

MESTRADO
CONTABILIDADE E CONTROLO DE GESTÃO

Publicação de Relatórios Integrados e a Sua Influência no Custo de Capital

Maria Isabel Gonçalves Faria

M

2023



**PUBLICAÇÃO DE RELATÓRIOS INTEGRADOS E A SUA
INFLUÊNCIA NO CUSTO DE CAPITAL**

Maria Isabel Gonçalves Faria

Dissertação

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientado por

Manuel Emílio Mota de Almeida Delgado Castelo Branco

2023

Agradecimentos

A concretização desta dissertação representa uma conquista académica e pessoal.

Ao meu orientador, Professor Doutor Manuel Castelo Branco, gostaria de agradecer todo o apoio e contributos valiosos ao longo da elaboração deste projeto.

À minha família, agradeço o incentivo e paciência nesta minha caminhada académica.

Um especial obrigado às minhas amigas, Andreia Santos, Inês Duarte e Diana Cardoso, pela amizade, compreensão e apoio nesta fase tão desafiante da minha vida.

À FEP, por me permitir estudar numa das melhores faculdades do país e me proporcionar partilhas de conhecimento valiosas e enriquecedoras.

A mim, por nunca ter desistido, mesmo nos momentos mais desafiantes.

A todas as pessoas que direta ou indiretamente estiveram ligadas à minha caminhada académica, o meu sincero agradecimento.

Resumo

No âmbito da conclusão do mestrado em contabilidade e controlo de gestão, a presente dissertação foi desenvolvida com o propósito de averiguar a influência do relato integrado no custo de capital das empresas.

O objetivo último consiste em perceber se a divulgação deste tipo de relatórios tem um impacto negativo no custo de capital próprio e no custo de capital alheio das empresas. A amostra selecionada corresponde às empresas pertencentes aos seguintes índices bolsitas: PSI-20 (índice Português), IBEX-35 (índice Espanhol) e FTSE MIB (índice Italiano).

Para o período temporal de 2018 a 2021, os resultados obtidos sugerem que, no caso do custo de capital próprio, a existência de relatórios integrados influencia negativamente o seu valor, indo de encontro à literatura existente. No caso do custo de capital alheio esta relação já não se verifica, e, no estudo da presente dissertação, os resultados não permitem retirar conclusões significativas.

O estudo proposto contribui para a literatura existente na medida em que não existem estudos sobre *integrated reporting* e o custo de capital que se foquem apenas nos países selecionados e para o período escolhido, e ofereçam uma comparação detalhada.

Palavras-chave: relatório integrado, custo capital próprio, custo capital alheio

Abstract

Within the scope of completing master's degree in accounting and management control, this dissertation was developed with the purpose of investigating the influence of integrated reporting on companies' cost of capital.

The ultimate goal is to understand whether the disclosure of this type of report has a negative impact on companies' cost of equity and cost of debt capital. The selected sample corresponds to companies belonging to the following stock market indices: PSI-20 (Portuguese index), IBEX-35 (Spanish index) and FTSE MIB (Italian index).

For the time period from 2018 to 2021, the results obtained suggest that, in the case of the cost of equity capital, the existence of integrated reports negatively influences its value, in line with the existing literature. In the case of the cost of debt capital, this relationship no longer holds, and, in the study of this dissertation, the results do not allow any significant conclusions to be drawn.

The proposed study contributes to the existing literature in that there are no studies on integrated reporting and the cost of capital that focus only on the selected countries and for the chosen period and offer a detailed comparison.

Keywords: integrated reporting, cost of equity, cost of debt

Abreviaturas

CAPM: *Capital Asset Pricing Model*

CCA: Custo de Capital Alheio

CCP: Custo de Capital Próprio

CSR: *Corporate Social Responsibility*

ESG: *Environmental, Social and Corporate Governance*

GRI: *Global Reporting Initiative*

IIRC: *International Integrated Reporting Council*

IFRS: *International Financial Reporting Standards*

IR: *Integrated Reporting*

ISSB: *International Sustainability Standards Board*

PEG: *Price/Earnings to Growth*

RI: Relato Integrado

Índice	
Agradecimentos.....	i
Resumo	ii
Abreviaturas	iv
1. Introdução	1
2. Enquadramento do Tema	6
2.1. <i>Integrated Reporting</i>	6
2.2. <i>International <IR> Framework</i>	7
2.3. Adoção do <i>IR</i> em Portugal, Espanha e Itália	8
3. Revisão de Literatura Empírica Relevante e Desenvolvimento de Hipóteses	10
3.1. Divulgação de Informação e Custo de Capital.....	10
3.2. Relatórios Integrados e Custo de Capital	12
3.2.1. Relatórios Integrados e Custo de Capital Próprio.....	13
3.2.2. Relatórios Integrados e Custo de Capital Alheio	14
3.3. Desenvolvimento de Hipóteses de Investigação	15
4. Metodologia.....	17
4.1. Amostra e Recolha de Dados	17
4.2. Variáveis	17
4.2.1. Variável Independente e Variáveis Dependentes	17
4.2.2. Variáveis de Controlo.....	19
4.3. Modelo.....	22
5. Análise dos Resultados	23
5.1. Análise Estatística Descritiva	23
5.2. Análise de Correlações	26
5.3. Análise da Regressão	29
5.4. Análises Adicionais	32
6. Conclusão	36

Referências Bibliográficas	38
---	-----------

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Estatística Descritiva: Amostra Total	23
Tabela 2 – Estatística Descritiva: Portugal (PSI-20)	24
Tabela 3 – Estatística Descritiva: Espanha (IBEX-35)	24
Tabela 4 – Estatística Descritiva: Itália (FTSE MIB)	24
Tabela 5 – Número de Relatórios Integrados e % no Total	25
Tabela 6 – Indústrias de Maior Impacto	26
Tabela 7 – Matriz de Correlação de Pearson: Amostra Total	26
Tabela 8 – Matriz de Correlação de Pearson: Portugal (PSI-20)	27
Tabela 9 – Matriz de Correlação de Pearson: Espanha (IBEX-35)	28
Tabela 10 – Matriz de Correlação de Pearson: Itália (FTSE MIB)	28
Tabela 11 – Resultados da Regressão relativos ao M1 e ao M2 – Amostra Total.....	29
Tabela 12 – Resultados da Regressão relativos ao M1 e ao M2 – Amostra Separada	31

1. Introdução

A crescente necessidade de comunicação das diversas operações de carácter financeiro e não financeiro nos relatórios empresariais, decorrente das exigências informacionais por parte dos diversos *stakeholders*, desencadeou a concepção de um novo modelo de relato: o relato integrado. Deste modo, para além dos relatórios financeiros tradicionais, dos relatórios de sustentabilidade e dos relatórios não financeiros, surge, em 2003, segundo a pesquisa de Endenich et al. (2022), o primeiro relatório integrado. Com a crescente disseminação deste tipo de relato, surge, em 2010, o *International Integrated Reporting Council*, principal organização associada a esta prática. Mais recentemente, é de referir também o surgimento do *International Sustainability Standards Board* e a emissão das normas *IFRS S1* e *IFRS S2*, uma vez que, segundo o IIRC (2023), os conceitos de relatórios integrados estão incorporados nos padrões globais deste novo normativo, o que enfatiza o impacto e a relevância deste tipo de relato.

De acordo com o IIRC, o relatório integrado traduz-se num “documento conciso sobre como a estratégia, a governança, o desempenho e as perspetivas de uma organização, no contexto do seu ambiente externo, levam à criação de valor no curto, médio e longo prazo”(IIRC, 2021). Esta nova forma de relato distingue-se das até então conhecidas uma vez que todas as informações nela contidas deverão ser estruturadas e divulgadas de modo integrado. Por outras palavras, a comunicação de todos os aspetos que levam à criação de valor no curto, médio e longo prazo de uma organização, deverá ser de tal forma integrada que vise por si só uma melhor compreensão de como o valor é criado, permitindo auxiliar na tomada de decisão dos diversos *stakeholders*. Assim, o relatório integrado assume-se como uma iniciativa emergente nos relatórios empresariais que visa também suprir as limitações dos relatórios tradicionais (Vitolla et al., 2020) que muitas vezes são volumosos e desconectados (Zhou et al., 2017). Segundo Vitolla et al. (2020), o relato integrado tem, essencialmente, como finalidade, representar a dependência de uma organização dos diferentes tipos de capital: financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social e relacional. Desta forma, permite que as empresas forneçam informações financeiras e não financeiras de forma integrada, relacionadas com todos os diferentes aspetos da gestão empresarial (Raimo et al., 2021).

Segundo o IIRC, qualquer pessoa interessada na capacidade de uma organização em criar valor, beneficia da existência de relatórios integrados, uma vez que os mesmos permitem

avaliar a viabilidade a longo prazo de uma empresa e, conseqüentemente, que os recursos escassos sejam alocados de forma mais eficaz (IIRC, 2021). De acordo com Flores et al. (2019) um dos principais temas que tem sido objeto de investigação da literatura nos últimos anos é a eficácia do relato integrado. O termo eficácia aqui aplicado traduz-se na utilidade do relato integrado para um dos seus principais usuários pretendidos – investidores e analistas financeiros. Gerwanski (2020), através dos resultados de diversos estudos, reuniu condições para concluir que a elaboração de um relatório integrado leva à diminuição de assimetrias de informação e pode produzir reações positivas do mercado de capitais, tais como: o aumento do valor da empresa, uma maior precisão da previsão dos analistas, uma menor rotatividade de investidores e um menor custo de capital.

Apesar dos efeitos positivos que a elaboração de um relatório integrado tem associados, a adoção deste tipo de relato ainda não é obrigatória na maioria dos países. Do que se pôde apurar, apenas as empresas cotadas na bolsa de valores de Joanesburgo são obrigadas a publicar relatórios integrados (Cheng et al., 2014). Contudo, um estudo aprofundado sobre as tendências de adoção do relato integrado conduzido pelo IIRC e divulgado a 27 de Setembro de 2022, aferiu que mais de 2500 empresas em mais de 70 países adotaram este tipo de relato. Com base neste estudo, a maioria dos relatórios integrados provém da Ásia-Pacífico, Médio Oriente, África e Europa (Europa Continental).

Segundo Raimo et al. (2021), a comunicação integrada é amplamente praticada em toda a Europa uma vez que o relatório integrado é encarado como uma ferramenta para cumprir os requisitos da Diretiva 2014/95/UE. Em termos concretos, esta diretiva fornece instruções para o relato de informação não financeira. Com a finalidade de “aumentar a transparência da informação em matéria social e ambiental que é prestada pelas empresas”, esta diretiva vem alterar a Diretiva 2013/34/UE no que concerne à elaboração das demonstrações não financeiras. Assim, passa a ser obrigatório para certas empresas, “elaborar uma demonstração não financeira que contenha informações relativas, pelo menos, às questões ambientais, sociais e relacionadas com os trabalhadores, ao respeito dos direitos humanos, ao combate à corrupção e às tentativas de suborno.”. Assim, a Diretiva 2014/95/UE assume um papel fundamental no caminho para a prática do relato integrado. Do mesmo modo, a recente Diretiva 2022/2464 da União Europeia, publicada no dia 14 de Dezembro de 2022, também contribui para a crescente adoção voluntária do IR. Esta diretiva vem alterar as disposições legais relacionadas com o relato de sustentabilidade, nomeadamente a Diretiva 2014/95/UE. Assim, exige que as empresas passem a adotar um

formato eletrónico único de comunicação de informações, prescrevendo que o relatório de sustentabilidade deverá ser divulgado em conjunto com o relatório de gestão. Deste modo, a informação terá de ser fornecida obrigatoriamente como parte do relatório de gestão, o que ajudará a melhorar a integração das divulgações de sustentabilidade (não financeiras) e financeiras (PWC, 2022). Esta diretiva apenas terá impacto nas divulgações de relatórios de sustentabilidade a partir do dia 1 de Janeiro de 2024, mas reveste especial importância ser mencionada, uma vez que se pode assumir estar-se num caminho para a obrigatoriedade de elaboração de relatórios integrados na União Europeia.

Com a crescente disseminação e adesão voluntária ao *IR* (KPMG, 2020) vários estudos foram desenvolvidos em torno dos benefícios e impactos associados a esta prática. Após várias pesquisas literárias, concluiu-se que um dos principais temas abordados relaciona-se com o impacto do *IR* no custo de capital das empresas. Para estudar a relação do *IR* com o custo de capital próprio, Vitolla et al. (2020) investigaram o impacto da qualidade do relato integrado sobre esta variável, e concluíram que a publicação de relatórios integrados de elevada qualidade conduz a uma redução do custo do capital próprio, sublinhando a utilidade desta ferramenta para as empresas. Também o estudo de Zhou et al. (2017) permitiu concluir que o nível de alinhamento de uma empresa com o *international <IR> framework* está negativamente relacionado a erros de previsão de analistas e dispersão de previsão e leva a um menor custo de capital. Soerger Zaro et al. (2022), ao estudarem a relação entre a divulgação de relatórios integrados e o custo de capital próprio, verificaram que a relação inversa entre as duas variáveis é mais forte para empresas que operam em sistemas jurídicos mais “fortes”. Quanto à relação entre *IR* e o custo de capital alheio, Raimo et al. (2021) examinaram os benefícios financeiros da qualidade do relato integrado e o efeito sobre o custo da dívida das empresas europeias. Os resultados demonstraram que a disseminação de relatórios integrados de maior qualidade permite uma redução no custo de capital. Também Gerwanski (2020), ao examinar o efeito da preparação voluntária de um relatório integrado sobre o custo da dívida das empresas, verificou uma relação negativa entre as duas variáveis.

O estudo da presente dissertação, no seguimento dos estudos já desenvolvidos sobre a relação entre o *IR* e o custo de capital, pretende averiguar o efeito da publicação de relatórios integrados no custo de capital próprio e no custo de capital alheio das empresas pertencentes aos principais índices bolsistas de Portugal, Espanha e Itália. Essencialmente, pretende-se verificar se a relação negativa entre o *IR* e o custo de capital, se aplica para o

caso das empresas do PSI-20, IBEX-35 e FTSE MIB para o período temporal de 2018 a 2021. A escolha destes países passa pelo especial interesse na análise do estudo para Portugal e nas diferenças encontradas no nível de adoção do *IR* entre os 3 países, permitindo comparar os resultados de forma fundamentada. De facto, através dos dados recolhidos de vários estudos desenvolvidos e publicados pelas *BIG 4* (em concreto, PWC e KPMG) sobre o nível de adoção do *IR* nas várias geografias e também de literatura já existente, foi possível constatar diferenças no grau de adoção desta prática em Portugal, Espanha e Itália. Verificou-se que a Espanha, dos 3 países, foi pioneira na adoção do *IR*. Em Itália, a prática está a difundir-se gradualmente. Em Portugal os valores de adesão ainda são muito reduzidos (das 14 empresas seleccionadas para o estudo, apenas 4, no ano de 2021, publicaram relatórios integrados).

De modo a dar resposta ao estudo proposto, recorreu-se a uma metodologia de carácter quantitativo, em concreto a análise de regressão múltipla. As hipóteses formuladas permitiram testar qual a relação entre o *IR* e o CCP e o *IR* e o CCA para o período temporal de 2018 a 2021 para as empresas pertencentes à amostra seleccionada. Os resultados obtidos sugerem que, no caso CCP, a existência de relatórios integrados influencia negativamente o seu valor, indo de encontro à literatura existente. No caso do CCA, esta relação já não se verifica e, no estudo da presente dissertação, os resultados não permitem retirar conclusões significativas. Quanto às diferenças encontradas nas análises efetuadas separadamente para os 3 países, de modo a efetuar as comparações propostas, os resultados parecem ser justificados pelo nível de adoção da prática do *IR* em cada um dos países. As análises adicionais efetuadas para o caso do CCP, com o recurso a termos de interação (interação entre a variável RI e a variável país), apontam para a ideia de que em Espanha, a relação entre RI e CCP é positiva. Contudo, uma vez que nem todos os valores obtidos têm significância estatística, não é possível retirar conclusões tão taxativas.

O estudo proposto contribui para a literatura existente na medida em que não existem estudos sobre *IR* e o custo de capital que se foquem apenas nos países seleccionados e para o período escolhido, e ofereçam uma comparação aprofundada.

A presente dissertação está estruturada em 6 capítulos. O 1º e 2º capítulos são dedicados à introdução do estudo e enquadramento do tema. O 3º capítulo foca-se na revisão de literatura empírica relevante e no desenvolvimento das hipóteses de investigação. O 4º e 5º capítulos debruçam-se sobre a metodologia adotada e a análise dos resultados obtidos.

Por fim, no 6º capítulo, são apresentadas as respectivas conclusões assim como as limitações do estudo proposto e possíveis investigações futuras dentro da temática do *Integrated Reporting*.

2. Enquadramento do Tema

2.1. *Integrated Reporting*

Segundo Vitolla et al. (2020) o *IR* é uma nova ferramenta de reporte que tem ganho cada vez mais atenção nos últimos anos, tanto do ponto de vista académico como do ponto de vista profissional. Endenich et al. (2022) define-o como uma ferramenta que enfatiza a interconexão de informações financeiras e não financeiras e que as junta num único relatório, minimizando as dificuldades de análise e interpretação de informações por vezes desconectadas dos demais relatórios existentes (García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017).

A abordagem holística do *IR* para relatórios empresariais e o seu foco no futuro e na criação de valor sustentável distinguem-na das outras formas tradicionais de relato (de Villiers & Dimes, 2023). Para além disto, esta abordagem faz com que esta prática seja amplamente promovida como o próximo passo evolutivo na divulgação empresarial (Endenich et al., 2022).

Segundo de Villiers e Dimes (2023) o relato integrado é uma prática popular entre os praticantes, muitos dos quais o adotam voluntariamente e promovem os seus benefícios. Um estudo da KPMG realizado em 2020 permitiu concluir que cerca de 1 em cada 5 empresas rotula o seu relatório anual como “integrado”. Isto traduz-se numa taxa de adesão de 16% do N100 (grupo que inclui as 100 maiores empresas em cada um dos 52 países ou jurisdições selecionadas para o estudo em questão) e de 22% do G250 (grupo que inclui as 250 maiores empresas do ranking *Fortune Global* 500 de 2019). Segundo o mesmo estudo, o relatório integrado é mais comum em alguns países como a África do Sul, o Japão e a França.

Apesar da crescente adesão e popularidade desta nova forma de relato, ainda há um longo caminho a percorrer. Segundo a KPMG (2020) os relatórios de sustentabilidade, promovidos pela *Global Reporting Initiative* prevalecem como padrão global dominante para a divulgação de informações de carácter não financeiro, com uma adesão de 2/3 no N100 e de 3/4 no G250. Esta adesão é impulsionada por novas leis e regulamentos, mas também por uma crescente compreensão do setor financeiro do poder que as questões ambientais, sociais e de governança podem ter no desempenho financeiro e no valor de uma organização. Assim, os relatórios de sustentabilidade são agora quase universalmente adotados, o que significa que a pequena minoria de empresas que ainda não relata se encontra num desalinhamento com a prática global.

O estudo de de Villiers e Dimes (2023) analisa criticamente o futuro do relato integrado e assume que o mesmo é incerto. Por um lado, a pressão dos investidores pode levar a que divulgações mais detalhadas de sustentabilidade sejam favorecidas em relação à abordagem mais holística do *IR*. Por outro lado, os diferentes tipos de relatórios e organismos que existem em torno das questões de sustentabilidade pode fazer com que o *IR* se junte à longa lista de iniciativas de relatórios empresariais abandonadas. O estudo debate-se sobre as diferentes interpretações do propósito do relatório de sustentabilidade, se deverá estar mais alinhado com uma perspetiva ambientalista mais ampla, de acordo com o *GRI* ou mais focado no investidor, como promove o *ISSB*. Para os autores, não está claro onde o *IR* se enquadra nestas diferentes interpretações do relatório de sustentabilidade e existe o risco de ser marginalizada, a menos que possa, de alguma forma, fornecer algum terreno comum entre diferentes perspetivas de relatórios de sustentabilidade.

2.2. *International <IR> Framework*

De modo a uniformizar a comunicação integrada emitida pelas entidades que aderem obrigatória ou voluntariamente ao relato integrado, o *IIRC* propõe o *international <IR> framework*. Esta estrutura, desenvolvida em 2013 e revista em 2021, estabelece conceitos fundamentais, princípios orientadores e elementos de conteúdo que regem a preparação e apresentação de um relatório integrado.

Para a elaboração e apresentação de um relatório integrado é necessário ter em consideração os seguintes princípios orientadores:

- **Foco na estratégia e orientação para o futuro:** permitindo transmitir uma visão da estratégia da organização;
- **Conectividade da informação:** obtida através do pensamento integrado, onde se consegue inter-relacionar diversos fatores e operações que afetam a criação de valor;
- **Relações com partes interessadas:** mostrando de que forma responde aos seus interesses e necessidades;
- **Materialidade:** divulgando apenas questões que afetem, de maneira significativa, a criação de valor no curto, médio e longo prazo;
- **Concisão:** o relatório deverá ser conciso, eliminando informações menos relevantes;
- **Confiabilidade e completude:** deverá abranger todos os temas materiais, sejam de natureza positiva ou negativa;

- **Coerência e comparabilidade:** com o recurso a bases coerentes ao longo do tempo e que se tornem comparáveis com outras organizações.

Ao nível do conteúdo, um relatório integrado deverá conter informação para todos os seguintes pontos: visão geral organizacional e ambiente externo; governança; modelo de negócios; riscos e oportunidades; estratégia e alocação de recursos; desempenho; perspetivas; base de preparação e orientações gerais sobre relatórios.

Apesar da existência desta matriz para o relato integrado, e uma vez que a mesma não é de aplicação obrigatória, o *IIRC* alerta para o uso do rótulo de “relatório integrado” em relatórios que não tenham sido preparados em conformidade com o quadro do relato integrado. Caso isto subsista, esta designação aplicada a estes relatórios “não integrados” poderá enviar um sinal confuso e enganador ao mercado sobre o que realmente é a comunicação integrada. Segundo Zhou et al. (2017), a eficácia do relato integrado depende da qualidade do relatório e da correta adoção dos princípios prescritos. Neste sentido, segundo os autores, espera-se que os relatórios integrados mais alinhados com os princípios sejam mais úteis para os analistas. Para além disso, afirmam que o alinhamento melhorado a esta matriz está associado a uma subsequente redução do custo do capital próprio.

Para efeitos da presente dissertação, de modo a uniformizar a diversidade de relatórios publicados pelas empresas da amostra, só serão considerados relatórios integrados os que forem elaborados de acordo com a estrutura proposta pelo *IIRC*.

2.3. Adoção do *IR* em Portugal, Espanha e Itália

Com exceção da África do Sul, até ao momento, nenhum país determinou ou regulamentou a prática do *IR* (Muttakin et al., 2020). Contudo, este facto não invalida a adoção voluntária desta prática. Segundo a KPMG (2020) o *IR* tem sido amplamente adotado voluntariamente.

Uma vez que o estudo da presente dissertação pretende efetuar uma comparação entre os países da amostra seleccionada, é importante perceber, nesta fase, o estado do *IR* em Portugal, Espanha e Itália.

De acordo com o estudo da PWC publicado em 2013 intitulado de “*Las empresas del IBEX 35 avanzan hacia el reporting integrado*” (PWC, 2013), as empresas espanholas pertencentes ao IBEX-35 estavam, desde 2011, a avançar para a prática do *IR*. Posteriormente, a pesquisa da KPMG, divulgada em 2015, sobre *Corporate Responsibility Reporting*, apontava a Espanha como um dos países líderes na adesão do *IR*. Em 2017, apesar do modesto crescimento

global desta prática, registaram-se aumentos significativos no relato integrado em quatro países em particular, de entre os quais a Espanha (KPMG, 2017). Os estudos subsequentes da KPMG em 2020 e 2022 relacionados com estas temáticas, deixaram de indicar a Espanha como um dos principais países líderes na adoção do *IR*, dominando em 2020, a África do Sul, o Japão e a França e, em 2022, o Médio Oriente, a Ásia Pacífico e a América Latina.

Relativamente a Portugal e à Itália, contrariamente à Espanha, a prática do *IR* ainda não alcançou valores competitivos. Contudo, relativamente à Itália, o estudo de Borgato e Marchino (2021) afirma que a prática do *IR* está a difundir-se gradualmente.

Desta forma, de entre os 3 países, a Espanha é pioneira na adoção do *IR* seguindo-se a Itália e por fim Portugal que, de acordo com os dados recolhidos, das 14 empresas selecionadas para o estudo, apenas 4, em 2021, publicaram relatórios integrados.

3. Revisão de Literatura Empírica Relevante e Desenvolvimento de Hipóteses

3.1. Divulgação de Informação e Custo de Capital

A divulgação de informação, seja de carácter obrigatório ou voluntário, tem sido um tópico de discussão na literatura. Essencialmente procura-se perceber as motivações e as consequências de uma maior ou menor divulgação realizada por parte das empresas. Os dois tipos de divulgação distinguem-se pelo facto de a divulgação voluntária tender a partilhar informação adicional e complementar há exigida pela divulgação obrigatória.

Uma das principais questões que se coloca e se assume como verdadeira é que os benefícios superam os custos de divulgação e preparação desta informação. Neste ponto, a literatura apoia que um dos benefícios associados há divulgação de informação assume-se como um menor custo de capital (Botosan, 1997).

O custo de capital pode ser definido como a taxa de retorno esperada do investimento exigida pelos investidores, representando o melhor retorno esperado disponível sobre um investimento comparável oferecido no mercado (Jagannathan et al., 2017). Segundo García-Sánchez e Noguera-Gámez (2017), o custo de capital ocupa um lugar muito importante na tomada de decisões de gestão e de investimento e reflete os problemas de assimetria de informação. Os autores defendem que este facto leva a que investigadores e académicos estudem o papel da divulgação voluntária de informações na redução do custo de capital para mitigar esse problema de agência.

O custo de capital próprio de uma empresa é a taxa de rendibilidade exigida pelos investidores para deterem as suas ações. Reflete a perceção do investidor quanto ao risco associado aos fluxos de caixa futuros da empresa. Quanto maior (menor) for a perceção do risco, maior (menor) será o prémio de risco exigido e por conseguinte, mais elevado (mais baixo) será o custo do capital próprio (Hmaitane et al., 2019). Para o custo de capital alheio, a interpretação é similar, mas ao invés de dizer respeito aos detentores da empresa, como sócios ou acionistas, diz respeito a financiadores externos.

A literatura sugere que o custo de capital pode ser afetado pela redução da assimetria de informação entre empresa e investidores (Zhou et al., 2017). Assim, uma maior divulgação, seja obrigatória ou voluntária, poderá permitir reduzir o custo de capital das empresas.

Segundo o estudo de Botosan (1997), para empresas com um número de analistas financeiros relativamente baixo, um nível maior de divulgação está associado a um custo de

capital próprio mais baixo. Já para empresas com um elevado número de analistas, não se observa qualquer relação significativa entre o nível de divulgação e o custo de capital próprio. Para além disto, o estudo fornece algumas evidências sobre os tipos de divulgação que parecem desempenhar um papel importante na redução do custo do capital próprio. Para empresas com poucos seguidores analistas, a divulgação de informação prevista e de estatísticas não financeiras chave é particularmente importante, enquanto que para empresas com muitos seguidores analistas, a divulgação de informação histórica resumida é benéfica.

O estudo de Botosan e Plumlee (2002) encontrou evidências que a divulgação voluntária de relatórios anuais está negativamente associada ao custo de capital. Os autores verificaram que o custo de capital próprio diminui no nível de divulgação do relatório anual, mas aumenta no nível de divulgação atempada. Esta última conclusão, apesar de contrária à teoria, segundo os autores, é consistente com as alegações dos gestores de que maiores divulgações atempadas podem aumentar o custo do capital próprio, possivelmente através do aumento da volatilidade do preço das ações.

A divulgação de informação, como referido anteriormente, pode representar uma obrigação legal/normativa, como também pode representar uma opção voluntária. No que diz respeito ao conteúdo, é possível que sejam abordadas tanto questões de natureza financeira como de natureza não financeira.

Com a crescente atenção dada às questões da sustentabilidade, as empresas têm recebido uma pressão crescente das partes interessadas para adotar um comportamento sustentável e fornecer uma representação adequada das práticas de sustentabilidade (Raimo et al., 2021). Desta forma, a divulgação não financeira tem assumido um papel crucial levando alguns autores a estudarem os efeitos dessa divulgação.

O estudo de Raimo et al. (2021) analisou o efeito da divulgação *ESG* sobre o custo da dívida. Os resultados obtidos demonstraram que a divulgação de informações *ESG* com alto nível de transparência permite que as empresas reduzam o custo do financiamento da dívida. Segundo os autores, este efeito é atribuível à capacidade da divulgação *ESG* de permitir, por um lado, reduzir as assimetrias de informação existentes entre empresas e mutuantes e, por outro lado, de facilitar as instituições de crédito na avaliação do risco de incumprimento dos mutuários. Os resultados sugerem ainda que, o mercado, ao premiar as empresas com uma melhor divulgação *ESG*, desempenha um papel muito importante na motivação das empresas para implementar e melhorar a representação das práticas *ESG*.

Dhaliwal et al. (2011) examinaram um potencial benefício associado ao início da divulgação das atividades de *CSR*: uma redução no custo de capital próprio das empresas. Os autores concluíram que empresas com um alto custo de capital próprio no ano anterior tendem a iniciar a divulgação das atividades de *CSR* no ano atual e que as empresas que iniciam com desempenho superior de responsabilidade social desfrutam de uma redução subsequente no custo do capital próprio. Na mesma vertente, o estudo de Dhaliwal et al. (2014) concluiu que existe uma associação negativa entre a divulgação de *CSR* e o custo de capital próprio, sendo esta relação mais pronunciada nos países orientados para as partes interessadas. Para além disso, os autores encontraram evidências de que as divulgações financeiras e de *CSR* atuam como substitutas na redução do custo do capital próprio.

3.2. Relatórios Integrados e Custo de Capital

De acordo com Gerwanski (2020), a elaboração de um relatório integrado poderá ter associado uma consequente redução no custo de capital. Esta relação pode ser ocasionada pela simples adoção do relato integrado, pela qualidade do relato ou pelo nível de alinhamento com *international <IR> framework*, como iremos ver de seguida.

Zhou et al. (2017), através da premissa de que o custo de capital pode ser afetado pela redução da assimetria de informação, enumeram no seu estudo, 3 vias através das quais o relato integrado pode ajudar a reduzir a assimetria de informação e consequentemente o custo de capital:

- **1º Sinaliza a qualidade da empresa:** através do reporte integrado, as empresas sinalizam aos leitores que a sustentabilidade é parte integrante da conduta diária empresarial e que os riscos e oportunidades significativos são continuamente geridos.
- **2º Expande o conjunto de informações divulgadas pela empresa:** ao expandir o conjunto de informações divulgadas, de modo a incluir todos os fatores que contribuem para o valor da empresa, o *IR* permite economizar custos de pesquisa das partes interessadas, para além de destacar os vínculos entre todos os fatores de valor.
- **3º Reduz a incerteza na avaliação do desempenho da empresa:** os princípios do relato integrado enfatizam a divulgação da estratégia empresarial, do modelo de negócios da empresa e de informações prospetivas de modo a reduzir a incerteza em torno do desempenho de longo prazo da empresa.

3.2.1. Relatórios Integrados e Custo de Capital Próprio

Para estudar a relação entre relato integrado e o custo de capital próprio, o estudo Vitolla et al. (2020) investigou o impacto da qualidade do relato integrado sobre o CCP, destacando a importância primordial da qualidade para as empresas e investidores. A análise foi desenvolvida por meio de um modelo de regressão com uma amostra composta por 116 empresas internacionais (pertencentes a 9 setores diferentes e 5 continentes) que adotam esta ferramenta de reporte. Os resultados obtidos destacaram que a publicação de relatórios integrados de elevada qualidade conduz a uma redução do custo do capital próprio, sublinhando a utilidade desta ferramenta para as empresas. Assim, à luz do impacto negativo significativo no CCP, os autores assumem que os resultados têm importantes implicações ao nível da gestão, salientando que os gestores devem prestar mais atenção à divulgação e, em particular, devem aumentar a qualidade dos relatórios integrados. Contudo, o impacto da qualidade dos relatórios integrados, segundo os autores, é provavelmente um impacto indireto e estará ligado à capacidade desta ferramenta de reduzir as assimetrias de informação e atrair novos investidores de longo prazo. Posto isto, concluem que a qualidade do *IR* representa um meio para que as empresas mostrem aos investidores as interconexões existentes entre as diferentes áreas de negócio e os diferentes tipos de capitais e representem melhor a estratégia organizacional, os riscos, o modelo de negócio e o processo de criação de valor. Numa nota final, afirmam que para aumentar a qualidade dos relatórios integrados, os gestores devem garantir uma auditoria dos relatórios, preferencialmente elaborada por terceiros. Esta garantia, segundo os autores, reforçaria a credibilidade dos relatórios integrados. Sem esta garantia, as empresas correm o risco de que os relatórios integrados por elas elaborados sejam vistos como simples documentos de marketing ou de *greenwashing* (termo associado à prática exagerada ou enganosa no que se refere à divulgação ambiental).

O estudo de Zhou et al. (2017) permitiu concluir que o nível de alinhamento de uma empresa com *international <IR> framework* está negativamente relacionado a erros de previsão de analistas e dispersão de previsão e leva a um menor custo de capital. Através de uma amostra composta por 443 observações referentes aos períodos entre 2009 e 2012 das empresas cotadas na bolsa de valores de Joanesburgo, os autores demonstram que as informações contidas nos relatórios integrados são úteis para os analistas na formulação da previsão de ganhos uma vez que têm acesso a informações sobre a estratégia corporativa, modelo de negócios e informações orientadas para o futuro. Para além disto, concluem que,

a melhoria no nível de alinhamento dos relatórios integrados com a estrutura proposta pelo *IIRC*, está associada a uma subsequente redução no custo de capital próprio, estando consistente com a noção de que os investidores estão dispostos a aceitar uma taxa de retorno mais baixa como resultado da redução do risco de informação.

Soerger Zaro et al. (2022) estudaram a relação entre a divulgação de relatórios integrados e o custo de capital próprio e o impacto de um sistema jurídico eficaz nessa relação. A amostra selecionada foi composta por empresas que adotaram o *IR* voluntariamente a nível global, entre o ano de 2010 e 2017. Os autores esperavam uma diminuição no CCP decorrente da diminuição no risco percebido após a adoção do *IR*. Os resultados indicam que este tipo de divulgação está negativamente relacionada com o CCP e que esta relação é mais forte para empresas que operam em sistemas jurídicos mais “fortes”. O estudo fornece instruções para analistas e investidores no sentido em que deverão utilizar as informações do RI refletindo-as nas suas projeções ao nível dos fluxos de caixa.

3.2.2. Relatórios Integrados e Custo de Capital Alheio

Quanto à relação entre relato integrado e o custo de capital alheio, o estudo de Raimo et al. (2021) examinou os benefícios financeiros da qualidade do relato integrado e o efeito sobre o custo da dívida das empresas europeias. Os resultados demonstraram uma relação negativa entre a qualidade do relato integrado e o custo da dívida. Segundo este estudo, a divulgação de relatórios integrados de elevada qualidade permite fornecer informações incrementais no que diz respeito à divulgação financeira tradicional, o que conduz a uma redução da assimetria de informação, favorecendo a avaliação por parte dos credores.

Os autores afirmam que a literatura académica apoia claramente a capacidade de divulgação para reduzir o custo de capital. Isto acontece via 2 mecanismos: redução da assimetria de informação existente entre empresas e credores e melhor avaliação por parte dos credores. Para testar a hipótese “o custo da dívida é influenciado negativamente pela qualidade do relato integrado” o estudo utilizou um conjunto de 133 empresas europeias cotadas que adotaram o *IR* em 2017, 2018, 2019. Para medir o nível de qualidade dos relatórios integrados, os autores procederam a uma análise de conteúdo. Os resultados demonstraram que a disseminação de relatórios integrados de maior qualidade permite que as empresas alcancem uma redução no custo de capital. A par disto, os autores assumem que os importantes benefícios financeiros associados à qualidade do relato integrado, fazem do

mesmo uma ferramenta ideal capaz de cumprir as obrigações regulatórias impostas pela Diretiva Europeia 2014/95.

Na mesma linha de pensamento, Gerwanski (2020) examinou o efeito da preparação voluntária de um relatório integrado sobre o custo da dívida das empresas. Através de uma amostra composta por 834 empresas europeias, com observações referentes aos anos entre 2015 e 2017, verificou que o relato integrado diminuiu significativamente o custo da dívida das empresas. Segundo o autor, as divulgações voluntárias e a transparência dos relatórios servem como um mecanismo de caução que reduz os custos de monitorização dos credores, atenua os conflitos de interesses decorrentes de diferenças estruturais e pode levar a administração a evitar ações prejudiciais para os credores.

Noutro ponto, de modo a investigar a interação entre relatório integrado e mercado de capitais, o estudo de Flores et al. (2019) concluiu que a adoção do relato integrado melhora a capacidade dos analistas de fazer previsões precisas de ganhos. A par com esta análise, examinou-se se o impacto nas previsões dos analistas era superior na Europa Continental, onde predomina um regime de governança baseado em *stakeholders* ou na América do Norte, com um regime de governança baseado em acionistas. Nesta análise complementar, os autores admitem que o regime de governança tem impacto direto na forma como os analistas interpretam a natureza do *IR*: por um lado, os analistas podem ver o *IR* como uma ferramenta de melhor previsão do desempenho financeiro futuro de uma empresa, por outro lado, podem encarar o *IR* como direcionado principalmente para a divulgação de informações aos *stakeholders*, da mesma forma que os relatórios de sustentabilidades. A amostra da análise empírica foi composta com 4094 observações, 614 empresas de 19 países diferentes no período de 2009 a 2016. As evidências empíricas mostraram que a publicação de *IR* está positivamente relacionada à capacidade dos analistas de prever ganhos futuros, sendo esta superior na América do Norte face à Europa.

3.3. Desenvolvimento de Hipóteses de Investigação

O estudo da presente dissertação pretende analisar o impacto do relato integrado no custo do capital próprio e no custo do capital alheio das empresas pertencentes aos principais índices bolsistas de Portugal, Espanha e Itália. A escolha destes países passa pelo especial interesse na análise do estudo para Portugal e nas diferenças encontradas no nível de adoção do *IR* entre os 3 países, permitindo comparar os resultados de forma fundamentada.

Para além do motivo anterior, embora existam estudos sobre o *IR* (e.g. García-Sánchez et al., 2013) e sobre o seu impacto no custo do capital (García-Sánchez e Noguera-Gámez, 2017) que incluem nas amostras seleccionadas empresas destes países, não existem estudos sobre *IR* e custo do capital que se foquem apenas nestes países e ofereçam uma comparação aprofundada. De acrescentar ainda que, as observações recolhidas correspondem aos anos de 2018, 2019, 2020 e 2021 permitindo, por esta via, atualizar resultados obtidos noutros estudos.

Conforme descrito na secção anterior, verifica-se evidência na literatura de que existe uma relação negativa entre o *IR* e o CCP. Os resultados do estudo de García-Sánchez e Noguera-Gámez (2017) confirmam esta relação ao analisar o efeito que a divulgação de informações integradas têm sobre o custo de capital próprio. Concluiu-se essencialmente que é a precisão da divulgação integrada de informações que reduz o custo de capital e não a quantidade de informações divulgadas em diferentes relatórios.

Assim, tendo em consideração os resultados dos estudos já mencionados, formulou-se a primeira hipótese de investigação deste estudo:

H1: A divulgação de relatórios integrados tem um impacto negativo no custo de capital próprio das empresas.

No que concerne à relação entre o *IR* e o CCA, a literatura também apresenta evidências de uma relação negativa entre as duas variáveis. O estudo de Muttakin et al. (2020) ao examinar se o *IR* está associado ao custo da dívida, constatou que as empresas que publicam relatórios integrados tendem a ter um custo de endividamento menor do que aquelas que não publicam. Os resultados sugerem que os relatórios integrados fornecem informações incrementais de valor para o mercado de dívida face aos relatórios financeiros.

Decorrente das conclusões dos estudos apresentados, desenvolveu-se a segunda hipótese de investigação deste estudo:

H2: A divulgação de relatórios integrados tem um impacto negativo no custo de capital alheio das empresas.

4. Metodologia

O presente capítulo destina-se à apresentação de todo o processo empírico realizado a fim de se conseguir obter resposta à questão do impacto da publicação de relatórios integrados no custo de capital próprio e no custo de capital alheio das empresas. Assim, nos segmentos subsequentes discrimina-se cada passo metodológico, ou seja: a seleção da amostra, a recolha e o tratamento dos dados, a definição das variáveis e dos modelos para testar as duas hipóteses de investigação desenvolvidas.

4.1. Amostra e Recolha de Dados

A amostra deste estudo é composta pelas empresas pertencentes ao principal índice bolsista dos seguintes países: Portugal (PSI-20), Espanha (IBEX-35) e Itália (FTSE MIB). Os dados relativos à composição dos 3 índices mencionados foram extraídos do site *Investing.com* - O Portal Líder Financeiro.

As fontes de recolha para a obtenção dos dados financeiros necessários foram as bases de dados *Refinitiv* (a principal), *Sabi* e *Orbis*. Para a recolha dos dados relacionados com a publicação de relatórios integrados, foi realizada uma pesquisa via *Web* por entidade e por ano de divulgação, nos sites disponibilizados pelas empresas. De modo a simplificar e uniformizar a tipologia de relatórios existentes, para efeitos desta dissertação, apenas se considerou como relatórios integrados os que seguiam a estrutura proposta pelo *International Integrated Reporting Council*.

Tendo por base estes pressupostos e após a exclusão das empresas para as quais não foi possível recolher todos os dados necessários, a amostra final é composta por 328 observações para um período temporal de 2018 a 2021. Do total das observações, 17% são referentes a empresas portuguesas e os restantes 83% equitativamente referentes a empresas espanholas e italianas.

4.2. Variáveis

4.2.1. Variável Independente e Variáveis Dependentes

Tendo em consideração que se pretende averiguar o impacto da divulgação de relatórios integrados no custo de capital (próprio e alheio), a variável independente do

presente estudo é a existência de relatórios integrados e as variáveis dependentes são o custo de capital próprio e o custo de capital alheio.

Para a variável independente, relato integrado, foi introduzida uma variável dummy, que assumiu o valor de 1, caso a empresa apresentasse relatório integrado, ou valor 0, caso contrário.

Para as variáveis dependentes, numa primeira instância, foram reunidas e analisadas as fórmulas de cálculo utilizadas nos estudos sobre a relação entre o relato integrado e o CCP e o CCA. Vitolla et al. (2020), assim como Zhou et al. (2017), para estudar a relação entre relato integrado e o custo de capital próprio, utilizaram o método do rácio *PEG* para calcular o CCP. Easton (2004), citado por Vitolla et al. (2020), sugere que o método do rácio *PEG* é particularmente recomendado quando o tema do estudo é a relação entre a divulgação financeira e não financeira e o custo do capital próprio. Raimo et al. (2021) para estudar a relação entre relato integrado e o custo de capital alheio, utilizaram o custo médio líquido ponderado anual da dívida seguindo a estimativa da base de dados *Bloomberg* (medida amplamente utilizada na literatura académica) para obter o custo do capital alheio. Já para o estudo de Gerwanski (2020) o custo da dívida foi derivado da *Thomson Reuters StarMine Analytics*.

Nesta dissertação, para o cálculo da variável dependente relativa ao custo de capital próprio, utilizou-se o modelo *CAPM*, tal como Soerger Zaro et al. (2022), uma vez que se considerou ser o método que viabilizava de maneira mais eficaz a recolha de todos os dados necessários.

O modelo *CAPM* assume a seguinte fórmula:

$$r_{CCP} = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

r_{CCP} = Custo de Capital Próprio

r_f = Taxa de Juro Isenta de Risco

β = Beta da Empresa

$r_M - r_f$ = Prémio de Risco do Mercado

Para a utilização deste modelo, foram assumidos os seguintes pressupostos: para a taxa de juro isenta de risco, recorreu-se à média anual das obrigações do tesouro de cada país a 10 anos para os anos em análise através do site *investing.com*; o beta de cada empresa foi retirado da base de dados *Refinitiv* para cada ano em análise; o prémio de risco de mercado foi retirado da base de dados Damodaran através do “*Equity Risk Premium*” para cada um dos países em análise tal como efetuado por AlKhouri e Suwaidan (2023).

Para a variável dependente relativa ao custo de capital alheio, os valores foram retirados da base de dados *Refinitiv*, assumindo os valores da “*Wacc Long Term Debt Cost (%)*”, que por definição representa “*Cost of long term debt. It represents the marginal cost to the company of issuing new long-term debt now and uses the 10-year yield point on the appropriate credit curve.*”. O método de quantificação do custo de capital alheio escolhido foi condicionado pelas opções disponibilizadas na base de dados selecionada para obtenção de todos os dados necessários à execução deste trabalho.

4.2.2. Variáveis de Controlo

Com base em diversos estudos teóricos e empíricos anteriores, foram assumidas 5 variáveis de controlo que são consideradas importantes quando relacionadas com o custo de capital próprio e o custo de capital alheio. Assim, na presente dissertação foram utilizadas as seguintes variáveis de controlo: dimensão da empresa (*SIZE*), retorno sobre os ativos (*ROA*), *market-to-book ratio* (*MTB*), alavancagem (*LEV*) e setor/indústria.

Dimensão da Empresa (*SIZE*)

Segundo Graham et al. (2008), empresas de maior dimensão, através de menores assimetrias de informação e menores custos de controlo, têm um acesso mais fácil ao financiamento externo. Deste modo, o autor defende que quanto maior a dimensão de uma empresa, mais favoráveis poderão ser as condições contratualizadas nos empréstimos obtidos. Este facto caracteriza uma relação negativa entre a dimensão e o custo de capital alheio das empresas, o que é defendido também por Eliwa et al. (2021) e Raimo et al. (2021). Por sua vez Botosan (1997) afirma que o custo de capital próprio das empresas diminui com a dimensão das mesmas. Empresas de maior dimensão tendem a divulgar mais informações o que implica uma maior transparência, reduzindo assimetrias de informação e aumentando a confiança dos investidores. Este facto pode culminar num custo de capital próprio mais

baixo. Desta forma, espera-se também uma relação negativa entre a dimensão e o custo de capital próprio das empresas.

Para medir esta variável de controlo foi utilizado o logaritmo natural dos ativos totais tal como efetuado por Gerwanski (2020). Os dados foram retirados diretamente da base de dados *Refinitiv*.

Retorno sobre os Ativos (*ROA*)

De acordo com Graham et al. (2008), empresas lucrativas geralmente têm baixo risco de incumprimento e, portanto, acedem a empréstimos com um custo menor. Por outro lado, o estudo de García-Sánchez e Noguera-Gámez (2017), indica que empresas mais lucrativas divulgam mais informações, tendo menos problemas de assimetria de informação, levando a um menor custo de capital próprio.

Assim, espera-se uma relação negativa entre a rentabilidade dos ativos e o CCP e CCA. Os dados relativos a esta variável de controlo foram retirados da base de dados *Orbis* que utiliza a seguinte fórmula para o cálculo do *ROA*:

$$ROA = \frac{Net\ income}{Total\ assets}$$

Market to book ratio (*MTB*)

Este rácio traduz a relação entre o valor de uma empresa no mercado e o seu valor registado contabilisticamente (Muttakin et al., 2020). Salvi et al. (2020) e Vitolla et al. (2020), (apoiados no estudos de Fama and French (1993), Fama and French (1995) e Fama and French (2004)) , defendem uma relação negativa entre este rácio e o custo de capital. Segundo os autores, os investidores tendem a subvalorizar as empresas com baixo *MTB* e, como resultado, tendem a exigir um retorno maior.

$$Market\ to\ Book\ Ratio = \frac{Valor\ de\ Mercado\ da\ Empresa}{Valor\ Contabilístico\ da\ Empresa}$$

Alavancagem (*LEV*)

Este rácio traduz a relação entre o Passivo Total e o Capital Próprio. A literatura assume uma relação positiva entre este rácio e o CCP (Dhaliwal et al., 2014) e o CCA. Segundo Zhu (2014), o nível de endividamento está positivamente relacionado com o risco de incumprimento. Assim, empresas com maior alavancagem sofrem de obrigações de dívida mais pesadas associadas a um risco de incumprimento mais elevado.

$$\text{Alavancagem} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Capital Próprio}}$$

Indústria

A variável de controlo indústria é também comumente utilizada neste tipo de estudos uma vez que o tipo de indústria pode influenciar a perceção das partes interessadas (Branco et al., 2018). Assim, para a utilização desta variável, seguiu-se o modelo utilizado por Branco et al. (2018), que agrupa as empresas em estudo em dois grupos industriais de acordo com o impacto do setor nas partes interessadas: baixo ou médio/alto impacto.

Assim, para a utilização deste modelo, foi necessário considerar uma variável dummy que assumiu o valor de 1 caso se tratasse de uma indústria de maior impacto ou o valor de 0 caso se tratasse de uma indústria de menor impacto:

A composição dos grupos por indústria, tendo em conta o impacto nas partes interessadas, é definida da seguinte forma:

Indústrias de maior impacto: agricultura; automóvel; aviação; produtos químicos; construção e materiais de construção; bens de consumo duradouros; energia e serviços de energia; equipamentos; produtos alimentares e bebidas; produtos florestais e de papel; produtos metálicos; minas; caminhos de ferro; retalhistas; tabaco; gestão de resíduos; serviços de abastecimento de água. Neste grupo foram agrupadas 46 empresas.

Indústrias de menor impacto: serviços comerciais; computadores; serviços financeiros; produtos e serviços de saúde; produtos domésticos e pessoais; logística; media; imobiliário; tecnologia/hardware; telecomunicações; têxteis e vestuário; turismo/lazer. Neste grupo foram agrupadas 36 empresas.

4.3. Modelo

Nesta fase, e tendo em consideração as variáveis definidas e os pressupostos assumidos, passamos à definição dos modelos de regressão a serem utilizados para testar o impacto da publicação de relatórios integrados no CCP e no CCA.

Uma vez que se pretende testar a relação entre o *IR* e o CCP e o CCA, serão definidos e apresentados de seguida dois modelos. Para o tratamento dos dados recorreu-se ao programa *SPSS*.

Modelo 1: Influência da publicação de relatórios integrados no CCP

De modo a testar a primeira hipótese de investigação, que refere que a divulgação de relatórios integrados tem um impacto negativo no custo de capital próprio das empresas, foi desenvolvido o Modelo 1. Este modelo irá ser utilizado para testar a amostra total como também as amostras separadas dos 3 países em análise de modo que se proceda às respetivas comparações. Para o estudo ser efetuado, foram adicionadas variáveis dummies para controlar os efeitos dos anos e também para o país. Foram também adicionadas as variáveis de controlo atrás mencionadas. Desta forma, a equação que permite testar a primeira hipótese de investigação é a que se segue:

$$r_{CCP} = \alpha + \beta_1 * RI + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * ROA + \beta_4 * MARKET\ TO\ BOOK + \\ + \beta_4 * LEVERAGE + \beta_5 * INDÚSTRIA + \mu$$

Modelo 2: Influência da publicação de relatórios integrados no CCA

De modo a testar a segunda hipótese de investigação, que refere que a divulgação de relatórios integrados tem um impacto negativo no custo de capital alheio das empresas, foi desenvolvido o Modelo 2. Este modelo foi desenvolvido à semelhança do Modelo 1, e irá ser utilizado para testar a amostra total como também as amostras separadas dos 3 países em análise de modo que se proceda às respetivas comparações. Desta forma, a equação que permite testar a segunda hipótese de investigação é a que se segue:

$$r_{CCA} = \alpha + \beta_1 * RI + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * ROA + \beta_4 * MARKET\ TO\ BOOK + \\ + \beta_4 * LEVERAGE + \beta_5 * INDÚSTRIA + \mu$$

5. Análise dos Resultados

5.1. Análise Estatística Descritiva

Para dar início à análise dos resultados do estudo proposto, o ponto de partida é a análise da estatística descritiva. O objetivo passa por examinar e descrever as características gerais das diversas variáveis em estudo, conseguindo assim identificar padrões e tendências da amostra selecionada. A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva referente à amostra total. De seguida, será apresentada a estatística descritiva referente a cada país/índice em análise.

Tabela 1 – Estatística Descritiva: Amostra Total

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
CCP	328	1,050	19,980	8,632	3,582
CCA	328	0,000	0,090	0,019	0,015
SIZE	328	19,930	28,240	23,916	1,705
ROA	328	-22,880	20,890	2,820	4,736
MTB	328	0,160	20,880	2,450	2,776
LEV	328	0,190	352,720	7,101	20,276
Observações	328				

Fonte: Elaboração própria

Com base na Tabela 1 é possível verificar que, em média, o valor do CCP é de 8,632% e o valor do CCA é de 0,019%. O valor máximo atingido pelo CCP é de 19,980% e o mínimo é de 1,050%. Para o CCA, o valor máximo é de 0,090% e o valor mínimo de 0,00%. Assim, verifica-se que, em média, as empresas da amostra, estão expostas a um CCP superior ao CCA. Em relação à variável de controlo *SIZE*, verifica-se uma baixa dispersão dos valores em relação à média e uma diferença pouco expressiva entre o máximo e o mínimo registado. Estes resultados decorrem da utilização desta variável na sua forma logaritmizada. Relativamente ao *ROA*, verifica-se uma maior dispersão dos valores em relação à média. Os valores obtidos mostram que, em média, as empresas estão a gerar um lucro de, aproximadamente, 3% dos seus ativos. Para o *MTB* o valor médio de 2,450 demonstra que, de forma geral, o valor de mercado das empresas é superior ao seu valor contabilístico. Por último, o *LEV*, que é a variável que apresenta maior dispersão de valores (com um desvio padrão de 20,276) assume o valor mínimo de 0,190 e um valor máximo de 352,72. O valor médio desta variável de 7,101 aponta para que grande parte da amostra seja financiada maioritariamente por capitais alheios.

Tabela 2 – Estatística Descritiva: Portugal (PSI-20)

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
CCP	56	3,400	19,370	9,326	3,708
CCA	56	0,002	0,092	0,021	0,018
SIZE	56	20,830	25,380	22,747	1,209
ROA	56	-4,410	13,030	3,138	2,861
MTB	56	0,250	5,170	1,826	1,098
LEV	56	0,730	352,720	10,971	46,898
Observações	56				

Fonte: Elaboração própria

Tabela 3 – Estatística Descritiva: Espanha (IBEX-35)

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
CCP	136	1,050	17,410	7,643	3,343
CCA	136	0,000	0,069	0,019	0,015
SIZE	136	19,930	28,240	24,093	1,724
ROA	136	-22,880	20,890	2,416	5,092
MTB	136	0,160	13,460	2,408	2,333
LEV	136	0,400	39,670	5,720	6,398
Observações	136				

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4 – Estatística Descritiva: Itália (FTSE MIB)

Estatística Descritiva - Itália (FTSE MIB)					
	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
CCP	136	1,970	19,980	9,336	3,552
CCA	136	0,000	0,081	0,018	0,014
SIZE	136	21,350	27,830	24,221	1,666
ROA	136	-21,370	20,450	3,093	4,978
MTB	136	0,230	20,880	2,748	3,533
LEV	136	0,190	31,880	6,887	7,116
Observações	136				

Fonte: Elaboração própria

Analisando as 3 Tabelas acima que apresentam, individualmente, a estatística descritiva para as empresas do PSI-20, IBEX-35 e FTSE MIB, é possível retirar as seguintes conclusões comparativas: o CCP é, em média, mais elevado nas empresas italianas e o CCA é, em média, mais elevado nas empresas portuguesas. Apesar disto, os valores médios nas duas variáveis não apresentam grandes disparidades entre os países. Os valores assumidos pela variável *SIZE*, permitem aferir que, em média, as empresas espanholas e italianas são maiores que as empresas portuguesas. No que concerne ao *ROA*, verifica-se que as empresas espanholas estão a gerar um lucro de 2,146% dos seus ativos, valor inferior ao gerado pelas

empresas portuguesas e italianas, (3,138% e 3,093%, respetivamente). Com um valor de 2,748% assumido pelo rácio *MTB*, em geral, as empresas italianas são mais valorizadas pelo mercado face ao seu valor contabilístico. Segue-se a Espanha com 2,408% e Portugal com 1,826%. Relativamente ao *LEV*, Portugal é o país que apresenta uma maior dispersão de valores, com um valor mínimo de 0,730 e um valor máximo de 352,72. Em média, é também o país com o valor mais elevado, sendo este de 10,971, seguindo-se a Itália com 6,887 e a Espanha com 5,720.

Em relação às variáveis dummies, uma vez não ser adequado o cálculo da média, mediana, desvio padrão, máximo e mínimo para as mesmas, efetuaram-se as seguintes análises independentes.

Para a variável Relato Integrado foi efetuada a análise apresentada pela Tabela 5:

Tabela 5 – Número de Relatórios Integrados e % no Total

	2018	%	2019	%	2020	%	2021	%
Portugal (PSI-20)	2	14%	2	14%	2	14%	4	29%
Espanha (IBEX-35)	18	53%	18	53%	19	56%	21	62%
Itália (FTSE MIB)	8	24%	8	24%	11	32%	13	38%
Total	28	34%	28	34%	32	39%	38	46%

Fonte: Elaboração própria

Os valores apresentados vão de encontro aos diferentes “estágios” de adoção da prática do *IR* nos 3 países. Tal como esperado, a Espanha é o país onde se verifica uma maior adesão a este modelo sendo que, em todos os anos da amostra, mais de metade das empresas selecionadas publicaram relatórios integrados. Segue-se a Itália, que apesar de apresentar um valor menos expressivo que a Espanha, caminha, progressivamente, para valores de adesão próximos dos 50 %. Por último, Portugal, o país da amostra onde a prática do relato integrado ainda tem pouca adesão. Verifica-se que em 2018, 2019 e 2020 apenas 2 empresas das 14 selecionadas publicaram este tipo de relatórios. Em 2021 este valor passa para 4, mas apesar do aumento, continua apenas a representar 29% da amostra.

Apesar das disparidades entre países, de uma forma geral, observa-se uma evolução progressiva no período selecionado, tendo atingido um valor de adesão de 46% no último ano, com 38 das empresas da amostra a publicarem relatórios integrados.

Para a variável Indústria, foi realizada a seguinte análise apresentada na Tabela 6:

Tabela 6 – Indústrias de Maior Impacto

	Nº observações	% no total
Portugal (PSI-20)	11	79%
Espanha (IBEX-35)	18	53%
Itália (FTSE MIB)	17	50%
Total	46	56%

Fonte: Elaboração própria

Os resultados indicam que mais de metade das empresas da amostra são indústrias de maior impacto (56%), sendo que Portugal é o país com maior representatividade nestes resultados (79%), seguindo-se a Espanha (53%) e por fim a Itália (50%).

5.2. Análise de Correlações

Neste ponto segue-se a análise da correlação das variáveis incluídas nos modelos desenvolvidos. Esta análise torna-se útil para avaliar o grau de relacionamento entre as variáveis. Deste modo, as tabelas que se seguem apresentam a matriz de correlação de Pearson para a amostra total e para as amostras por índice.

Tabela 7 – Matriz de Correlação de Pearson: Amostra Total

	CCP	CCA	RI	SIZE	ROA	MTB	LEV
CCP							
CCA	0,202***						
RI	-0,140**	0,037					
SIZE	0,373***	-0,129**	0,145***				
ROA	-0,311***	-0,203***	-0,116**	-0,357***			
MTB	-0,308***	-0,086	-0,174***	-0,425***	0,343***		
LEV	0,214	0,046	-0,027	0,077	-0,145	-0,032	

* Nível de Significância de 10%; ** Nível de Significância de 5%; *** Nível de Significância de 1%

Fonte: Elaboração própria

Iniciando a análise pela matriz de correlação de Pearson para a amostra total, é possível observar que a relação entre RI e CCP é negativa e estatisticamente significativa, o que vai de encontro com a literatura existente. Contrariamente, a relação entre RI e CCA é positiva, mas não tem significado estatístico. Para as restantes variáveis, a relação entre a variável de controlo *SIZE* e CCP, é contrária ao expectável, sendo a mesma positiva e estatisticamente significativa. A relação entre a variável de controlo *MTB* e CCA apesar de negativa, não tem significado estatístico. As relações entre a variável *LEV* e o CCP e o CCA, apesar de positivas, não conferem significado estatístico. Todas as restantes relações entre

variáveis de controlo e variáveis dependentes, para além de seguirem o esperado, são estatisticamente significativas.

No que concerne a problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, uma vez que não se observam índices de correlação com valor superior a 0,425, conclui-se que não existem problemas de multicolinearidade.

Tabela 8 – Matriz de Correlação de Pearson: Portugal (PSI-20)

Variáveis	CCP	CCA	RI	SIZE	ROA	MTB	LEV
CCP							
CCA	0,362***						
RI	-0,237*	0,099					
SIZE	0,215	-0,065	-0,088				
ROA	-0,123	-0,248*	-0,185	-0,569***			
MTB	-0,371***	-0,240*	0,216	-0,431***	0,355***		
LEV	0,206	0,103	-0,031	-0,151	-0,098	0,087	

* Nível de Significância de 10%; ** Nível de Significância de 5%; *** Nível de Significância de 1%

Fonte: Elaboração própria

A matriz de correlação de Pearson para as empresas do PSI-20 mostra que a relação entre RI e CCP é negativa e estatisticamente significativa, indo de encontro com a literatura existente. Já a relação entre RI e CCA, é positiva, mas sem significado estatístico. Para as restantes variáveis, a relação entre a variável de controlo *SIZE* e CCP, é contrária ao expectável, sendo positiva, mas sem significado estatístico. A relação entre *SIZE* e CCA, apesar de negativa, não tem significado estatístico. Para as relações entre *ROA* e CCP e CCA, as duas seguem o expectável, sendo negativas. No entanto, a relação entre *ROA* e CCP não tem significado estatístico. Para o *MTB* e as relações estabelecidas entre CCP e CCA, ambas seguem o esperado e são estatisticamente significativas, ao passo que as relações estabelecidas entre a variável *LEV* e CCP e CCA, apesar de positivas, não têm significado estatístico.

No que concerne a problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, uma vez que não se observam índices de correlação com valor superior a 0,569, conclui-se que não existem problemas de multicolinearidade.

Tabela 9 – Matriz de Correlação de Pearson: Espanha (IBEX-35)

Variáveis	CCP	CCA	RI	SIZE	ROA	MTB	LEV
CCP							
CCA	0,135						
RI	-0,025	0,096					
SIZE	0,431***	-0,289***	-0,002				
ROA	-0,402***	-0,174**	-0,071	-0,223***			
MTB	-0,247***	0,126	-0,190**	-0,511***	0,151*		
LEV	0,486***	0,009	-0,092	0,499***	-0,401***	-0,08	

* Nível de Significância de 10%; ** Nível de Significância de 5%; *** Nível de Significância de 1%

Fonte: Elaboração própria

Para as empresas pertencentes ao IBEX-35, a Tabela 9 mostra que a relação entre RI e CCP é negativa e a relação entre RI e CCA é positiva, contudo ambas não conferem significado estatístico. Contrário ao expectável, apresenta-se a relação entre a variável de controlo *SIZE* e CCP, que é positiva e estatisticamente significativa, e *MTB* e CCA, que é positiva, mas sem significado estatístico. A relação entre a variável *LEV* e o CCA, apesar de positiva, como esperado, não tem significado estatístico. Todas as restantes relações entre as variáveis de controlo e as variáveis dependentes, para além de seguirem o esperado, são estatisticamente significativas.

No que concerne a problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, uma vez que não se observam índices de correlação com valor superior a 0,511, conclui-se que não existem problemas de multicolinearidade.

Tabela 10 – Matriz de Correlação de Pearson: Itália (FTSE MIB)

Variáveis	CCP	CCA	RI	SIZE	ROA	MTB	LEV
CCP							
CCA	0,202**						
RI	-0,100	-0,037					
SIZE	0,495***	0,071	0,269***				
ROA	-0,345***	-0,243***	-0,122	-0,492***			
MTB	-0,394***	-0,219*	-0,248***	-0,505***	0,493***		
LEV	0,409***	-0,054	0,111	0,557***	-0,460***	-0,161*	

* Nível de Significância de 10%; ** Nível de Significância de 5%; *** Nível de Significância de 1%

Fonte: Elaboração própria

Por último, a matriz de correlação de Pearson para as empresas italianas mostra que a relação entre RI e CCP e RI e CCA são negativas, mas sem significado estatístico. Para as restantes variáveis verifica-se que a relação entre *SIZE* e CCP é positiva e estatisticamente significativa e entre *SIZE* e CCA é positiva, mas sem significado estatístico. Também a relação entre *LEV* e CCA é contrária ao esperado, sendo negativa, mas sem

significado estatístico. Todas as restantes relações entre as variáveis de controlo e as variáveis dependentes, para além de seguirem o esperado, são estatisticamente significativas.

No que concerne a problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, uma vez que não se observam índices de correlação com valor superior a 0,557, conclui-se que não existem problemas de multicolinearidade.

5.3. Análise da Regressão

Neste ponto serão analisados os resultados dos testes de regressão múltipla através do método dos mínimos quadrados ordinários. Serão efetuadas análises tendo por base a amostra total e também as amostras separadas (por índice) para cada um dos modelos.

Tal como referido anteriormente, o Modelo 1 (M1) pretende testar a primeira hipótese de investigação e o Modelo 2 (M2) a segunda hipótese de investigação.

As tabelas 11 e 12 apresentam os resultados obtidos relativamente aos Modelos 1 e 2 tendo em conta a amostra total e as amostras separadas (por índice), respetivamente.

Tabela 11 – Resultados da Regressão Relativos ao M1 e ao M2 – Amostra Total

Variáveis	Amostra Total	
	Regressão Modelo 1: CCP	Regressão Modelo 2: CCA
	B	B
Constante	-5,687*	0,089***
Y19	0,611	-0,015***
Y20	-1,407***	-0,017***
Y21	-1,785***	-0,013***
RI	-0,998***	0,001
SIZE	0,634***	-0,002***
ROA	-0,152***	-0,001***
MTB	-0,142**	0,000
LEV	0,026***	0,000
IND	-0,448	-0,001
PT	2,207***	0,000
IT	1,514***	0,000
R ²	0,391	0,289
R ² ajustado	0,370	0,264
Observações	328	328
* Nível de Significância de 10%		
** Nível de Significância de 5%		
*** Nível de Significância de 1%		

Fonte: Elaboração própria

Relativamente aos dados da Tabela 11, numa primeira análise importa observar os valores dos R^2 e R^2 ajustados obtidos para os dois modelos. Os valores dos R^2 de 0,391 e 0,289, para o M1 e M2 (respetivamente) indicam que as variáveis independentes escolhidas justificam, no primeiro modelo, 39,10% da variação total da variável dependente (CCP) e, no segundo modelo, 28,90% da variação total da variável dependente (CCA). Desta forma, é possível concluir que o M1 tem uma capacidade explicativa superior ao M2. Os valores dos R^2 ajustados de 0,370 e 0,264 (M1 e M2, respetivamente) indicam que ainda existe uma parte significativa da variável dependente não explicada pelo modelo. Conclui-se assim que os modelos selecionados explicam razoavelmente parte da variação da variável dependente, havendo espaço para melhorias e inclusão de novas variáveis.

De seguida, com base nos resultados apresentados, para o M1, conclui-se que o relato integrado tem uma relação inversa com o CCP, uma vez que se espera uma diminuição média de 0,998 unidades no CCP com o aumento de relatórios integrados. Para além disso, estes valores são estatisticamente significativos. Assim, os resultados obtidos suportam a primeira hipótese investigação. Contrariamente, os resultados para o M2 sugerem que, com base nos dados e análise realizada, a publicação de relatórios integrados não tem um efeito prático sobre o custo de capital alheio. A relação estabelecida entre as duas variáveis é muito fraca ($B = 0,0001$) e não é estatisticamente significativa. Desta forma, os resultados obtidos não permitem suportar a segunda hipótese de investigação. Estes resultados poderão estar relacionados com o método de quantificação do custo de capital alheio escolhido. De facto, do que se pôde apurar, não se encontraram estudos sobre a relação entre o CCA e RI que utilizassem o mesmo método e que, através dos métodos selecionados, tivessem chegado a resultados inconclusivos.

Em relação à variável ano, para o M1, conseguimos desde logo identificar dois efeitos distintos: um efeito positivo em 2019 e um efeito negativo em 2020 e 2021. Para 2019, o valor de 0,611 sugere que, quando a publicação de relatórios integrados aumenta em 1 unidade, espera-se que o CCP aumente em 0,611 unidades, em comparação com o ano de 2018. Para 2020 e 2021, os valores de -1,407 e -1,785, respetivamente, indicam que quando a publicação de relatórios integrados aumenta em 1 unidade, espera-se que o CCP diminua em 1,407 e 1,785 unidades, em comparação com o ano de 2018. Já para o M2 não se verificam os efeitos distintos identificados no modelo anterior, sendo que em comparação com 2018, em 2019, 2020 e 2021 por cada relatório integrado publicado o CCA diminuiu em 0,015, 0,017 e 0,013, respetivamente.

Em relação à variável país, para o M1, verifica-se que em relação a Espanha, Portugal e Itália apresentam coeficientes superiores. Para Portugal, o valor de 2,207 sugere que, quando a publicação de relatórios integrados aumenta em 1 unidade, espera-se que o CCP aumente em 2,207 unidades, em comparação com Espanha. Para Itália, o valor de 1,514 sugere que, quando a publicação de relatórios integrados aumenta em 1 unidade, espera-se que o CCP aumente em 1,514 unidades, em comparação com Espanha. Para o M2, uma vez mais, não é possível retirar conclusões, uma vez que, em relação a Espanha, Portugal e Itália apresentam coeficientes iguais a 0 e sem significância estatística.

Tabela 12 – Resultados da Regressão Relativos ao M1 e ao M2 – Amostra Separada

Variáveis	Portugal (PSI-20)		Espanha (IBEX-35)		Itália (FTSE MIB)	
	Regressão M1: CCP	Regressão M2: CCA	Regressão M1: CCP	Regressão M2: CCA	Regressão M1: CCP	Regressão M2: CCA
	B	B	B	B	B	B
Constante	1,383	0,188***	-1,793	0,111***	-5,106	0,025
Y19	1,904	-0,018***	-0,115	-0,015***	1,066*	-0,015***
Y20	-0,88	-0,016**	-1,291*	-0,018***	-1,501**	-0,019***
Y21	-1,741	-0,011*	-1,398*	-0,014***	-2,172***	-0,015***
RI	-0,972	0,001	0,023	0,004	-1,625***	-0,002
SIZE	0,464	-0,006**	0,369**	-0,003***	0,697***	0,001
ROA	0,118	-0,003***	-0,156***	-0,001***	-0,082	-0,001***
MTB	-1,206	-0,004	-0,104	0,000	-0,196**	0,000
LEV	0,023**	0,000	0,203***	0,000	0,034	-0,001***
IND	-0,859	-0,001	1,317***	0,000	-1,443***	-0,002
R²	0,372	0,336	0,405	0,359	0,524	0,381
R² ajustado	0,249	0,206	0,362	0,313	0,490	0,337
Observações	56	56	136	136	136	136
* Nível de Significância de 10%; ** Nível de Significância de 5%; *** Nível de Significância de 1%						

Fonte: Elaboração própria

Nesta fase, tendo por base os resultados dos 3 países após testar as amostras separadas através dos 2 modelos desenvolvidos, é possível, relativamente à variável relato integrado, retirar as seguintes conclusões comparativas:

- Para a amostra portuguesa (PSI-20), por cada unidade de relatórios integrados publicada, o CCP diminui em 0,972 unidades e CCA aumenta em 0,001 (valores sem significância estatística).

- Para a amostra espanhola (IBEX-35), por cada unidade de relatórios integrados publicada, o CCP aumenta em 0,023 unidades e o CCA aumenta em 0,004 (valores sem significância estatística).

- Para a amostra italiana, por cada unidade de relatórios integrados publicada, o CCP diminui em 1,625 unidades e o CCA diminui em 0,002 (valor sem significância estatística).

Dado os valores obtidos, as conclusões poderão estar em consonância com os diferentes estágios do *IR* em cada um dos países. Por outras palavras, em Espanha a prática do *IR* já está mais disseminada (KPMG, 2015, 2017, 2020, 2022) o que pode fazer com que os efeitos no CCP e CCA sejam mais reduzidos. Pode observar-se uma certa “estabilidade”. Em Portugal, a prática do *IR* ainda não tem muita adesão, o que pode fazer com que não haja grandes alterações no CCP e CCA. Em Itália, a prática do *IR* está em fase de “expansão” (Borgato & Marchini, 2021) o que pode, em princípio, justificar o alcance dos efeitos esperados tanto no CCP como no CCA.

5.4. Análises Adicionais

De modo a realizar uma análise comparativa mais aprofundada entre os países da amostra selecionada, foram desenvolvidos testes complementares. Estes testes diferenciam-se dos já realizados uma vez que os modelos desenvolvidos incluem termos de interação. Estes termos de interação, para os 3 modelos a seguir apresentados, resultam na combinação entre a variável relato integrado e a variável país. Assim, partindo do Modelo 1 atrás discriminado, foram adicionadas à equação inicial a variável país e a variável de interação para se conseguir obter as novas equações. De salientar, que o efeito dos anos foi na mesma controlado com recurso às variáveis dummies.

Tendo em consideração os resultados pouco conclusivos obtidos na secção anterior para o Modelo 2 referente ao CCA e após se testarem as equações desenvolvidas para este tipo de capital, concluiu-se que estas análises adicionais não traziam valor acrescentado a esta dissertação. Desta forma, os modelos e as análises de seguida desenvolvidas focam-se apenas no CCP.

Desta forma foram desenvolvidas 3 equações e análises referentes a comparações entre: Espanha versus Portugal; Espanha versus Itália e Portugal versus Itália.

Modelo 3: Influência da publicação de relatórios integrados no CCP: Espanha versus Portugal

$$r_{CCP} = \alpha + \beta 1 * RI + \beta 2 * SIZE + \beta 3 * ROA + \beta 4 * MTB + \beta 4 * LEVERAGE + \beta 5 * INDÚSTRIA + \beta 6 * ES + \beta 7 * INT_RI_ES + \mu$$

Modelo 4: Influência da publicação de relatórios integrados no CCP: Espanha versus Itália

$$r_{CCP} = \alpha + \beta 1 * RI + \beta 2 * SIZE + \beta 3 * ROA + \beta 4 * MTB + \beta 4 * LEVERAGE + \beta 5 * INDÚSTRIA + \beta 6 * ES + \beta 7 * INT_RI_ES + \mu$$

Modelo 5: Influência da publicação de relatórios integrados no CCP: Portugal versus Itália

$$r_{CCP} = \alpha + \beta 1 * RI + \beta 2 * SIZE + \beta 3 * ROA + \beta 4 * MTB + \beta 4 * LEVERAGE + \beta 5 * INDÚSTRIA + \beta 6 * PT + \beta 7 * INT_RI_PT + \mu$$

Tabela 13 – Resultados da Regressão Relativos aos M3, M4 e M5

Variáveis	ES vs PT	Variáveis	ES vs IT	Variáveis	PT vs IT
	M3: CCP		M4: CCP		M5: CCP
Constante	-3,377	Constante	-1,731	Constante	-4,696
Y19	0,232	Y19	0,508	Y19	1,179**
Y20	-1,45**	Y20	-1,265***	Y20	-1,465**
Y21	-1,448**	Y21	-1,752***	Y21	-2,098***
RI	-1,958*	RI	-1,719***	RI	-1,655***
SIZE	0,612***	SIZE	0,496***	SIZE	0,682***
ROA	-0,208***	ROA	-0,112***	ROA	-0,068
MTB	-0,088	MTB	-0,160**	MTB	-0,239***
LEV	0,024***	LEV	0,137***	LEV	0,023***
IND	0,446	IND	0,109	IND	-1,324***
ES	-2,606***	ES	-2,100***	PT	0,889
INT_RI_ES	1,749	INT_RI_ES	1,652**	INT_RI_PT	-0,229
R ²	0,334	R ²	0,445	R ²	0,454
R ² ajustado	0,293	R ² ajustado	0,422	R ² ajustado	0,421
Observações	192	Observações	272	Observações	192

* Nível de Significância de 10%

** Nível de Significância de 5%

*** Nível de Significância de 1%

Considerando o tipo de análise que deve ser realizada quando existem regressões com termos de interação (de acordo com Burks et al. (2019) e Yip and Tsang (2007)), da análise da tabela 12 é possível retirar as conclusões que a seguir se apresentam.

Para o M3, o coeficiente relativo à variável RI indica que, no caso português, as empresas com RI possuem um CCP menor do que as empresas portuguesas sem RI (-1,958), sendo esta diferença estatisticamente significativa. Ou seja, no caso português, há uma associação negativa e estatisticamente significativa entre o RI e o CCP. O coeficiente relativo à variável ES indica que as empresas sem RI espanholas apresentam um CCP inferior às empresas sem RI portuguesas (-2,606) (diferença estatisticamente significativa). No caso das empresas com RI, também por comparação às empresas sem RI, para obter o coeficiente respeitante às empresas espanholas, temos de somar ao coeficiente ES o coeficiente de INT_RI_ES: $-2,606 + 1,749 = -0,857$ (valor sem significância estatística). Ou seja, no caso espanhol, por comparação com o CCP das empresas portuguesas sem RI, as empresas espanholas sem RI e com RI, apresentam um CCP menor. Contudo, a diferença é maior no caso das empresas espanholas sem RI. Apesar de um dos coeficientes não ter significância estatística, o facto das empresas espanholas sem RI, em comparação com as empresas portuguesas sem RI, apresentarem um CCP menor que as empresas espanholas com RI, em comparação com as empresas portuguesas sem RI, parece sugerir que, no caso espanhol, a associação entre RI e CCP é positiva e não negativa.

Para o M4, o coeficiente relativo à variável RI indica que no caso da Itália, as empresas com RI possuem um CCP menor do que as empresas italianas sem RI (-1,719), sendo esta diferença estatisticamente significativa. Ou seja, no caso italiano, há uma associação negativa e estatisticamente significativa entre RI e o CCP, em consonância com os resultados obtidos na secção anterior. O coeficiente da variável ES indica que as empresas sem RI espanholas apresentam um CCP inferior às empresas sem RI italianas (diferença estatisticamente significativa). No caso das empresas com RI, também por comparação às empresas italianas sem RI, para obter o coeficiente respeitante às empresas espanholas, temos de somar ao coeficiente de ES o coeficiente de INT_RI_ES: $-2,100 + 1,652 = -0,448$ (valor estatisticamente significativo). Ou seja, no caso espanhol, por comparação com o CCP das empresas italianas sem RI, as empresas espanholas sem RI e com RI apresentam um CCP menor. Contudo, a diferença é maior no caso das empresas sem RI. Uma vez mais, o facto das empresas espanholas sem RI, em comparação com as empresas italianas sem RI, apresentarem um CCP menor que as empresas espanholas com RI, em comparação com as

empresas italianas sem RI, parece sugerir que, no caso espanhol, a associação entre RI e CCP é positiva e não negativa.

Para o M5, o coeficiente relativo à variável RI, indica que no caso italiano as empresas com RI possuem um CCP menor do que as empresas italianas sem RI (-1,655), sendo esta diferença estatisticamente significativa. Ou seja, no caso italiano, há uma associação negativa e estatisticamente significativa entre o RI e o CCP, em consonância com os resultados obtidos na secção anterior. O coeficiente da variável PT indica que as empresas sem RI portuguesas apresentam um CCP superior às empresas sem RI italianas (diferença sem significado estatístico). No caso das empresas portuguesas com RI, também por comparação às empresas italianas sem RI, para obter o coeficiente respeitante às empresas portuguesas, temos de somar ao coeficiente de PT o coeficiente de INT_RI_PT: $0,889 + (-0,229) = 0,660$ (valor não estatisticamente significativo). Ou seja, no caso português, por comparação com o CCP das empresas italianas sem RI, as empresas portuguesas sem RI e com RI apresentam um CCP superior. Contudo, a diferença é maior no caso das empresas portuguesas sem RI. Apesar dos coeficientes não terem significância estatística, o facto das empresas portuguesas sem RI, em comparação com as empresas italianas sem RI, apresentarem um CCP superior às empresas portuguesas com RI, em comparação com as empresas italianas sem RI, parece sugerir que, no caso português, a associação entre RI e CCP é negativa.

Apesar de se ter obtido alguns resultados sem significância estatística, estas análises adicionais desenvolvidas, ao utilizar uma variável de interação que é composta pela variável RI e a variável país, permitiram analisar de que forma esta variável influenciava a variável dependente CCP. Para o caso Espanhol, tanto no M3 como no M4, parece haver uma relação positiva e não negativa entre RI e o CCP, adjacente ao facto das empresas espanholas sem RI, em comparação com as empresas sem RI portuguesas e sem RI italianas, apresentarem coeficientes inferiores que as empresas espanholas com RI. Esta análise poderá ir de encontro ao nível de adoção do *IR* em Espanha e aos seus efeitos mais reduzidos no CCP.

6. Conclusão

A temática do *Integrated Reporting* tem despertado a atenção não só dos organismos regulamentadores, como o *International Integrated Reporting Council* e o *International Sustainability Standards Board*, através da contínua melhoria e implementação de legislação que regule esta prática, como também de toda a comunidade científica e académica, à luz das crescentes pesquisas que têm sido divulgadas nos últimos anos.

A presente investigação teve como objetivo estudar a relação entre a publicação de relatórios integrados e o custo de capital próprio e o custo de capital alheio nos principais índices bolsistas de Portugal, Espanha e Itália. Com este propósito, as hipóteses de investigação foram desenvolvidas de modo a avaliar se o CCP e o CCA são influenciados, ou não, pela existência de relatórios integrados.

Através dos testes empíricos realizados, foi possível concluir que existe uma relação negativa e com significância estatística, entre o CCP e o RI, em conformidade com a literatura existente. Em sentido oposto, o estudo não forneceu evidências de uma relação inversa entre o CCA e o RI. Todavia, este resultado poderá ser justificado pelo método de quantificação escolhido para o custo de capital alheio. De facto, do que se pôde apurar, não se encontraram estudos sobre a relação entre o CCA e RI que utilizassem o mesmo método e, por este motivo, não foi possível sustentar os resultados obtidos.

Relativamente aos resultados obtidos e análises efetuadas separadamente para cada país da amostra, foi possível inferir-se que o grau de adoção do IR poderá ter relevância na explicação dos resultados. Dado os valores obtidos, concluiu-se que em Espanha, uma vez que o recurso ao IR está mais generalizado (KPMG, 2015, 2017, 2020, 2022) os efeitos no CCP e CCA são mais reduzidos, afirmando-se uma certa “estabilidade”. Para Portugal, tendo em conta que a prática do IR ainda não tem muita adesão, pode justificar-se as reduzidas alterações no CCP e CCA. Por último, em Itália, o alcance dos efeitos esperados tanto no CCP como no CCA poderão ser justificados pela fase de “expansão” do IR no país (Borgato & Marchini, 2021). As análises adicionais efetuadas para o caso do CCP, com o recurso a termos de interação (interação entre a variável RI e a variável país), apontam para que em Espanha, a relação entre RI e CCP seja positiva. Contudo, uma vez que nem todos os valores obtidos têm significância estatística, não é possível retirar conclusões tão taxativas.

O presente estudo permite contribuir para a literatura existente relacionada com o *Integrated Reporting* assim como para a temática da divulgação de informação não financeira e a sua relação com o custo de capital. Em particular, embora já existam estudos no âmbito da temática selecionada, não existem estudos sobre *IR* e custo do capital que se foquem apenas em Portugal, Espanha e Itália e ofereçam uma comparação detalhada entre os países.

No que tange às limitações subjacentes a este estudo, é possível referir a dimensão da amostra utilizada, uma vez que a mesma limita a capacidade de generalização dos resultados. Também o método escolhido para a quantificação das variáveis dependentes pode ser apontado como uma limitação. No entanto, esta limitação não afeta a qualidade deste estudo e oferece ideias interessantes para pesquisas futuras, como por exemplo, efetuar um estudo nas mesmas condições, mas com recurso a mais que um método de mensuração e comparar os resultados obtidos. Ainda fornecendo contributos para pesquisas futuras, uma vez que, através dos valores dos R^2 e R^2 ajustados, se concluiu que os modelos selecionados explicavam razoavelmente parte da variação da variável dependente, estudos futuros poderão testar novamente a relação entre as duas variáveis introduzindo outras variáveis de controlo. Noutro ponto, também seria interessante, mas mais complexo, perceber e investigar os efeitos da divulgação de relatórios integrados no valor das empresas.

Referências Bibliográficas

- AlKhouri, R., & Suwaidan, M. S. (2023). The impact of CSR on the financing cost of Jordanian firms. *Social Responsibility Journal*, 19(3), 460-473. <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0358>
- Borgato, B., & Marchini, P. L. (2021). Auditors' perceptions of integrated reporting assurance: insights from Italy. *Meditari Accountancy Research*, 29(7), 31-53. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-09-2019-0560>
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-349. <http://www.jstor.org/stable/248475>
- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital [Article]. *Journal of Accounting Research (Wiley-Blackwell)*, 40(1), 21-40. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00037>
- Branco, M. C., Delgado, C., & Marques, C. (2018). How do sustainability reports from the Nordic and the Mediterranean European countries compare. *Review of Managerial Science*, 12(4), 917-936. <https://doi.org/10.1007/s11846-017-0233-4>
- Burks, J. J., Randolph, D. W., & Seida, J. A. (2019). Modeling and interpreting regressions with interactions. *Journal of Accounting Literature*, 42, 61-79. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.acclit.2018.08.001>
- Cheng, M., Green, W., Conradie, P., Konishi, N., & Romi, A. (2014). The International Integrated Reporting Framework: Key Issues and Future Research Opportunities. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25(1), 90-119. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jifm.12015>
- de Villiers, C., & Dimes, R. (2023). Will the formation of the International Sustainability Standards Board result in the death of integrated reporting? *Journal of Accounting & Organizational Change*, 19(2), 279-295. <https://doi.org/10.1108/JAOC-05-2022-0084>
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328-355. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>

- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Endenich, C., Hahn, R., Reimsbach, D., & Wickert, C. (2022). Wait-and-see-ism as partial adoption of management practices: The rise and stall of integrated reporting. *Strategic Organization*, 14761270221078605. <https://doi.org/10.1177/14761270221078605>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131-155. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05169.x>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46. <https://doi.org/10.1257/08955330042162430>
- Flores, E., Fasan, M., Mendes-da-Silva, W., & Sampaio, J. O. (2019). Integrated reporting and capital markets in an international setting: The role of financial analysts. *Business Strategy and the Environment*, 28(7), 1465-1480. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.2378>
- García-Sánchez, I.-M., & Noguera-Gámez, L. (2017). Integrated information and the cost of capital. *International Business Review*, 26(5), 959-975. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.03.004>
- Gerwanski, J. (2020). Does it pay off? Integrated reporting and cost of debt: European evidence. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(5), 2299-2319. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/csr.1965>
- Graham, J. R., Li, S., & Qiu, J. (2008). Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 44-61. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.08.005>
- Hmaitane, A., Bouslah, K., & Mzali, B. (2019). Does corporate social responsibility affect the cost of equity in controversial industry sectors? *Review of Accounting and Finance, ahead-of-print*. <https://doi.org/10.1108/RAF-09-2018-0184>

- IIRC. (2021). The International Integrated Reporting Framework. <https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2021/01/InternationalIntegratedReportingFramework.pdf> acedido a 08/10/2022
- IIRC. (2022). The growing momentum of integrated reporting: Part 1. <https://www.integratedreporting.org/news/the-growing-momentum-for-integrated-reporting-part-1/> acedido a 15/11/2022
- IIRC. (2023). Integrated reporting concepts are embedded in the ISSB's inaugural global Standards. <https://www.integratedreporting.org/news/integrated-reporting-concepts-are-embedded-in-the-issbs-inaugural-global-standards/> acedido a 10/08/2023
- Jagannathan, R., Liberti, J., Liu, B. Y., & Meier, I. (2017). A Firm's Cost of Capital. In A. W. Lo & R. C. Merton (Eds.), *Annual Review of Financial Economics, Vol 9* (Vol. 9, pp. 259-282). <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110716-032429>
- KPMG. (2015). Currents of change <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/02/kpmg-international-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2015.pdf> acedido a 20/08/2023
- KPMG. (2017). The road ahead <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/10/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf> acedido a 20/08/2023
- KPMG. (2020). The time has come <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf> acedido a 20/08/2023
- KPMG. (2022). Big shifts, small steps <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/10/ssr-executive-summary-small-steps-big-shifts.pdf> acedido a 20/08/2023
- Muttakin, M. B., Mihret, D., Lemma, T. T., & Khan, A. (2020). Integrated reporting, financial reporting quality and cost of debt. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 517-534. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2019-0124>

- PWC. (2013). Momento para la diferenciación: Las empresas del IBEX 35 avanzan hacia el reporting integrado
<https://www.pwc.es/es/publicaciones/auditoria/assets/reporting-integrado-ibex-35.pdf> accedido a 19/08/2023
- Raimo, N., Caragnano, A., Mariani, M., & Vitolla, F. (2021). Integrated reporting quality and cost of debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*, ahead-of-print.
<https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0097>
- Salvi, A., Vitolla, F., Raimo, N., Rubino, M., & Petruzzella, F. (2020). Does intellectual capital disclosure affect the cost of equity capital? An empirical analysis in the integrated reporting context. *Journal of Intellectual Capital*, 21(6), 985-1007.
<https://doi.org/10.1108/JIC-12-2019-0283>
- Soerger Zaro, E., Flor'es, E., Fasan, M., Murcia, f., & Zaro, C. (2022). Voluntary adoption of integrated reporting, effective legal system and the cost of equity. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2021-0096>
- Vitolla, F., Salvi, A., Raimo, N., Petruzzella, F., & Rubino, M. (2020). The impact on the cost of equity capital in the effects of integrated reporting quality. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 519-529. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.2384>
- Yip, P., & Tsang, E. (2007). Interpreting Dummy Variables and Their Interaction Effects in Strategy Research. *Strategic Organization - STRATEG ORGAN*, 5, 13-30.
<https://doi.org/10.1177/1476127006073512>
- Zhou, S., Simnett, R., & Green, W. (2017). Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market? *Abacus*, 53(1), 94-132.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1111/abac.12104>
- Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1111/irfi.12034>

Legislação

Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de Outubro de 2014, que altera a Diretiva 2013/34/UE, disponível <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32014L0095>

Diretiva (UE) 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2022 que altera o Regulamento (UE) n° 537/2014, a Diretiva 2004/109/CE, a Diretiva 2006/43/CE e a Diretiva 2013/34/UE, disponível <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN>

Webgrafia

<https://www.integratedreporting.org> acedido em 22/11/2022

<https://pt.investing.com> acedido em 06/01/2023

<https://www.pwc.pt/pt/sustentabilidade/docs/pwc-sustentabilidade-proposta-diretiva-reporte-sustentabilidade-corporativo.pdf> acedido em 06/01/2023

Sites das empresas que compõe a amostra acedidos no mês de Janeiro de 2023:

País/Índice	Empresa	Website
Portugal (PSI-20)	Altri SGPS, S.A.	altri.pt
	Banco Comercial Português, S.A.	ind.millenniumbcp.pt
	Corticeira Amorim SGPS, S.A.	www.amorim.com/en
	CTT Correios de Portugal, S.A.	www.ctt.pt
	EDP Renováveis, S.A.	www.edpr.com
	EDP Energias de Portugal, S.A.	www.edp.com
	Galp Energia SGPS, S.A.	www.galp.com
	Jerónimo Martins SGPS, S.A.	www.jeronimomartins.com
	Mota Engil SGPS, S.A.	www.mota-engil.com
	Navigator Company, S.A.	www.nos.pt
	Ren Redes Energéticas Nacionais SGPS, S.A.	www.ren.pt
	Semapa Sociedade de Investimento e Gestão SGPS, S.A.	www.semapa.pt
	Sonae - SGPS, S.A.	www.sonae.pt
	Navigator Company, S.A.	www.thenavigatorcompany.com

País/Índice	Empresa	Website
Espanha (IBEX-35)	Acciona, S.A.	www.acciona.com
	Acerinox, S.A.	www.acerinox.com
	ACS Actividades de Construccion y Servicios, S.A.	www.grupoacs.com
	Aena Sme, S.A.	www.aena.es
	Amadeus It Group, S.A.	www.amadeus.com
	ArcelorMittal, S.A.	corporate.arcelormittal.com
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	www.bbva.com
	Banco de Sabadell, S.A.	www.bancsabadell.com
	Banco Santander, S.A.	www.santander.com
	Bankinter, S.A.	www.bankinter.com
	Caixabank, S.A.	www.caixabank.com
	Cellnex Telecom, S.A.	www.cellnextelecom.com
	Compania Distribucion Integral Logista Holdings, S.A.	www.grupologista.com
	Enagas, S.A.	www.enagas.es
	Endesa, S.A.	www.endesa.com
	Ferrovial, S.A.	www.ferrovial.com
	Fluidra, S.A.	www.fluidra.com
	Grifols, S.A.	www.grifols.com
	Iberdrola, S.A.	www.iberdrola.com
	Indra Sistemas, S.A.	www.indracompany.com
	Industria de Diseno Textil, S.A.	www.inditex.com
	Inmobiliaria Colonial Socimi, S.A.	www.inmocolonial.com
	International Consolidated Airlines Group, S.A.	www.iagroup.com
	Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	www.rovi.es
	Mapfre, S.A.	www.mapfre.com
	Melia Hotels International, S.A.	www.meliahotelsinternational.com
	Merlin Properties Socimi, S.A.	www.merlinproperties.com
	Naturgy Energy Group, S.A.	www.naturgy.com
	Red Electrica Corporacion, S.A.	www.ree.es
	Repsol, S.A.	www.repsol.com
	Sacyr, S.A.	www.sacyr.com
	Solaria Energia y Medio Ambiente, S.A.	www.solariaenergia.com
	Telefonica, S.A.	www.telefonica.com
	Unicaja Banco, S.A.	www.unicajabanco.com/es

País/Índice	Empresa	Website
Itália (FTSE MIB)	A2A, S.p.A.	www.a2a.eu
	Amplifon, S.p.A.	corporate.amplifon.com
	Assicurazioni Generali, S.p.A.	www.generali.com
	Azimut Holding, S.p.A.	www.azimut-group.com
	Banca Generali, S.p.A.	www.bancagenerali.com
	Banca Mediolanum, S.p.A.	www.bancamediolanum.it
	Banco BPM, S.p.A.	www.bancobpm.it
	Bper Banca, S.p.A.	www.bper.it
	Buzzi Unicem, S.p.A.	www.buzziunicem.it
	CNH Industrial NV	www.cnhindustrial.com
	Enel, S.p.A.	www.enel.com
	Eni, S.p.A.	www.eni.com
	Ferrari NV	www.ferrari.com
	FinecoBank Banca Fineco, S.p.A.	finecobank.com
	Hera, S.p.A.	www.gruppohera.it
	Infrastrutture Wireless Italiane, S.p.A.	www.inwit.it
	Interpump Group, S.p.A.	www.interpumpgroup.it
	Intesa Sanpaolo, S.p.A.	www.intesasanpaolo.com
	Italgas, S.p.A.	www.italgas.it
	Leonardo, S.p.A.	www.leonardocompany.com/en/home
	Mediobanca Banca di Credito Finanziario, S.p.A.	www.mediobanca.com
	Moncler, S.p.A.	www.monclergroup.com
	Pirelli & C, S.p.A.	www.pirelli.com
	Poste Italiane, S.p.A.	www.posteitaliane.it
	Prysmian, S.p.A.	www.prysmiangroup.com
	Recordati Industria Chimica e Farmaceutica, S.p.A.	www.recordati.com
	Saipem, S.p.A.	www.saipem.com
	Snam, S.p.A.	www.snam.it
	Stellantis NV	www.stellantis.com
	Telecom Italia, S.p.A.	www.gruppotim.it/en.html
	Tenaris, S.A.	www.tenaris.com
	Terna Rete Elettrica Nazionale, S.p.A.	www.terna.it
	UniCredit, S.p.A.	www.unicreditgroup.eu
	Unipol Gruppo, S.p.A.	www.unipol.it