  $t$  não apresentar relato integrado. O  $\tau_{it}$  corresponde ao termo de erro associado à empresa  $i$  no ano  $t$ .

De forma a responder às hipóteses de investigação formuladas anteriormente, os indicadores principais a serem analisados serão o  $R^2$  ajustado de cada modelo estimado, visto que este afere o poder explicativo das variáveis explicativas sobre o valor de mercado e ainda os coeficientes  $\beta$ , de modo a aferir a significância das variáveis explicativas relevantes em cada modelo, tal como efetuado por Loprevite et al. (2018).

A estimação dos modelos (1) e (2) através do método dos mínimos quadrados, para os dois anos em análise, irá permitir observar através da comparação do  $R^2$  ajustado de cada um dos modelos estimados, se o relato integrado reforça a relevância da informação financeira para os investidores.

Por outro lado, tomando por base o modelo (2), para responder à Hipótese 2 é necessário testar se os coeficientes  $\beta_4$  e  $\beta_5$  são iguais a 0, caso sejam, é possível concluir que os resultados sugerem que não existem diferenças estatisticamente significativas entre os dois grupos de empresas.

De forma a validar os resultados obtidos com a estimação dos modelos anteriores é ainda introduzida a variável *dummy* “ $D_{luc}$ ” que divide a amostra entre empresas que apresentaram prejuízo e empresas que apresentaram resultados positivos, sendo de referir que nenhuma empresa da amostra apresentou resultados nulos. Desta forma, admite-se a hipótese de existir uma distinção entre resultados negativos e positivos, quanto à influência da informação contabilística no mercado de capitais, ficando o modelo representado da seguinte forma:

$$\begin{aligned}
 MV_{it} = & \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \\
 & \beta_3 D_{irrep;it} + \beta_4 D_{irrep;it} E_{it} + \beta_5 D_{irrep;it} BV_{it} + \\
 & \beta_6 D_{luc;it} + \beta_7 D_{luc;it} E_{it} + Y_{it} ,
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

onde  $D_{luc;it}$  corresponde à variável *dummy* que terá valor 1, para quando a empresa  $i$  no ano  $t$  apresentar resultados negativos e o valor 0 no caso da empresa

$i$  no ano  $t$  apresente resultados positivos. O  $Y_{it}$  corresponde ao termo de erro associado à empresa  $i$  no ano  $t$ .

# Capítulo 4

## Análise empírica

### 4.1 Descrição da amostra

#### 4.1.1 Amostra

A amostra deste estudo é constituída por dois grupos de empresas europeias cotadas, cuja principal diferença entre eles é a utilização, ou não, do relato integrado de acordo com o *International <IR> framework*.

A construção da amostra começou pelo levantamento do número e nome das empresas europeias que utilizam o relato integrado de acordo com o website organizacional do relato integrado que faz parte da *IFRS Foundation*. Deste levantamento surgiram 161 empresas, às quais foram aplicados os critérios seguidos por Loprevite et al. (2018). Sendo assim, foram retiradas daquela lista todas as empresas que não eram cotadas em bolsa, o que resultou numa diminuição da amostra para 111 empresas. De seguida foram retiradas as empresas cuja sede não fosse na Europa e cujo ano financeiro fosse diferente do ano civil, levando a uma amostra provisória de 79 empresas com relato integrado e que se inseriam nos critérios definidos para este estudo. A fase seguinte consistiu em identificar empresas cotadas comparáveis, mas que não adotassem relato integrado. Das 79 empresas com relato integrado, apenas foi possível encontrar 55 empresas perfeitamente comparáveis, num rácio de 1:1 de acordo com os seguintes critérios: pertencerem ao mesmo setor e subsetor, estarem a ser

transacionadas na mesma bolsa de valores, apresentarem sede situada no mesmo país e não apresentarem capitais próprios negativos. Das 24 empresas que foram retiradas da amostra, no passo final referido anteriormente, 3 delas foram retiradas devido a serem *outliers*, visto que apresentavam valores de mercado iguais a zero para os dois anos em estudo. A última mudança na amostra surgiu depois de serem extraídos os dados das variáveis em estudo, consistindo na retirada das empresas que apresentassem capitais próprios negativos e conseqüentemente na retirada da amostra das empresas correspondentes que eram comparáveis, de modo a manter um rácio de 1:1.

Conforme apresentado na tabela seguinte, a amostra final acaba por ficar composta por 110 empresas, das quais 55 empresas com relato integrado (I.R) e 55 sem relato integrado e resulta num total de 220 observações, visto que o estudo abrange os anos de 2020 e 2021.

<b>Critério</b>	<b>Número de empresas</b>
<b>Total de empresas com relato integrado na Europa</b>	<b>161</b>
Empresas não cotadas	50
Sem sede na Europa	13
Com ano financeiro diferente do ano civil	19
Sem empresas comparáveis	16
<i>Outliers</i>	3
Empresas com capitais próprios negativos	5
<b>Total de empresas com I.R. a considerar na amostra</b>	<b>55</b>
<b>Total de empresas a considerar na amostra</b>	<b>110</b>
<b>Total de observações na amostra</b>	<b>220</b>

**Tabela 1:** Resumo de aplicação dos critérios para obtenção da amostra final.

### 4.1.2 Dados

De modo a realizar este estudo foi necessário recolher dados relativos ao valor de mercado (MV), valor contabilístico (BV) e resultados (E) das empresas da amostra, em 2020 e 2021. O valor contabilístico (BV) e os resultados (E) foram recolhidos à data do fim do ano financeiro (31/12/2020 e 31/12/2021), enquanto o valor de mercado (MV) é referente a 31/03/2020 e 31/03/2021 uma vez que corresponde a uma data usualmente utilizada na literatura para atender ao desfasamento entre o final do ano financeiro e as datas de anúncio de resultados e de publicação dos relatórios e contas, por parte das empresas.

A tabela seguinte apresenta as estatísticas descritivas de cada variável, dependente ou independente que fazem parte dos modelos em estudo referidos anteriormente.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
MV	30 251,120	8 869,825	85 985,130	2 800,000	778 949,800
BV	17 295,900	3 842,443	26 685,240	0,971	146 506,800
E	1 862,253	356,900	5 670,611	-10 495,000	47 757,000
Ativo	168 922,600	13 357,872	370 658,700	2,000	2 182 500,000

**Tabela 2:** Estatísticas descritivas das variáveis. MV no final de março.

Nota: Amostra composta por 220 observações e dados apresentados em milhões de euros.

É de notar que os valores das estatísticas descritivas estão apresentados em milhões de euros.

Analisando de forma breve os dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta um valor de mercado de 8 869,825 milhões de euros, com valor contabilístico de 3 842,443 milhões de euros, resultados de 356,900 milhões de euros e total de ativos de 13 357,872 milhões de euros.

No quadro seguinte, apresentam-se os valores das estatísticas tendo já em conta o efeito de escala, pelo que os valores de cada variável, exceto as *dummies* Dir\_rep e Dluc, já se apresentam divididos pelo valor do ativo total tal como explicitado anteriormente.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Dir_rep	0,500	0,500	0,501	0,000	1,000
Dluc	0,159	0,000	0,367	0,000	1,000
MV	0,975	0,473	1,784	0,008	19,182
BV	0,327	0,328	0,209	0,029	0,965
E	0,039	0,030	0,071	-0,294	0,309
Dir_rep E	0,014	0,000	0,051	-0,294	0,303
Dir_rep BV	0,151	0,021	0,203	0,000	0,703
Dluc E	-0,009	0,000	0,030	-0,294	0,000

**Tabela 3:** Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. MV no final de março.

Nota: Amostra composta por 220 observações e dados apresentados em percentagem do ativo total.

Analisando de forma breve os dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta uma relação entre o valor de mercado e o total de ativos de 0,473, uma relação entre o capital próprio e o total de ativos de 0,328 e uma relação entre os resultados e o total de ativo de 0,030.

## 4.2 Resultados da estimação

A tabela 4 apresenta os resultados da estimação obtidos para os três diferentes modelos em estudo.

O resultado da estimação do modelo (1), que corresponde ao modelo de Ohlson (1995) utilizando como variáveis independentes apenas o capital próprio (BV) e os resultados líquidos (E), nos anos de 2020 e 2021, conjuntamente, indica que as variáveis explicativas são estatisticamente significativas para um intervalo

de confiança de 95%, apresentando um  $R^2$  ajustado de 29,81%. Com efeito, os coeficientes  $\beta_1$  e  $\beta_2$  são estatisticamente significativos ( $p < 0,01$ ) e sugerem uma relação positiva entre a informação contábilística e o valor de mercado das ações. Desta forma, o modelo (1) permite obter as primeiras evidências sobre o poder explicativo das variáveis BV e E no preço das ações, mas ainda não permite verificar as hipóteses de investigação anteriormente formuladas.

Tendo em vista testar as Hipóteses 1 e 2, foi criado o modelo (2) que possuiu os seguintes ajustamentos em relação ao modelo anterior: inserção de uma variável *dummy* "Dir\_rep" relativa à utilização, ou não, do relato integrado por parte das empresas da amostra; e a inserção das interações desta variável *dummy* com as variáveis independentes (BV e E), que já se encontravam no modelo anterior, resultando nas variáveis Dir\_rep BV e Dir\_rep E.

O resultado da estimação do modelo (2) indica um  $R^2$  ajustado de 30,83%, superior aos 29,81% obtidos no modelo (1). Atendendo a que o  $R^2$  ajustado traduz o poder explicativo das variáveis independentes sobre o valor de mercado das ações, seguindo Harris et al. (1994) e Collins et al. (1997), o aumento verificado no  $R^2$  ajustado do modelo (2), onde foram introduzidas variáveis relativas ao relato integrado, que não estavam presentes no modelo anterior, permite aferir que o relato integrado é *value relevant* para o mercado de capitais, confirmando a Hipótese 1 na medida em que as variáveis relativas ao relato integrado aumentaram o poder explicativo sobre a variação do valor de mercado.

De acordo com o resultado da estimação deste modelo (2), aos coeficientes das variáveis relativas ao valor contábilístico e ao resultado continuam a ser estatisticamente significativos uma vez que mantiveram um *p-value* menor que 1%. Contudo, os coeficientes das variáveis Dir\_rep BV e Dir\_rep E ( $\beta_4$  e  $\beta_5$ ) não se apresentam estatisticamente significativos, o que não permite confirmar a Hipótese 2. Assim, os resultados sugerem que não existem diferenças estatisticamente significativas entre os dois grupos de empresas.

De seguida, foi estimado o modelo (3) que resulta de um ajustamento feito ao modelo anterior, com a aplicação de uma nova variável *dummy* “Dluc” que diferencia as empresas que tenham reportado prejuízos nalgum dos anos em estudo, face às restantes. Esta nova variável serve para conferir os resultados da estimação do modelo anterior, admitindo que aqueles pudessem estar enviesados pelos resultados negativos presentes na amostra, já que a literatura aponta que a associação entre o valor de mercado e a informação contabilística difere consoante se trate de empresas com lucro ou com prejuízo (Hayn, 1995). Os resultados da estimação do modelo (3) evidenciam que o capital próprio e os resultados líquidos mantêm o seu estatuto de variáveis estatisticamente significativas e que a variável de interação entre os resultados e a *dummy* “Dluc” (Dluc E) se apresenta também estatisticamente significativa. Com o ajustamento introduzido no modelo (3), o R<sup>2</sup> ajustado é superior face aos modelos anteriores, apresentando o valor de 35,33%, o que confirma o melhor ajustamento deste modelo. Contudo, os coeficientes das variáveis Dir\_rep BV e Dir\_rep E ( $\beta_4$  e  $\beta_5$ ) não são estatisticamente significativos, o que não permite confirmar a Hipótese 2, tal como sucedia com as estimativas obtidas no modelo anterior.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
B <sub>0</sub>	-0,050 (0,188)	-0,237 (0,266)	-0,328 (0,264)
E	10,966*** (1,515)	13,313*** (2,118)	17,267*** (2,320)
BV	1,841*** (0,517)	2,232*** (0,684)	1,494** (0,686)
Dir_rep		0,405 (0,376)	0,344 (0,364)
Dir_rep E		-5,093 (3,030)	-0,432 (3,282)
Dir_rep BV		-1,085 (1,040)	-1,387 (1,027)
Dluc			0,395 (0,355)
Dluc E			16,409*** (5,213)
R2 ajustado	29,81%	30,83%	35,33%
Observações	220	220	220

**Tabela 4:** Resultados da estimação. MV no final de março.

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

### 4.3 Análise de robustez

De modo a aferir a robustez dos resultados da estimação apresentados no ponto anterior, serão feitas as seguintes análises adicionais: 1- análise com modelos iguais aos do estudo anterior, mas com os dados relativos ao valor de mercado reportado a 30 de junho de 2020 e 2021; 2- Análise utilizando os mesmos modelos do estudo anterior, mas com estimação separada para cada um dos anos em estudo, sendo esta análise efetuada com dados do valor de mercado reportados a 31 de março 2020 e 2021.

#### 4.3.1 Análise com valor de mercado no final de junho

De modo a realizar esta análise foram utilizados os mesmos modelos do estudo apresentado no ponto anterior, sendo que a única mudança está nos valores utilizados para o valor de mercado, uma vez que na análise agora efetuada serão referentes a 30 de junho de 2020 e 2021, data de referência que é também adotada por Loprevitte et al. (2018) e bastante utilizada em estudos de *value relevance* (Kothari, 2001; Mechelli 2013).

De acordo com a mudança efetuada na recolha de dados, as estatísticas descritivas são as apresentadas na tabela seguinte:

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
MV	32 751,920	9 459,410	94 055,440	3,040	931 305,200
BV	17 295,900	3 842,443	26 685,240	0,971	146 506,800
E	1 862,253	356,900	5 670,611	-10 495,000	47 757,000
Ativo	168 922,600	13 357,872	370 658,700	2,000	2 182 500,000

**Tabela 5:** Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. MV no final de junho.

Nota: Amostra composta por 220 observações e dados apresentados em milhões de euros.

É de notar que os valores das estatísticas descritivas estão apresentados em milhões de euros.

Analisando de forma breve os dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta um valor de mercado de 9 459,410 milhões de euros, com valor contabilístico de 3 842,443 milhões de euros, resultados de 356,900 milhões de euros e total de ativos de 13357,872 milhões de euros.

No quadro seguinte, apresentam-se os valores das estatísticas tendo já em conta o efeito de escala, pelo que os valores de cada variável, exceto as *dummies* Dir\_rep e Dluc, já se encontram divididos pelo valor do ativo total tal como explicitado anteriormente.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Dir_rep	0,500	0,500	0,501	0,000	1,000
Dluc	0,159	0,000	0,367	0,000	1,000
MV	1,104	0,548	2,072	0,008	19,182
BV	0,327	0,328	0,209	0,029	0,965
E	0,039	0,030	0,071	-0,294	0,309
Dir_rep E	0,014	0,000	0,051	-0,294	0,303
Dir_rep BV	0,151	0,021	0,203	0,000	0,703
Dluc E	-0,008	0,030	0,058	-0,294	0,000

**Tabela 6:** Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. MV no final de junho.

Nota: Amostra composta por 220 observações e dados apresentados em percentagem do ativo total.

Analisando de forma breve os dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta uma relação entre o valor de mercado e o total de ativos de 0,548, uma relação entre o capital próprio e o total de ativos de 0,328 e uma relação entre os resultados e o total de ativo de 0,030.

A tabela 7 apresenta os resultados da estimação obtidos para os três diferentes modelos em estudo.

O resultado da estimação do modelo (1), indica que as variáveis explicativas são estatisticamente significativas para um intervalo de confiança de 95%, apresentando um  $R^2$  ajustado de 30,72%. No presente modelo, os coeficientes  $\beta_1$  e  $\beta_2$  são estatisticamente significativos ( $p < 0,01$ ) e sugerem uma relação positiva entre a informação contabilística e o valor de mercado das ações. Desta forma, o modelo (1) permite obter as primeiras evidências sobre o poder explicativo das variáveis BV e E no preço das ações, mas ainda não permite verificar as hipóteses de investigação anteriormente formuladas.

O modelo (2) possuiu os seguintes ajustamentos em relação ao modelo anterior: inserção de uma variável *dummy* “Dir\_rep” relativa à utilização, ou não, do relato integrado por parte das empresas da amostra; e a inserção das interações desta variável *dummy* com as variáveis independentes BV e E, que já se encontravam nos modelos anteriores, resultando nas variáveis Dir\_rep BV e Dir\_rep E.

O resultado da estimação do modelo (2) indica um  $R^2$  ajustado de 32,60%, superior aos 30,72% obtidos no modelo (1). Atendendo a que o  $R^2$  ajustado traduz o poder explicativo das variáveis independentes sobre o valor de mercado das ações, seguindo Harris et al. (1994) e Collins et al. (1997), o aumento verificado no  $R^2$  ajustado do modelo (2), onde foram introduzidas variáveis relativas ao relato integrado, que não estavam presentes no modelo anterior, permite aferir que o relato integrado é *value relevant* para o mercado de capitais, confirmando a Hipótese 1, na medida em que as variáveis relativas ao relato integrado aumentaram o poder explicativo sobre a variação do valor de mercado da empresa.

De acordo com o resultado da estimação deste modelo (2), os coeficientes das variáveis relativas ao valor contabilístico e ao resultado continuam a ser estatisticamente significativos uma vez que mantiveram um *p-value* menor que 1%. Contudo, os coeficientes das variáveis Dir\_rep BV e Dir\_rep E ( $\beta_4$  e  $\beta_5$ ) não

se apresentam estatisticamente significativos, o que não permite confirmar a Hipótese 2. Assim, os resultados sugerem que não existem diferenças estatisticamente significativas entre os dois grupos de empresas.

De seguida, foi estimado o modelo (3) que resulta de um ajustamento feito ao modelo anterior, com a aplicação de uma nova variável *dummy* “Dluc” que diferencia as empresas que tenham reportado prejuízo nalgum dos anos em estudo, face às restantes. Esta nova variável serve para conferir os resultados da estimação do modelo anterior, admitindo que aqueles pudessem estar enviesados pelos resultados negativos presentes na amostra, já que a literatura aponta que a associação entre o valor de mercado e a informação financeira difere consoante se trate de empresas com lucro ou com prejuízo (Hayn, 1995). Os resultados da estimação do modelo (3) evidenciam que o capital próprio e os resultados líquidos mantêm o seu estatuto de variáveis estatisticamente significativas e que a variável de interação entre os resultados e a *dummy* “Dluc” também se apresenta estatisticamente significativa. Com o ajustamento introduzido neste modelo (3), o R<sup>2</sup> ajustado é superior em relação aos modelos anteriores, sendo o valor de 36,78%, o que confirma o melhor ajustamento deste modelo. Contudo, os coeficientes das variáveis Dir\_rep BV e Dir\_rep E ( $\beta_4$  e  $\beta_5$ ) continuam a não ser estatisticamente significativos, o que não permite confirmar a Hipótese 2, tal como sucedia com as estimativas obtidas no modelo anterior.

Assim, a análise com valor de mercado reportado a 30 de junho indicia o mesmo comportamento que a análise previamente efetuada com dados de valor de mercado relativos a 30 de março, atestando a robustez dos resultados obtidos anteriormente.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
B <sub>0</sub>	-0,121 (0,217)	-0,368 (0,305)	-0,478 (0,303)
E	12,782*** (1,749)	15,982*** (2,429)	10,491*** (2,665)
BV	2,237*** (0,597)	2,777*** (0,784)	1,944** (0,788)
Dir_rep		0,542 (0,431)	0,473 (0,418)
Dir_rep E		-6,975** (3,475)	-1,865 (3,769)
Dir_rep BV		-1,502 (1,192)	-1,382 (1,179)
D_luc			0,489 (0,407)
Dluc E			17,987*** (5,988)
R <sup>2</sup> ajustado	30,72%	32,60%	36,78%
Observações	220	220	220

**Tabela 7:** Resultados da estimação. MV no final de junho.

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

### 4.3.2. Análise separada para 2020 e 2021

De modo a realizar esta análise de robustez, foram utilizados os mesmos modelos da análise principal, sendo a estimação feita separadamente para os anos de 2020 e 2021.

Os dados compreendem valores de mercado reportados a de 31 março, sendo as restantes informações contabilísticas reportadas a 31 de dezembro, tal como na análise principal. A primeira análise apresentada será relativa ao ano de 2020 e a segunda análise incide sobre 2021.

A tabela 8 apresenta as estatísticas descritivas para o ano de 2020.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
MV	25 994,490	7 031,510	79 630,330	2,080	762 067,600
BV	16 429,300	3 554,490	26 082,130	0,971	145 295,000
E	1 148,852	195,760	5 121,424	-10 495,000	42 138,000
Ativo	164 583,800	12 745,600	367 542,500	2,000	2 178 147,000

**Tabela 8:** Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, ano de 2020. MV no final de março.  
Nota: Amostra composta por 110 observações e dados apresentados em milhões de euros.

É de notar que os valores das estatísticas descritivas estão apresentados em milhões de euros.

Analisando de forma breve os dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta um valor de mercado de 7 031,510 milhões de euros, com valor contabilístico de 3 554,490 milhões de euros, resultados de 356,9 milhões de euros e total de ativos de 12 745,600 milhões de euros.

No quadro seguinte, apresentam-se os valores das estatísticas tendo já em conta o efeito de escala, pelo que os valores de cada variável, exceto as *dummies* Dir\_rep e Dluc, já se encontram divididos pelo valor do ativo total tal como explicitado anteriormente.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Dir_rep	0,500	0,500	0,502	0,000	1,000
Dluc	0,227	0,000	0,421	0,000	1,000
MV	0,793	0,430	1,235	0,008	7,184
BV	0,325	0,329	0,209	0,041	0,953
E	0,027	0,023	0,072	-0,294	0,303
Dir_rep E	0,007	0,000	0,052	-0,294	0,303
Dir_rep BV	0,150	0,021	0,201	0,000	0,690
Dluc E	-0,011	0,000	0,037	-0,294	0,000

**Tabela 9:** Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, ano de 2020. MV no final de março.

Nota: Amostra composta por 110 observações e dados apresentados em percentagem do ativo total.

Analisando de forma breve os dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta uma relação entre o valor de mercado e o total de ativos de 0,430, uma relação entre o capital próprio e o total de ativos de 0,329 e uma relação entre os resultados e o total de ativo de 0,023.

A tabela 10 apresenta os resultados da estimação obtidos para os três diferentes modelos em estudo, em 2020.

O resultado da estimação do modelo (1) indica que as variáveis explicativas são estatisticamente significativas para um intervalo de confiança de 95%, apresentando um R<sup>2</sup> ajustado de 45,89%. No presente modelo, os coeficientes  $\beta_1$  e  $\beta_2$  são estatisticamente significativos ( $p < 0,01$ ) e sugerem uma relação positiva entre a informação contabilística e o valor de mercado das ações.

O resultado da estimação do modelo (2) indica um R<sup>2</sup> ajustado de 45,72%, inferior aos 45,89% obtidos no modelo (1). Atendendo a que o R<sup>2</sup> ajustado traduz o poder explicativo das variáveis independentes sobre o valor de mercado das ações, seguindo Harris et al. (1994) e Collins et al. (1997), a diminuição verificada no R<sup>2</sup> ajustado do modelo (2), onde foram introduzidas variáveis relativas ao relato integrado, que não estavam presentes no modelo anterior, não permite conferir que o relato integrado é *value relevant* para o mercado de capitais no ano

de 2020, respondendo negativamente à Hipótese 1 na medida em que as variáveis relativas ao relato integrado diminuíram o poder explicativo sobre a variação do valor de mercado.

De acordo com o resultado da estimação deste modelo (2), os coeficientes das variáveis relativas ao valor contabilístico e ao resultado continuam a ser estatisticamente significativos uma vez que mantiveram um *p-value* menor que 1% no caso dos resultados e *p-value* menor que 5% no caso dos capitais próprios.

Contudo, os coeficientes das variáveis Dir\_rep BV e Dir\_rep E ( $\beta_4$  e  $\beta_5$ ) não se apresentam estatisticamente significativos, o que não permite confirmar a Hipótese 2. Assim, os resultados sugerem que não existem diferenças estatisticamente significativas entre os dois grupos de empresas.

O modelo (3) resulta de um ajustamento feito ao modelo anterior, com a aplicação de uma nova variável *dummy* “Dluc” que diferencia as empresas que tenham reportado prejuízos em 2021, face às restantes. Os resultados indicam que os resultados líquidos mantêm o seu estatuto de variável estatisticamente significativa e que a variável de interação entre os resultados e a *dummy* “Dluc” também se apresenta estatisticamente significativa. Com o ajustamento introduzido, o modelo (3) apresenta um  $R^2$  ajustado superior aos modelos anteriores, sendo o valor de 62,56%.

A análise relativa ao ano de 2020, demonstra um comportamento diferente da análise inicialmente efetuada para o conjunto dos dois anos (*pooled*), contestando a robustez dos resultados anteriores. É necessária alguma reserva na interpretação destes resultados especialmente dos valores relativos a 2020, visto que foi o ano de maior foco da pandemia Covid-19.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
B <sub>0</sub>	0,077 (0,161)	-0,060 (0,228)	-0,178 (0,193)
E	9,968*** (1,278)	12,064*** (1,971)	18,608*** (1,995)
BV	1,369*** (0,438)	1,403** (0,594)	0,336 (0,519)
Dir_rep		0,266 (0,326)	0,153 (0,275)
Dir_rep E		-3,620 (2,615)	1,566 (2,393)
Dir_rep BV		-0,248 (0,895)	-0,278 (0,774)
D_luc			0,382 (0,230)
Dluc E			-19,840*** (3,317)
R <sup>2</sup> ajustado	45,89%	45,72%	62,56%
Observações	110	110	110

**Tabela 10:** Resultados da estimação, ano 2020. MV no final de março.

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

Relativamente ao ano de 2021, as tabelas 11 e 12 apresentam as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste estudo.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
MV	34 335,360	10 707,550	91 788,950	8,850	778 949,800
BV	18 045,450	3 988,500	27 287,700	1,303	146 506,800
E	2 566,989	553,660	6 094,508	-2 962,000	47 757,000
Ativo	171 881,100	13 838,860	374 039,000	2,288	2 182 500,000

**Tabela 11:** Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, ano de 2021. MV no final de março.

Nota: Amostra composta por 110 observações e dados apresentados em milhões de euros.

É de notar que os valores das estatísticas descritivas estão apresentados em milhões de euros.

Analisando de forma breve os dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta um valor de mercado de 10 707,550 milhões de euros, com valor contabilístico de 3 988,500 milhões de euros, resultados de 553,660 milhões de euros e total de ativos de 13 838,860 milhões de euros.

No quadro seguinte, apresentam-se os valores das estatísticas tendo já em conta o efeito de escala, pelo que os valores de cada variável, exceto as *dummies* Dir\_rep e Dluc, já se encontram divididos pelo valor do ativo total tal como explicitado anteriormente.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Dir_rep	0,500	0,500	0,502	0,000	1,000
Dluc	0,091	0,000	0,289	0,000	1,000
MV	1,157	0,606	2,191	0,010	19,182
BV	0,330	0,328	0,210	0,029	0,965
E	0,050	0,037	0,069	-0,178	0,309
Dir_rep E	0,020	0,000	0,483	-0,178	0,257
Dir_rep BV	0,152	0,021	0,206	0,000	0,703
Dluc E	-0,005	0,000	0,178	-0,294	0,000

**Tabela 12:** Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, ano de 2021. MV no final de março.

Nota: Amostra composta por 110 observações e dados apresentados em percentagem do ativo total.

Analisando de forma breve os dados que compõem a amostra, verifica-se que a empresa mediana no ano mediano apresenta uma relação entre o valor de mercado e o total de ativos de 0,606, uma relação entre o capital próprio e o total de ativos de 0,328 e uma relação entre os resultados e o total de ativo de 0,037.

A tabela 13 apresenta os resultados da estimação obtidos para os três diferentes modelos em estudo, em 2021.

O resultado da estimação do modelo (1) indica que as variáveis explicativas são estatisticamente significativas para um intervalo de confiança de 95%, apresentando um  $R^2$  ajustado de 23,71%. No presente modelo, os coeficientes  $\beta_1$  e  $\beta_2$  são estatisticamente significativos e sugerem uma relação positiva entre a informação contabilística e o valor de mercado das ações.

O resultado da estimação do modelo (2) indica um  $R^2$  ajustado de 24,66%, superior aos 23,71% obtidos no modelo (1). Atendendo a que o  $R^2$  ajustado traduz o poder explicativo das variáveis independentes sobre o valor de mercado das ações, seguindo Harris et al. (1994) e Collins et al. (1997), o aumento verificado no  $R^2$  ajustado do modelo (2), onde foram introduzidas variáveis relativas ao relato integrado, que não estavam presentes no modelo anterior, permite aferir que o relato integrado é *value relevant* para o mercado de capitais no ano de 2021,

respondendo positivamente à Hipótese 1 na medida em que as variáveis relativas ao relato integrado aumentaram o poder explicativo sobre a variação do valor de mercado.

De acordo com o resultado da estimação deste modelo (2), os coeficientes das variáveis relativas ao valor contabilístico e ao resultado continuam a ser estatisticamente significativos uma vez que mantiveram um *p-value* menor que 1% no caso dos resultados e *p-value* menor que 5% no caso dos capitais próprios.

Contudo, os coeficientes das variáveis *Dir\_rep BV* e *Dir\_rep E* ( $\beta_4$  e  $\beta_5$ ) não se apresentam estatisticamente significativos, o que não permite confirmar a Hipótese 2. Assim, os resultados sugerem que não existem diferenças estatisticamente significativas entre os dois grupos de empresas.

O modelo (3) resulta de um ajustamento feito ao modelo anterior, com a aplicação de uma nova variável *dummy* “*Dluc*” que diferencia as empresas que tenham reportado prejuízos em 2021, face às restantes. A análise aponta que os resultados líquidos mantêm o seu estatuto de variável estatisticamente significativa, assim como os capitais próprios.

Com o novo ajustamento o modelo (3) apresenta um valor superior de  $R^2$  ajustado em relação aos modelos anteriores, sendo de 25,25%.

Em síntese, a análise relativa ao ano de 2021 traduz-se em resultados de estimação similares aos obtidos com a análise previamente efetuada para o conjunto dos dois anos (*pooled*), atestando a robustez dos resultados obtidos anteriormente, ao contrário do que sucedeu para o ano de 2020.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
B <sub>0</sub>	-0,187 (0,342)	-0,429 (0,490)	-0,525 (0,515)
E	11,640*** (1,483)	13,620*** (3,677)	16,195*** (4,027)
BV	2,316** (0,956)	3,185** (1,244)	2,681** (1,283)
Dir_rep		0,560 (0,685)	0,579 (0,702)
Dir_rep E		-5,399 (5,946)	-2,460 (6,750)
Dir_rep BV		-2,054 (1,941)	-2,369 (1,951)
D_luc			0,662 (0,943)
Dluc E			-11,302 (14,564)
R <sup>2</sup> ajustado	23,71%	24,66%	25,25%
Observações	110	110	110

**Tabela 13:** Resultados da estimação, ano 2021. MV no final de março.

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

# Capítulo 5

## Conclusão

O relato integrado é um instrumento de informação criado para colmatar falhas de informação a que os mercados de capitais, investidores em geral e outros *stakeholders* têm acesso, uma vez que o relato integrado cria uma exposição clara e concisa da estratégia organizacional, da sua gestão, desempenho, perspectivas e planos de evolução. Deste modo, é relevante o estudo acerca do impacto do relato integrado no mercado de capitais.

A primeira hipótese de investigação proposta no presente estudo consistia em determinar se o relato integrado se apresentava como *value relevant* para o mercado de capitais. Com base nos dados apresentados no capítulo anterior é possível afirmar que tal hipótese pode ser respondida de forma positiva, para o conjunto dos dois anos em análise, uma vez que se verificou um aumento do  $R^2$  ajustado quando eram introduzidas as variáveis relativas ao relato integrado. Atendendo a que o  $R^2$  ajustado traduz o poder explicativo das variáveis independentes sobre o valor de mercado das ações, seguindo Harris et al. (1994) e Collins et al. (1997), tal aumento indica que o relato integrado é *value relevant* para o mercado de capitais. Contudo, a análise relativa ao ano de 2020, apresenta um comportamento diferente da análise inicialmente efetuada para o conjunto dos dois anos (*pooled*), contestando a robustez dos resultados obtidos anteriormente. De salientar, que é necessária alguma reserva na interpretação

destes resultados, especialmente no que se refere ao ano de 2020, visto que foi o ano de maior impacto da pandemia Covid-19.

Relativamente à segunda questão de investigação, que pretendia aferir a diferença de *value relevance* entre empresas com e sem relato integrado, no que respeita às informações contabilísticas de síntese, capital próprio e os resultados líquidos, não foi possível confirmar tal hipótese. Com efeito, em todos os modelos estimados, os coeficientes das interações entre a *dummy* do relato integrado e as referidas variáveis contabilísticas não se apresentaram estatisticamente significativos. No relato integrado existirão certamente outras informações, sem expressão contabilística, que terão influência no preço das ações e conseqüentemente no valor de mercado.

As conclusões do presente estudo para o conjunto dos dois anos, estão em linha com as evidências obtidas por Loprevite et al. (2018) na medida em que também encontraram um aumento do poder explicativo aquando da inserção do relato integrado nos modelos utilizados. Relativamente à *value relevance* das informações contabilísticas, as interações do relato integrado com os capitais próprios também se apresentaram no estudo de Loprevite et al. (2018) como uma variável estatisticamente não significativa, ao passo que a *value relevance* dos resultados se mostrou significativamente diferente (superior) para as empresas que publicam relato integrado, face às empresas que mantêm o formato de relato tradicional, sendo que não foi possível comprovar no presente estudo tal evidência.

É de notar que os resultados do presente estudo devem ser encarados com reserva uma vez que o período em estudo é relativo aos anos de 2020 e 2021, que foram bastante impactados pelos efeitos da pandemia Covid-19.

Assim, para uma investigação futura, será importante obter uma amostra de empresas com relato integrado, para um período mais alargado, de modo a que seja possível realizar uma análise de *value relevance* do relato integrado para o

mercado de capitais, assim como aferir a diferença de *value relevance* entre empresas com e sem relato integrado, das informações contabilísticas de síntese, como o capital próprio e os resultados líquidos, entre os anos pré-pandemia Covid-19, durante a pandemia Covid-19 (presente estudo) e pós-pandemia Covid-19.

# Bibliografia

- Aboddy, D., & Lev, B. (1998). The Value Relevance of Intangibles: The Case of Software Capitalization. *Journal of Accounting Research*, 36, 161–191. <https://doi.org/10.2307/2491312>
- Anifowose, M., Abang, S., & Zakari, M. (2020). Integrated capitals reporting and companies' sustainable value: evidence from the Asian continent. *Asian Review of Accounting*, 24, 567–589. <https://doi.org/10.1108/ARA-10-2019-0184>
- 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/https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.04.004>
- Barth, M. E., & Clinch, G. (2009). Scale Effects in Capital Markets-Based Accounting Research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3–4), 253–288. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02133.x>
- Bilal, K., & Abdenacer, R. (2016). Intangibles and Value Relevance of Accounting Information: Evidence from UK Companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 12, 437–458.
- Casonato, F., Farneti, F., & Dumay, J. (2019). Social capital and integrated reporting. *Journal of Intellectual Capital*, 20(1), 144–164. <https://doi.org/10.1108/JIC-08-2018-0132>
- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71–83. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.005>
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39–67.

- Cooray, T., Senaratne, S., Gunarathne, N., Herath, R., & Samudrage, D. (2020). Does Integrated Reporting Enhance the Value Relevance of Information? Evidence from Sri Lanka. *Sustainability*, 12, 10.3390/su12198183. <https://doi.org/10.3390/su12198183>
- Cosmulese, C. G., Socoliuc, M., Ciubotariu, M.-S., Mihaila, S., & Grosu, V. (2019). An empirical analysis of stakeholders' expectations and integrated reporting quality. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1), 3963–3986. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1680303>
- Devalle, A. (2010). *Misurazione della performance nel bilancio IFRS. Comprehensive income, dibattito internazionale e value relevance*. Pearson.
- Easton, P. D., & Sommers, G. A. (2003). Scale and the Scale Effect in Market-based Accounting Research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1–2), 25–56. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1468-5957.00482>
- Giuliani, M., & Marasca, S. (2011). Construction and valuation of intellectual capital: A case study. *Journal of Intellectual Capital*, 12, 377–391. <https://doi.org/10.1108/14691931111154698>
- Harris, T. S., Lang, M., & Möller, H. P. (1994). The value relevance of German accounting measures: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 32(2), 187–209.
- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 125–153. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00397-2](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00397-2)
- Horton, J., Serafeim, G., & Serafeim, I. (2007). Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment? *Contemporary Accounting Research*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01159.x>
- IIRC. (2013). *The integrated reporting framework*. <https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>
- IIRF. (2021). *International <IR> Framework*. [www.integratedreporting.org](http://www.integratedreporting.org)

- Kaspereit, T., & Lopatta, K. (2016). The value relevance of SAM's corporate sustainability ranking and GRI sustainability reporting in the European stock markets. *Business Ethics: A European Review*, 25(1), 1–24. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/beer.12079>
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 105–231. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Landau, A., Rochell, J., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). Integrated reporting of environmental, social, and governance and financial data: Does the market value integrated reports? *Business Strategy and the Environment*, 29(4), 1750–1763. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.2467>
- Lev, B., & Gu, F. (2016). *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*. i–xxv. <https://doi.org/10.1002/9781119270041.fmatter>
- Lev, B., & Zambon, S. (2003). Intangibles and intellectual capital: An introduction to a special issue. *European Accounting Review*, 12, 597–603. <https://doi.org/10.1080/0963818032000162849>
- 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, 1. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n5p1>
- Mechelli, A. (2013). *La Value Relevance del bilancio di esercizio: Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*. Giappichelli. <https://books.google.pt/books?id=x9ycAgAAQBAJ>
- Mervelskemper, L., & Streit, D. (2017). Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise? *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 536–549. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.1935>

- Niskala, M., & Schadewitz, H. (2010). Communication via Responsibility Reporting and Its Effect on Firm Value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17, 96–106. <https://doi.org/10.1002/csr.234>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation\*. In *Contemporary Accounting Research* (Vol. 11, Issue 2). CAAA.
- Qiu, Y., Shaukat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. *The British Accounting Review*, 48(1), 102–116. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.10.007>
- Serafeim, G. (2015). Integrated Reporting and Investor Clientele. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(2), 34–51. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jacf.12116>
- Soderstrom, N. S., & Sun, K. J. (2007). IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review. *European Accounting Review*, 16(4), 675–702. <https://doi.org/10.1080/09638180701706732>
- Solomon, J., & Maroun, W. (2012). *Integrated reporting: the influence of King III on social, ethical and environmental reporting*.
- Usman, B., & Afandy, C. (2022). The Value Relevance of Non-Financial Information to Firm Profitability: an Empirical Study on the Hypercompetitive Industry. In *Jurnal Dinamika Manajemen* (Vol. 13, Issue 2). <http://jdm.unnes.ac.id>
- Villiers, C., & Terblanche, W. (2019). Terblanche, W. & De Villiers, C. 2019. The Influence of Integrated Reporting and Internationalisation on Intellectual Capital Disclosures, *Journal of Intellectual Capital*, 20(1), 40-59. *Journal of Intellectual Capital*, 20, 40–59.
- Wang, R., Zhou, S., & Wang, T. (2020). Corporate Governance, Integrated Reporting and the Use of Credibility-enhancing Mechanisms on Integrated Reports. *European Accounting Review*, 29(4), 631–663. <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1668281>

