

Relato integrado e criação de valor para os acionistas: evidências internacionais

Talieh Shaikhzadeh Vahdat Ferreira¹

 <https://orcid.org/0000-0002-4621-3533>
E-mail: taliehv@gmail.com

Orleans Silva Martins²

 <https://orcid.org/0000-0002-4966-0347>
E-mail: orleansmartins@ccsa.ufpb.br

¹ Universidade Federal da Paraíba, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Administração, João Pessoa, PB, Brasil

² Universidade Federal da Paraíba, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Finanças e Contabilidade, João Pessoa, PB, Brasil

Recebido em 25/04/2023 – Desk aceite em 26/05/2023 – 3ª versão aprovada em 27/10/2023

Editor-Chefe: Andson Braga de Aguiar

Editores Associados: Márcia Martins Mendes De Luca e Eduardo da Silva Flores

RESUMO

Este estudo analisa a relação entre o relato integrado e a criação de valor para os acionistas de empresas de capital aberto em 39 países, entre 2011 e 2018. O relatório integrado surgiu como um meio de atender às diferentes necessidades de informação dos *stakeholders*, mas, como sua apresentação é voluntária, há pouca informação sobre as diferentes formas de integração dessas informações e sua relação com o processo de criação de valor das empresas, lacuna que este estudo busca preencher. Considerando o relatório integrado em formato geral (RG) e as estruturas específicas da *Global Reporting Initiative* (GRI) e do *International Reporting and Connectivity Council* (IRCC), apresentamos três efeitos sobre a criação de valor para os acionistas: assimetria de informações, sincronicidade do preço das ações e previsibilidade dos lucros. Este estudo amplia o conhecimento acadêmico sobre os efeitos da adoção de diferentes formatos de relatório integrado, mas também pode ajudar os formuladores de políticas a tomar decisões relacionadas à imposição de formas de divulgação. Para as empresas, ele fornece evidências de que o relato integrado pode ser usado como uma ferramenta de diferenciação no mercado. As empresas foram agrupadas em três subamostras usando o método de pareamento por escore de propensão (PSM, do inglês *propensity score matching*) e seus dados foram analisados usando regressões multiníveis e modelos de diferença em diferenças. Nossos resultados mostram que, após a adoção de um relatório integrado geral, os acionistas ganham valor nas três perspectivas selecionadas (assimetria de informações, sincronicidade de ações e previsibilidade de lucros), principalmente para empresas localizadas em países desenvolvidos. O que importa não é a adoção de um formato específico de divulgação, mas a implementação de um processo de relato integrado para informações financeiras e não financeiras. Assim, a adoção de relatórios integrados não pode ser reduzida a um símbolo de legitimação, pois cria valor para os acionistas independentemente da estrutura adotada.

Palavras-chave: relato integrado, divulgação, assimetria de informações, sincronicidade do preço das ações, previsibilidade dos lucros.

Endereço para correspondência

Talieh Shaikhzadeh Vahdat Ferreira

Universidade Federal da Paraíba, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Administração
Via Expressa Padre Zé, 289, Campus I – CEP: 58051-900
Castelo Branco III – João Pessoa – PB – Brasil

Este é um texto bilíngue. Este artigo foi escrito originalmente em inglês e publicado sob o DOI <https://doi.org/10.1590/1808-057x20241896.en>

Este artigo deriva de uma tese de doutorado apresentada pela coautora, Talieh Shaikhzadeh Vahdat Ferreira, em 2019.

Trabalho apresentado no V USP Doctoral Consortium in Accounting Research, São Paulo, SP, Brasil, julho de 2019.



Integrated reporting and shareholder value creation: International evidence

ABSTRACT

This study analyzes the relationship between integrated reporting and shareholder value creation of public companies in 39 countries, between 2011 and 2018. The integrated report has emerged as a means of meeting the different information needs of stakeholders, but as its presentation is voluntary, there is little information about the different ways of integrating this information and its relationship with the value creation process of companies, a gap that this study seeks to fill. Considering the integrated report in general format (RG) and the specific frameworks of the Global Reporting Initiative (GRI) and the International Reporting and Connectivity Council (IRCC), we present three effects on shareholder value creation: information asymmetry, stock price synchronicity, and earnings predictability. This study expands academic knowledge on the effects of the adoption of different integrated report formats, but can also help policymakers make decisions related to the imposition of forms of disclosure. For companies, it provides evidence that integrated reporting can be used as a market differentiation tool. Firms were grouped into three subsamples using the propensity score matching (PSM) method and their data were analyzed using multilevel regressions and difference-in-differences models. Our findings show that after the adoption of a general integrated report, shareholders gain value in the three selected perspectives (information asymmetry, stock synchronicity, and earnings predictability), mainly for companies located in developed countries. It is not the adoption of a specific disclosure format that matters, but the implementation of an integrated reporting process for financial and non-financial information. Thus, the adoption of integrated reports cannot be reduced to a symbol of legitimization, as it creates value for the shareholder regardless of the framework adopted.

Keywords: integrated reporting, disclosure, information asymmetry, stock price synchronicity, earnings predictability.

1. INTRODUÇÃO

Identificar até que ponto as mudanças na forma como as empresas divulgam informações afetam o processo de criação de valor para os acionistas é de grande interesse para os agentes do mercado, pois afeta a percepção dos investidores (Velte & Stawinoga, 2017). Nos últimos anos, a divulgação separada de relatórios financeiros e de sustentabilidade aumentou o volume de informações disponíveis nos mercados, sem necessariamente proporcionar maior transparência e compreensão do processo de criação de valor das empresas (Melloni et al., 2017; Bernardi & Stark, 2018).

O relato integrado envolve a divulgação de informações financeiras e não financeiras de uma empresa para demonstrar o impacto de umas sobre as outras (Eccles & Krzus, 2010). Nesse cenário, as estruturas de relatórios integrados aparecem como uma evolução natural para superar as deficiências atuais dos relatórios corporativos, tornando-se mais úteis e atendendo efetivamente às necessidades de informação dos *stakeholders* (Pistoni et al., 2018). Os acionistas são considerados os principais *stakeholders* devido à sua maior exposição ao risco e à sua capacidade de influenciar os lucros da empresa (Atkinson & Waterhouse, 1997). Assim, este estudo tem como objetivo analisar a relação entre a divulgação de relatórios integrados e a criação de valor para os acionistas.

Neste estudo, o termo “relatório integrado em geral” (RG) é usado para se referir a relatórios que buscam divulgar as informações financeiras e não financeiras de uma empresa em um único documento, independentemente da adoção de um conjunto específico

de princípios. Quando nos referimos a uma estrutura específica de relatório integrado, usamos os termos “GRI” para relatórios integrados que seguem os princípios da *Global Reporting Initiative* (GRI) e “IRCC” para relatórios integrados que seguem os princípios do *International Reporting and Connectivity Council* (IRCC). É importante destacar que consideramos o IRCC como a continuação do *International Integrated Reporting Council* (IIRC), após sua incorporação pela *IFRS Foundation* em 2022.

O interesse em mapear os possíveis benefícios da adoção de relatórios integrados envolve tanto reguladores quanto investidores e está gerando oportunidades de pesquisa relevantes nessa área. Um exemplo desse último caso é o comunicado conceitual emitido pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), que pergunta: “Qual a importância para os investidores da divulgação integrada de relatórios, em oposição à divulgação separada de relatórios financeiros e de sustentabilidade?” (SEC, 2016). Além disso, a aprovação pelo Parlamento Europeu da Diretiva 2014/95/UE, que exige que as grandes empresas da União Europeia divulguem informações não financeiras a partir de 2016, bem como a proposta da Meta 12.6 de 2015 para o cumprimento dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da Organização das Nações Unidas (ONU), que incentiva as empresas a adotar práticas sustentáveis e integrar informações de sustentabilidade em seus ciclos de relatórios, mostram que a divulgação holística, porém objetiva, é um movimento irreversível e um tópico de grande importância no cenário internacional (Camilleri, 2018).

Nesse sentido, o presidente da BlackRock, a maior gestora de ativos do mundo, enfatizou em sua carta anual de 2018 a importância da divulgação corporativa holística, incluindo a apresentação de um processo de criação de valor de longo prazo (BlackRock, 2019). A justificativa para essa expectativa é que, com uma visão mais clara do desempenho de longo prazo, a precificação de ativos e as comparações de desempenho entre empresas podem ser mais precisas, beneficiando a alocação de capital e a tomada de decisão interna dos gerentes, resultando em menor volatilidade dos lucros.

Os possíveis benefícios da adoção de relatórios integrados foram destacados em diferentes estudos, como a redução da assimetria de informações (Barth et al., 2017; Bernardi & Stark, 2018; Flores et al., 2019; García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017; Zhou et al., 2017), a diminuição do custo de capital (Zaro, 2019; Zhou et al., 2017) e até mesmo o aumento do valor da empresa (Algiers et al., 2015; Barth et al., 2017; Lee & Yeo, 2015; Merveskemper & Streit, 2016).

Entretanto, os estudos que analisam o impacto das mudanças na forma de divulgação corporativa sobre a criação de valor para os acionistas consideram um conjunto mais amplo de efeitos. Por exemplo, além da assimetria de informações (Barth et al., 2017; Bernardi & Stark, 2018; Hope, 2003), pode-se destacar o efeito sobre a sincronicidade do preço das ações (Bissessur & Hodgson, 2012; Kim & Shi, 2012; Morck, Yeung & Yu, 2000; Ntow-Gyamfi et al., 2015) e a previsibilidade dos lucros (Alipour et al., 2019; Gaio, 2010; Kang et al., 2012; Mahjoub & Khamoussi, 2012; Ye et al., 2014).

Nesse sentido, este estudo contribui para a literatura ao expandir as evidências sobre os efeitos da adoção do relatório integrado, com ênfase em três efeitos: assimetria de informações, sincronicidade do preço das ações e previsibilidade dos lucros. O aumento da transparência por meio da adoção de relatórios integrados melhora a compreensão do desempenho atual e futuro da empresa, reduzindo a assimetria de informações (Bernardi & Stark, 2018). No último caso, o preço das ações se baseia mais em informações específicas da empresa e menos em informações do mercado ou do setor. Quando há maior incorporação de informações específicas da empresa no preço, ele diverge da média do mercado (Morck et al., 2000).

Além disso, parece que o relato integrado não só aumenta a transparência corporativa, mas também pode

ser usado pelos gerentes para uma melhor tomada de decisão interna, pois, ao tornar explícitos os mecanismos de criação de valor, a estratégia da empresa e a alocação de capital podem ser alteradas e levar a mudanças no modelo de negócios (Macias & Farfan-Livero, 2017). Por exemplo, considerando a estrutura específica do IRCC, os efeitos positivos da implementação do “pensamento integrado” podem impactar a qualidade dos lucros, tornando-os mais previsíveis (IIRC, 2013).

Essa análise é realizada considerando-se três amostras diferentes de empresas que possuem relatórios integrados, com o objetivo de verificar se o formato adotado tem a capacidade de alterar os resultados. Uma amostra considera as empresas que adotam o relato integrado independentemente do formato adotado, denominada “relatórios integrados em geral” (RG), e as outras duas amostras segregam especificamente as que adotam o formato GRI (GRI) e as que adotam o formato IRCC (IIRC). A conexão entre esses bancos de dados e as informações financeiras das empresas permitiu que as hipóteses levantadas fossem analisadas por meio de regressões multiníveis com base no desenho metodológico de diferença em diferenças (*difference-in-differences* – DiD), o que aumenta a robustez e a consistência dos resultados.

As principais conclusões confirmam que a adoção de relatórios integrados não pode ser reduzida a um símbolo de legitimação, pois cria valor para os acionistas independentemente do formato adotado. Dessa forma, contribuímos para a compreensão dos efeitos de diferentes formatos de relatórios integrados sobre a assimetria de informações, a sincronicidade de preços e a previsibilidade de lucros a partir de uma perspectiva internacional. Até onde sabemos, essa é uma inovação na literatura recente.

Isso é importante porque as divulgações de relatórios integrados são voluntárias e muitos estudos se limitam apenas à África do Sul, onde essas divulgações são obrigatórias (Barth et al., 2017; Bernardi & Stark, 2018; Lee & Yeo, 2015; Zhou et al., 2017). Portanto, oferecemos um *design* de contexto internacional. Além disso, este estudo também responde à chamada de Dumay et al. (2016) para pesquisas que analisem criticamente os possíveis benefícios da adoção da estrutura de relatório integrado do IRCC em comparação com os formatos gerais, avançando assim no mapeamento dos efeitos da integração de informações considerando o formato do relatório.

2. DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

A percepção de que as informações financeiras oferecem uma visão parcial do desempenho atual e

futuro da empresa criou uma demanda por estruturas de divulgação voluntária, buscando uma visão mais holística

do processo de criação de valor da empresa (Bernardi & Stark, 2018). A criação de uma estrutura pela GRI expandiu significativamente a divulgação de informações não financeiras nos relatórios, e sua adoção mundial a tornou uma ferramenta de legitimação nos mercados (Eccles & Serafeim, 2011).

O aumento da demanda de informações por vários agentes, combinado com a falta de consenso sobre quais informações são relevantes, resultou em relatórios volumosos e disfuncionais. Nesse contexto, os *stakeholders* têm uma nova demanda de informações por relatórios mais concisos que não apenas forneçam mais informações sobre a empresa, mas também demonstrem claramente as interconexões entre as informações financeiras e não financeiras, melhorando efetivamente sua compreensão do processo de criação de valor das empresas (Zhou et al., 2017). Nesse sentido, é importante determinar se esse regime de divulgação (relato integrado) tem sido usado pelas empresas apenas como uma ferramenta de legitimação ou se pode aumentar a transparência corporativa, reduzindo a assimetria de informações e a sincronicidade das empresas com o mercado de ações, além de impactar positivamente a previsibilidade dos lucros.

2.1 Assimetria de Informações

A demanda por níveis mais altos de transparência corporativa levou a um aumento na quantidade de informações divulgadas, mas também aumentou a complexidade de fazer bom uso dos vários relatórios disponíveis (Zhou et al., 2017). Para minimizar esses desafios, algumas empresas começaram a publicar relatórios integrados que destacam de forma organizada e coerente a estratégia da empresa, as questões de governança corporativa, o desempenho, as perspectivas futuras e seus respectivos vínculos com questões sociais e ambientais (García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017a). Entretanto, a eficácia da divulgação voluntária depende em grande parte da qualidade das informações divulgadas (Zhou et al., 2017).

A integração dos relatórios ajuda a reduzir a assimetria de informações, pois amplia a gama de informações divulgadas, permite a compreensão das interconexões entre as dimensões financeiras e não financeiras e reduz as incertezas relacionadas à avaliação do desempenho da empresa (Zhou et al., 2017). Por si só, a integração, independentemente do formato utilizado, pode proporcionar o benefício de relatórios mais abrangentes, tornando relevante o valor das informações.

Na literatura, os efeitos dos relatórios integrados são documentados principalmente considerando o mercado

sul-africano, pois é o único mercado que adotou uma estrutura integrada como obrigatória para a divulgação corporativa (Barth et al., 2017; Bernardi & Stark, 2018; Zhou et al., 2017). Os resultados desses estudos sugerem que há uma relação negativa com a assimetria de informações, que pode se tornar mais significativa à medida que a qualidade das informações divulgadas aumenta (Barth et al., 2017).

Estudos com amostras internacionais, por outro lado, mostram resultados mistos, pois há evidências de que os relatórios integrados podem aumentar a transparência corporativa independentemente do formato usado (García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017) e quando a estrutura específica de relatórios integrados do IRCC é usada (Flores et al., 2019). No entanto, também há evidências de que não foram observadas melhorias no ambiente de informações após essa adoção (Martinez, 2016). Não foram identificados estudos que relacionem esses diferentes relatórios e estruturas (geral, GRI e IRCC) e seus efeitos sobre a assimetria de informações.

Diante do exposto, utilizando as bases de dados específicas da GRI e do IRCC, onde há identificação exata da forma de relato integrado utilizada, esperamos que a adoção do relatório integrado em geral (RG) possa mitigar problemas de assimetria de informação, possibilitando uma redução no erro de previsão dos analistas, reduzindo essa divergência de resultados em amostras internacionais. Como a estrutura do IRCC promove explicitamente as orientações não apenas sobre as conexões entre os diferentes tipos de capital, mas também busca realizar essa divulgação de forma concisa, com foco nas informações materiais para os provedores de capital e considerando uma perspectiva de longo prazo (Bernardi & Stark, 2018; Zhou et al., 2017), esperamos um efeito mais pronunciado sobre a assimetria de informações quando as empresas adotam a estrutura do IRCC. Essas são nossas primeiras hipóteses:

Hipótese 1: A divulgação de relatórios integrados em geral (RG) está positivamente associada à precisão das previsões dos analistas.

Hipótese 1a: A associação positiva entre a divulgação de relatórios integrados e a precisão das previsões dos analistas é mais acentuada quando a empresa usa a estrutura do IRCC.

2.2 Sincronicidade do Preço das Ações

Em um mercado eficiente, os preços das ações refletem as expectativas dos investidores em relação à geração futura de caixa da empresa com base em informações específicas da empresa e informações gerais do mercado (Roll, 1988). Na ausência de informações específicas, os investidores substituem suas expectativas de valor

com base nas informações disponíveis no mercado (Jin & Myers, 2006). O grau em que os preços das ações dependem das informações do mercado pode ser definido como a sincronicidade com o mercado, e o grau em que os preços refletem as informações específicas da empresa pode ser definido como dependência idiossincrática (Morck et al., 2000; Khandaker, 2011). Portanto, uma maior sincronicidade está associada a maiores ineficiências nos mercados, e haverá uma melhor previsão de lucros futuros quando houver menos sincronicidade (Durnev et al., 2003).

O aumento da sincronicidade com o mercado pode ocorrer devido a diferentes eventos, como a perda de confiança ou mesmo o acesso limitado a informações específicas da empresa (Jin & Myers, 2006) e a redução da transparência da empresa (Bissessur & Hodgson, 2012). Nesse sentido, o aumento na qualidade das informações divulgadas leva a uma redução na sincronicidade do preço das ações, pois fornece mais informações específicas da empresa, permitindo que os investidores formulem previsões mais precisas (Jin & Myers, 2006). No entanto, essa sincronicidade tende a ser menor em economias com maior proteção ao investidor (Morck et al., 2000), maior industrialização e uma imprensa mais livre (Bushman & Smith, 2001). Entretanto, a evidência internacional é mista e varia, especialmente com relação aos fluxos de informações obrigatórios e voluntários (Ashbaugh-Skaife et al., 2005).

Este estudo pressupõe que a integração de informações financeiras e não financeiras melhora a compreensão dos participantes do mercado sobre o processo de criação de valor da empresa e aumenta a incorporação de informações específicas da empresa nos preços das ações, reduzindo, assim, a sincronicidade das ações. Além disso, supomos que a integração baseada na estrutura do IRCC permite maior transparência corporativa e, portanto, maior incorporação de informações específicas da empresa nos preços das ações. Assim, o segundo conjunto de hipóteses é apresentado:

Hipótese 2: A divulgação de relatórios integrados em geral (RG) está negativamente associada à sincronicidade do preço das ações com o mercado.

Hipótese 2a: A associação negativa entre a divulgação de relatórios integrados e a sincronicidade do preço das ações é mais acentuada quando a empresa usa a estrutura do IRCC.

2.3 Previsibilidade dos Lucros

Os lucros são a medida mais precisa para avaliar o desempenho atual e fazer projeções de avaliação (Dechow & Schrand, 2004), e sua qualidade depende da proporção de lucros derivados de fontes recorrentes. Assim, os lucros de alta qualidade serão sustentáveis em períodos futuros e podem ser avaliados por sua persistência ou previsibilidade (Lipe, 1990; Dechow et al., 2010). A persistência dos lucros é a probabilidade de que os lucros atuais se repitam no futuro, e a previsibilidade é dada pelo menor erro na estimativa dos lucros futuros a partir dos lucros passados (Lipe, 1990; Dechow et al., 2010; Gaio, 2010; Yeh et al., 2014). Portanto, a previsibilidade dos lucros é uma das principais preocupações dos investidores porque lucros menos previsíveis determinam o prêmio de risco e afetam a avaliação da empresa (Graham et al., 2005).

A construção de informações corporativas de forma integrada pode não só aumentar a transparência das empresas, mas também ser utilizada pelos gestores para a tomada de decisões (Beck et al., 2015), impactando positivamente a qualidade dos resultados. A integração das informações pressupõe maior comunicação entre as diferentes áreas da organização, possibilitando uma identificação mais clara de como a empresa utiliza ou afeta o ambiente em que atua (IIRC, 2013).

Portanto, supomos que a integração das informações financeiras e não financeiras pode não apenas aumentar a transparência das empresas, mas também ter um efeito positivo na tomada de decisão interna, o que pode estar associado a lucros mais previsíveis. Como o IRCC fornece diretrizes para o estabelecimento de um pensamento integrado, que deve permear a tomada de decisão interna e impactar as análises relacionadas ao modelo de negócios adotado (IIRC, 2013), espera-se que as empresas que usam a estrutura do IRCC obtenham benefícios mais pronunciados do que outras. Assim, o último conjunto de hipóteses é apresentado:

Hipótese 3: A divulgação de relatórios integrados em geral (RG) está positivamente associada à previsibilidade dos lucros de uma empresa.

Hipótese 3a: A associação positiva entre a divulgação de relatórios integrados e a previsibilidade dos lucros é mais acentuada quando a empresa usa a estrutura do IRCC.

3. MÉTODO

A amostra é composta por empresas que divulgaram voluntariamente relatórios integrados de 2011 a 2018 (o grupo de tratamento). O grupo de controle é formado por empresas semelhantes identificadas por meio de pareamento por escore de propensão (PSM, do inglês *propensity score matching*) (elas não integram relatórios). O ponto de partida do período de estudo é marcado pela divulgação do documento de discussão do IRCC “*Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century*”, publicado em 2011, que convidou empresas de todo o mundo a aderir voluntariamente aos princípios do relato integrado (Melloni et al., 2017). Os dados foram coletados de seis fontes: *IRCC Examples Database*, *GRI*

Report List, *Thomson Reuters Eikon*, *MSCI Indexes*, *IFRS.org* e *Worldwide Governance Indicator*. Todas as variáveis são winsorizadas a 1%.

Usamos três amostras de relatórios integrados: (i) a amostra RG, que inclui todas as empresas que adotam relatórios integrados em geral, independentemente do formato, e que estão listadas nos bancos de dados GRI e IRCC; (ii) a subamostra GRI, que inclui apenas as empresas no banco de dados GRI e não listadas no banco de dados IRCC; e (iii) a subamostra IRCC, que inclui apenas as empresas que integraram seus relatórios e estão listadas no banco de dados IRCC. Mais detalhes sobre as amostras são mostrados na Tabela 1.

Tabela 1
Construção da amostra PSM

	RG	GRI	IRCC
Empresas com um relatório integrado nos bancos de dados	1.385	853	532
Empresas da África do Sul	(162)	-	(162)
Empresas sem dados no Eikon Reuters	(272)	(186)	(86)
Empresas duplicadas nos bancos de dados	(16)	(7)	(9)
Empresas integradas à GRI que usam o formato IRCC	(135)	(135)	-
Subtotal	800	525	275
Não têm informações de covariância de PSM	(20)	(14)	(6)
Total	780	511	269

Fonte: Elaborada pelos autores.

Nossas subamostras incluem 780 (RG), 511 (GRI) e 269 (IRCC) empresas com relatórios integrados, que são identificadas nas regressões como uma variável *dummy* (RI) que assume o valor 1 (um) se o relatório for integrado e 0 (zero) caso contrário.

3.1 Identificação de Empresas Pares

Para a análise comparativa dos efeitos da divulgação de relatórios integrados, os grupos de controle são construídos usando o método PSM com o critério de pareamento pelo vizinho mais próximo com substituição (Austin, 2011), que é amplamente usado para isolar os efeitos de uma intervenção e resolver o problema do pareamento multidimensional. Para isso, consideramos todas as empresas localizadas nos mesmos 39 países da amostra completa que não publicaram relatórios integrados, resultando na identificação de 44.206 empresas diferentes a serem combinadas com as 780 empresas da amostra RG (cerca de 1,8% do total de empresas). Essas variáveis covariantes para estabelecer os pares (país, setor

e tamanho da empresa) foram selecionadas devido à sua influência significativa e fortes correlações com variáveis não observáveis que afetam o desempenho de ambos os grupos (Martinez, 2016; Flores et al., 2019; Zaro, 2019).

Após estimar o PSM, a qualidade do pareamento foi verificada usando o pacote *pctest* disponível no Stata (Sant’Anna & Song, 2019), identificando resultados de 0,894 (RG), 0,888 (GRI) e 0,983 (IRCC), confirmando que os grupos de controle e tratamento estavam devidamente equilibrados. Além disso, a porcentagem de viés médio da amostra após o pareamento permaneceu abaixo de 1% para todas as amostras.

3.2 Modelo Econométrico

Para testar as hipóteses propostas, é usada a abordagem de diferença em diferenças (DiD). Considerando que o IRCC divulgou sua estrutura sugerida para uso internacional em 2013, incentivando a preparação de relatórios de 2014 com base nela, 2014 é definido como a data de tratamento para o grupo de controle. A

análise do impacto da adoção de relatórios integrados na criação de valor para os acionistas (CV_{it}) considera três efeitos: assimetria de informações (H_1), sincronicidade do preço das ações (H_2) e previsibilidade dos lucros (H_3). Esses efeitos estão individualmente relacionados a três variáveis *dummy* que identificam (i) a adoção de relatórios integrados (RI), (ii) o período após a adoção

$$CV_{it} = \alpha + \beta_1 RI_{it} + \beta_2 POS_{it} + \beta_3 (RI_{it} * POS_{it}) + \sum \text{ControlesEmpresa}_{it} + \sum \text{ControlesPaís}_{jt} + \delta_t + \gamma_s + \varepsilon_{it} \quad 1$$

Esperamos que β_3 seja diferente de zero e estatisticamente significativo, indicando que a adoção de relatórios integrados influencia a criação de valor para os acionistas, especialmente no período após a adoção da estrutura do IRCC. Além disso, de acordo com as hipóteses, esperamos coeficientes positivos nos modelos com a precisão das previsões dos analistas (H_1) e a previsibilidade dos lucros (H_3), e coeficientes negativos nos modelos com a sincronicidade das ações (H_2).

Os modelos foram estimados usando modelagem linear hierárquica (MLH) porque têm variáveis em dois níveis (empresa e país). Em termos de qualidade da informação, o ambiente de informações no nível do país desempenha um papel complementar (Langbein & Knack, 2010; Houque & Monem, 2016), razão pela qual controlamos a qualidade da governança do país e a experiência com as Normas Internacionais de Relatórios Financeiros (*International Financial Reporting Standards* – IFRS). Essas variáveis em nível de país têm uma influência relevante sobre as variáveis em nível de empresa, o que justifica a adequação da MLH, dada a variação dentro e entre os níveis (Dong & Stettler, 2011).

3.3 Variáveis de Interesse

Usamos a acurácia da previsão dos analistas (*AFA*) para quantificar a assimetria de informações relacionada a cada empresa. A escolha da *AFA* baseia-se no fato de que os analistas são agentes de mercado especializados no processamento de informações corporativas e, portanto, são os primeiros a se beneficiar de maior transparência corporativa (Hope, 2003; García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017; Zhou et al., 2017; Bernardi & Stark, 2018; Flores et al., 2019). Seguindo Hope (2003) e Flores et al. (2019), essa *proxy* é medida para cada empresa i no ano t , como na Equação 2:

$$AFA_{it} = \frac{-|EPS_A_{it} - EPS_F_{it}|}{\text{Preço das ações no início do ano}_{it}} \quad 2$$

em que *AFA* é a acurácia das previsões dos analistas, EPS_A é o lucro real por ação divulgado pela empresa no final do ano t e EPS_F é o consenso das previsões

desses relatórios (*POS*) e (iii) a interação entre essas duas variáveis ($RI*POS$), que isola o efeito da adoção de relatórios integrados somente no período após a estrutura do IRCC. Além disso, foram incluídas variáveis de controle no nível da empresa e do país e efeitos fixos do ano e do setor (δ_t e γ_s), conforme mostrado na Equação 1.

dos analistas para o mesmo período. A diferença entre essas duas variáveis é ponderada pelo preço das ações da empresa i no início do ano t (considerado como o primeiro preço informado até o terceiro dia útil de cada ano). Quanto mais próximo de zero for o valor da *AFA*, maior será a precisão da previsão dos analistas. Assim, como a divulgação de relatórios integrados aumenta a transparência da empresa, esperamos uma relação positiva com um aumento nessa precisão, indicando uma distância menor entre o EPS projetado e o divulgado.

A sincronicidade do preço das ações é medida como o resultado do coeficiente de determinação (R^2) do modelo de mercado (Morck et al., 2000). Seguindo Ntow-gyamfi et al. (2015) e Gul et al. (2010), medimos a sincronicidade em nível de empresa por meio da transformação logística desse coeficiente, como nas equações 3 e 4. R_{it} é o retorno da empresa i no dia t ; R_{mt} é o retorno do mercado de cada país no dia t , de acordo com o índice de mercado fornecido pelo *Morgan Stanley Capital International* (MSCI); e ε_{it} é o termo de erro. Usamos dados diários, que geraram um R^2 para cada empresa em cada ano.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad 3$$

$$Sinc_{it} = \log \left(\frac{R_{it}^2}{1 - R_{it}^2} \right) \quad 4$$

$Sinc_{it}$ é a sincronicidade entre o retorno da ação i e o retorno do mercado m no ano t ; e R_{it}^2 é o coeficiente de determinação obtido na Equação 3. Ao aplicar a transformação logarítmica, os valores de R_{it}^2 iguais ou inferiores a 0,5 são transformados em valores iguais a zero ou negativos, e os valores mais altos dessa variável refletem maior sincronicidade. Quanto menor for o valor de *Sinc*, maior será a eficiência dos preços das ações em refletir informações específicas das empresas. De acordo com H_2 , esperamos que a divulgação de relatórios integrados tenha uma relação negativa com a sincronicidade das ações.

Para medir a previsibilidade dos lucros, usamos o desvio padrão do erro do modelo de persistência dos lucros (Lipe, 1990). Presumimos que os lucros anteriores podem explicar os lucros atuais (Dechow & Schrand, 2004; Francis et al., 2004), de acordo com a Equação 5:

$$X_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad 5$$

em que X_{it} é o lucro antes dos impostos da empresa i no ano t , ponderado pelo total de ativos no final de $t-1$; X_{it-1} é o lucro antes dos impostos da empresa i no ano $t-1$, ponderado pelo total de ativos no final de $t-2$; e ε_{it} é o termo de erro, cujo desvio padrão indica a previsibilidade dos lucros da empresa (Lipe, 1990; Francis et al., 2004; Gaio, 2010; Yeh et al., 2014), conforme mostrado na Equação 6:

$$Prev_{it} = -\delta(\varepsilon_{it}) \quad 6$$

Quanto mais próximo de zero for $Prev_{it}$ ($\varepsilon_{it} \approx 0$), mais persistentes serão os lucros da empresa. Nesse cálculo, consideramos a média dos resíduos para cada setor em cada país.

3.4 Variáveis de Controle

Identificamos alguns fenômenos importantes que precisam ser controlados no nível da empresa e do país. As descrições das variáveis e os sinais esperados para cada variável de interesse são apresentados na Tabela 2. As empresas maiores são obrigadas por seus acionistas a divulgar mais informações devido a custos de agência mais altos, o que reduz a assimetria de informações

(García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017; Zaro, 2019). Essas empresas também divulgam resultados de maior qualidade, mostrando uma relação direta entre o tamanho da empresa e a previsibilidade dos lucros (Gaio, 2010; Yeh et al., 2014). Entretanto, não há consenso sobre a relação entre a sincronicidade do preço das ações e o tamanho da empresa. Isso ocorre porque, se a empresa for líder do setor ou altamente representativa do mercado, ela pode ser uma referência para a precificação de outras empresas ou um impulsionador do desempenho do mercado, aumentando assim sua sincronicidade com o mercado, mesmo que o preço de suas ações incorpore informações específicas (Piotroski & Roulstone, 2004; Bissessur & Hodgson, 2012).

O *market-to-book* (MB) é considerado uma medida de oportunidades de crescimento, e as empresas com maior MB tendem a usar mais amplamente a divulgação voluntária de informações para reduzir a assimetria de informações, permitindo a incorporação de informações mais específicas em seus preços (Bushman & Smith, 2001; Gul et al., 2010). Entretanto, as empresas com maiores oportunidades de crescimento estão em um estágio de desenvolvimento do ciclo de negócios em que os dados passados podem não ser úteis para prever o futuro, o que naturalmente leva a lucros menos previsíveis (Yeh et al., 2014).

Tabela 2

Síntese das variáveis de controle

Código	Descrição / Sinais Esperadas	Nível	AFA	Sinc	Prev
Tam	O tamanho da empresa é dado pelo logaritmo natural do total de ativos no final do ano t .	Nível da empresa	+	+/-	+
MB	<i>Market-to-book</i> é o valor de mercado da empresa dividido por seu valor contábil no final do ano t .		+	-	-
ROA	Retorno sobre ativos é o lucro operacional da empresa dividido por seus ativos totais no final do ano t .		+	-	+
ESG	ESG (isto é, <i>environmental, social, and governance</i> [ambiental, social e de governança]) é medido pela pontuação anual de ESG da <i>Thomson Reuters Eikon</i> .		+	-	+
IFRS_E	A experiência com as IFRS é o número de anos desde a adoção obrigatória das IFRS.	Nível do país	+	+/-	-
WGI	A qualidade da governança corporativa do país é medida por meio das 6 dimensões do índice WGI (<i>World Giving Index</i>) do Banco Mundial.		+	-	-

Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com a teoria da sinalização, as empresas mais rentáveis (ROA) têm mais interesse em divulgar voluntariamente informações para obter maiores benefícios econômicos de boas notícias (Barth et al., 2017). Portanto, esperamos que as empresas com maior ROA tenham maiores práticas de divulgação, o que leva a uma redução da assimetria e da sincronicidade (Bernardi & Stark, 2018; Flores et al., 2019; García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017), além de lucros mais persistentes (Alipour et al., 2019; Kang et al., 2012; Mahjoub & Khamoussi, 2012).

A expansão de informações não financeiras (como ESG) nos relatórios também sugere um aumento na relevância desse tipo de informação, o que pode minimizar a assimetria de informações da empresa (Bernardi & Stark, 2018; Flores et al., 2019), reduzindo a sincronicidade das ações (Grewal et al., 2018). As empresas comprometidas com a divulgação de informações não financeiras geralmente adotam práticas que beneficiam seu desempenho, o que tem um impacto positivo na previsibilidade dos lucros (Mahjoub & Khamoussi, 2012; Kang et al., 2012).

Com relação às características do país, devido à complexidade da implementação das normas IFRS (*IFRS_E*), seus benefícios parecem aumentar com o passar dos anos (Houque & Monem, 2016). Esperamos um aumento na transparência do mercado e uma redução na assimetria de informações à medida que aumenta o número de anos desde a adoção obrigatória das IFRS. Por outro lado, o efeito sobre a sincronicidade das ações é controverso, pois alguns estudos constataam uma redução após a adoção das IFRS (Kim & Shi, 2012), enquanto outros mostram um efeito temporário que é revertido após alguns anos (Bissessur & Hodgson, 2012; Dasgupta, Gun & Gao, 2010). E a adoção das IFRS aumenta a variabilidade dos lucros, reduzindo sua previsibilidade (Doukakis, 2010).

Por fim, esperamos que, quanto maior a qualidade da governança corporativa do país (*WGI_C*), melhor o ambiente de informações no mercado, permitindo a incorporação de informações mais específicas das empresas (Coluccia et al., 2018) e impedindo o uso de práticas de gerenciamento de resultados, que podem levar a resultados menos previsíveis (Houque & Monem, 2012).

3.5 Estatísticas Descritivas

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das principais variáveis, considerando a divisão da amostra completa em dois grupos: empresas tratadas e de controle. As médias das três variáveis de interesse (*AFA*, *Sinc* e *Prev*) são menores no grupo tratado do que no grupo

de controle, com médias estatisticamente diferentes. No grupo tratado, há um erro médio de previsão de lucros (falta de precisão) de cerca de US\$ 0,0447 por US\$ 1 do preço das ações da empresa no início do ano, enquanto na subamostra de controle esse erro é de cerca de US\$ 0,0481.

Com relação à sincronicidade das ações, a média de -0,2360 no grupo tratado indica que o coeficiente de determinação (R^2) da relação entre os retornos das ações da empresa e os retornos do mercado está abaixo do valor de 0,50 e é menor para essa subamostra do que para o grupo de controle (-0,3317), revelando que as empresas do grupo tratado carregam mais informações específicas da empresa em seus preços. A previsibilidade dos lucros do grupo tratado também é maior, uma vez que o desvio padrão do erro de previsibilidade é menor (-0,0331) do que o desvio padrão da subamostra de controle (-0,0425).

Todas essas diferenças nas médias são estatisticamente significativas, de acordo com as estatísticas *t* apresentadas na última coluna da Tabela 3 (p-valor <0,05). As empresas que divulgam relatórios integrados (grupo tratado) são maiores do que as empresas que normalmente não divulgam esse tipo de relatório, o que é consistente com a previsão de que empresas maiores têm maior estrutura e demanda por informações (García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017; Zaro, 2019). Essas empresas também têm maiores oportunidades de crescimento, pois tendem a ter maior escopo para transparência (Bushman & Smith, 2001; Gul et al., 2010; Flores et al., 2019).

Tabela 3

Estatísticas descritivas da amostra completa (RG)

Variáveis	Tratado			Controle			Diferença de Médias (Estat t)
	N	Média	Desvio padrão	N	Média	Desvio padrão	
AFA	4.964	-0,0447	0,0975	17.393	-0,0481	0,0975	-1,99***
Sinc	3.090	-0,2360	0,9673	14.431	-0,3317	0,9655	-4,99***
Prev	4.207	-0,0331	0,0410	19.180	-0,0425	0,0572	-10,03***
Tam	6.187	22,4193	2,2001	28.670	21,7048	2,2924	-22,39***
MB	6.083	2,1978	2,4286	27.970	1,9319	2,4894	-7,58***
ESG	3.502	65,7221	14,9329	10.772	53,4191	17,9878	-36,58***
ROA	6.185	0,0395	0,0758	28.664	0,0210	0,0948	-14,37***
IFRS_E	6.240	6,0016	4,6590	29.328	4,2119	4,6800	-27,45***
WGI_C	6.240	0,9316	0,7642	29.328	1,0500	0,6275	13,06***

Fonte: Elaborada pelos autores.

Entre as variáveis de controle, as empresas do grupo tratado têm valores de ESG mais altos (65,72) do que as do grupo de controle (53,41), sugerindo que as empresas que buscam integrar seus relatórios têm níveis mais altos de divulgação de informações não financeiras do que aquelas

que optam por não adotar essa prática, conforme Zhou et al. (2017), Bernardi e Stark (2018) e Flores et al. (2019). O ROA das empresas tratadas também é maior do que o das empresas de controle (3,95% contra 2,10%), confirmando que as empresas com maior rentabilidade têm mais

interesse em divulgar informações voluntariamente (Kang et al., 2012; Mahjoub & Khamoussi, 2012).

As empresas do grupo tratado também têm maior experiência com as IFRS (6,00 anos, contra 4,21 no grupo de controle), indicando que a integração dos relatórios é uma prática adotada com maior intensidade em países que também se comprometem com a adoção

das IFRS. A única variável de controle que apresenta uma redução no grupo tratado é WGI_C, o que sugere que a adoção de práticas de relato integrado é mais frequente entre as empresas localizadas em países com um nível mais baixo de governança corporativa, indicando a busca de um efeito de substituição pelas empresas.

4. RESULTADOS

Considerando a amostra RG, as médias das três variáveis de interesse (*AFA*, *Sinc* e *Prev*) são menores no grupo tratado do que no grupo de controle, com médias estatisticamente diferentes. Esse achado é consistente com as hipóteses propostas e com a literatura anterior, indicando que as empresas que divulgam relatórios integrados se beneficiam de maior transparência (García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017; Zhou et al., 2017; Bernardi & Stark, 2018; Flores et al., 2019).

Além disso, algumas características podem ser confirmadas quando comparamos as médias dos dois grupos. As empresas tratadas são maiores, o que é consistente com a previsão de que empresas maiores têm maior estrutura e demanda por informações (García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017; Zaro, 2019); têm maiores oportunidades de crescimento, pois tendem a ter maior escopo de transparência (Bushman & Smith, 2001; Gul et al., 2010; Flores et al., 2019); têm pontuações ESG mais altos, sugerindo que as empresas

que integram relatórios têm níveis mais altos de divulgação de informações não financeiras do que outras que não divulgam (Zhou et al., 2017; Bernardi & Stark, 2018; Flores et al., 2019); e têm um ROA mais alto, confirmando que as empresas com maior rentabilidade estão mais interessadas em divulgar informações voluntariamente (Kang et al., 2012; Mahjoub & Khamoussi, 2012).

4.1 Análise da Assimetria de Informações

Na estimativa DiD para a precisão da previsão dos analistas (*AFA*), observamos, na Tabela 4, uma diferença significativa nos períodos pré- e pós-adoção somente na subamostra IRCC. Isso indica que a *AFA* é maior entre as empresas que divulgam um relatório integrado IRCC mesmo antes de receberem o tratamento e é mantida depois disso, sugerindo que a adoção específica da estrutura do IRCC tende a alterar a *AFA*, conforme previsto em H_{1a} .

Tabela 4
Diferença em diferenças de *AFA*

		RG		GRI		IRCC	
Painel A – Antes da adoção		N	AFA	N	AFA	N	AFA
Tratado	(1)	1.511	-0,043	840	-0,048	670	-0,003
Controle	(2)	5.959	-0,048	4.626	-0,050	3.042	-0,011
Diferença	(1) – (2)		0,006*		0,002		0,008***
Teste <i>t</i>			1,86		0,45		4,81
Painel B – Após a adoção		N	AFA	N	AFA	N	AFA
Tratado	(1)	3.453	-0,046	2.209	-0,052	1.230	-0,002
Controle	(2)	11.434	-0,048	8.659	-0,050	5.676	-0,014
Diferença	(1) – (2)		0,002		-0,002		0,012***
Teste <i>t</i>			1,15		0,70		9,53

Nota: Nível de significância: * 10%, ** 5%, *** 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados das estimativas baseadas na Equação 1 para *AFA*, relatados na Tabela 5, confirmam que somente as empresas que adotaram as diretrizes do IRCC (IRF) apresentaram um aumento na *AFA* no Modelo 1 no período pós-adoção ($\beta_3 > 0$). Portanto, H_1 só pode ser

confirmada para essa subamostra de empresas que adotam especificamente as diretrizes do IRCC. Para as outras duas subamostras (RG e GRI), a *AFA* só é afetada pela divulgação de relatórios integrados no período posterior (β_3) ao controlar as características da empresa e do país

(modelos 2-4). Vale ressaltar que, nas três subamostras, quando o grupo tratado é considerado para todo o período, observa-se uma relação negativa ($\beta_1 < 0$), o que significa que somente no período após a adoção da integração voluntária, independentemente do formato, há um volume maior de informações relevantes, reduzindo a assimetria de informações.

Esses achados seguem a literatura (Barth et al., 2017; García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017) e convergem com o caso específico de redução da assimetria de informações identificado no mercado sul-africano, onde a adoção é obrigatória (Barth et al., 2017; Zhou et al., 2017; Bernardi & Stark, 2018). Esse resultado é mais pronunciado para a subamostra que adotou a estrutura

IRCC, especialmente quando consideramos o controle das características da empresa (M1, M2 e M4), quando $\beta_3 > 0$, confirmando a sub-hipótese H_{1a} .

Em geral, as variáveis de controle no nível da empresa (*Tamanho*, *MB*, *ESG* e *ROA*) estão significativa e positivamente associadas à *AFA*, conforme esperado (Barth et al, 2017; García-Sánchez; Noguera-Gámez, 2017; Bernardi & Stark, 2018), e em nível de país (*IFRS_E* e *WGI_C*), apenas a *IFRS_E* mostra a capacidade de influenciar o relato integrado, sugerindo que, para algumas empresas, sua adoção pode incentivar as empresas a acompanhar o mercado com maior transparência, mas outras empresas tendem a ter maior transparência corporativa para se diferenciar (Houque & Monem, 2016).

Tabela 5

Rl e precisão da previsão dos analistas

Amostras	RG				GRI				IRCC			
Variáveis	(M1)	(M2)	(M3)	(M4)	(M1)	(M2)	(M3)	(M4)	(M1)	(M2)	(M3)	(M4)
(α) Constante	-0,0902*** (-4,71)	-0,1271*** (-12,49)	-0,1285*** (-11,48)	-0,1259*** (-8,06)	-0,0649*** (-1,16)	-0,1347*** (-3,10)	-0,1351*** (-9,77)	-0,1638*** (-8,11)	-0,0075*** (-3,20)	-0,0423*** (-7,27)	-0,0467*** (-7,79)	-0,0348*** (-4,44)
(β_1) RI	0,0028 (0,89)	-0,0033 (-1,15)	-0,0033 (-1,15)	-0,0093*** (-2,83)	-0,0002 (-0,06)	-0,0077* (-1,84)	-0,0070* (-1,67)	-0,0170*** (-3,50)	-0,0007 (-0,40)	-0,0014 (-0,86)	-0,0007 (-0,43)	-0,0033* (-1,75)
(β_2) Pos	-0,0025 (-0,72)	-0,0005 (-0,16)	-0,0006 (-0,18)	-0,0023 (-0,57)	-0,0100** (-1,99)	-0,0037 (-0,81)	-0,0030 (-0,66)	-0,0045 (-0,85)	-0,0001 (-0,01)	-0,0006 (-0,25)	0,0003 (0,16)	-0,0013 (-0,51)
(β_3) RI*Pos	0,0051 (1,34)	0,0042 (1,21)	0,0043 (1,22)	0,0097** (2,38)	0,0060 (1,08)	0,0057 (1,12)	0,0046 (0,90)	0,0151** (2,54)	0,0048** (2,24)	0,0042** (1,99)	0,0028 (1,36)	0,0041* (1,72)
(β_4) Tam		0,0018*** (4,68)	0,0018*** (4,68)	0,0013*** (2,17)		0,0021*** (4,30)	0,0020*** (4,04)	0,0030*** (3,59)		0,0012*** (5,32)	0,0012*** (5,31)	0,0007*** (2,24)
(β_5) MB		0,0025*** (8,98)	0,0025*** (7,24)	0,0010*** (3,13)		0,0029*** (7,57)	0,0030*** (7,71)	0,0021*** (4,60)		0,0006*** (3,48)	0,0006*** (3,57)	0,0001 (0,61)
(β_6) ROA		0,5332*** (57,74)	0,5333*** (57,71)	0,5768*** (47,37)		0,5737*** (47,07)	0,5742*** (47,12)	0,5778*** (36,35)		0,1279*** (19,26)	0,1273*** (19,17)	0,1380*** (17,84)
(β_7) IFRS_E			-0,0001 (-0,07)	-0,0012** (-2,05)			0,0010** (2,39)	0,0006 (1,10)			0,0010*** (4,00)	0,0006*** (2,61)
(β_8) WGI_C			0,0019 (0,35)	0,0052 (0,86)			-0,0008 (-0,13)	-0,0015 (-0,23)			0,0003 (0,18)	-0,0005 (-0,27)
(β_9) ESG				0,0001*** (3,36)				0,0002*** (3,67)				0,0001*** (2,90)
Observações	22.357	22.349	22.349	13.024	16.334	16.198	16.198	9.912	10.618	10.602	10.602	7.040
Wald	398,60***	4.452,52***	4.452,28***	2.969,93***	214,33***	2.945,28***	2.951,89***	1.766,92***	189,42***	669,12***	687,39***	544,18***
CCI	8,28%	9,16%	9,21%	11,05%	8,45%	9,07%	10,53%	10,54%	5,01%	5,81%	5,55%	4,27%

Nota: Os valores entre parênteses representam o teste *t* do coeficiente. Nível de significância: * 10%, ** 5%, *** 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com os resultados da CCI, o país onde as empresas estão localizadas é uma característica relevante a ser considerada na análise multinível. Em cada modelo, ela indica a porcentagem da variação da *AFA* que é explicada pelas características em nível de país, que excede 10%

nas subamostras RG e GRI. Isso confirma a escolha da estimativa MLH.

Para explorar as relações identificadas de diferentes perspectivas, e considerando que a amostra tem alta heterogeneidade em termos de países e empresas,

realizamos uma análise de robustez segmentando a amostra entre países desenvolvidos e não desenvolvidos, de acordo com a classificação MSCI, e entre empresas maiores e menores, considerando a mediana dos ativos totais de cada país. Os resultados mostraram relações significativas entre a *AFA* e a variável de interesse (β_3) entre as empresas localizadas em países desenvolvidos e com um tamanho maior somente nas subamostras RG e GRI.

Esses resultados estão de acordo com as conclusões de estudos anteriores que observaram uma redução na assimetria de informações após a divulgação de relatórios integrados, especialmente em países com maior proteção legal, e que as empresas maiores tendem a ter um nível mais

alto de divulgação (García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017; Zaro, 2019).

4.2 Análise da Sincronicidade das Ações

A Tabela 6 mostra que as análises DiD relacionadas à sincronicidade do preço das ações nas três subamostras apresentam diferenças significativas no período pré-tratamento e valores pós-tratamento ligeiramente mais altos nas subamostras GRI (7,70) e IRCC (3,11). Isso significa que a adoção de relatórios integrados, independentemente do formato, pode contribuir para a incorporação de informações específicas da empresa no preço das ações, reduzindo assim sua sincronicidade com o mercado.

Tabela 6

Diferença em diferenças da SINC

		RG		GRI		IRCC	
Painel A – Antes da adoção		N	SINC	N	SINC	N	SINC
Tratado	(1)	2.033	-0,181	1.161	-0,140	788	-0,120
Controle	(2)	10.992	-0,380	7.929	-0,321	4.501	-0,209
Diferença	(1) – (2)		0,199***		0,181***		0,088**
Teste t			8,35		6,01		2,43
Painel B – Após a adoção		N	SINC	N	SINC	N	SINC
Tratado	(1)	4.206	-0,219	2.788	-0,206	1.364	-0,221
Controle	(2)	18.322	-0,353	14.032	-0,036	7.509	-0,307
Diferença	(1) – (2)		0,134***		0,153***		0,086***
Teste t			7,93		7,70		3,11

Nota: Nível de significância: * 10%, ** 5%, *** 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 7 mostra que, nas três amostras, quando todo o período de análise é considerado, as empresas que integraram relatórios não conseguem incorporar informações específicas da empresa para se distanciar do retorno médio do mercado ($\beta_1 > 0$). Somente após o tratamento (*RI*Pos*), os retornos das ações diferem dos retornos médios do mercado ($\beta_3 < 0$) nas subamostras RG e GRI, e após o controle das características da empresa e do país. Esses resultados confirmam a hipótese H_2 e

estão de acordo com estudos anteriores (Jin & Myers, 2006; Morck et al., 2000).

Os resultados para a subamostra IRCC, que inclui apenas as empresas que adotam o formato de relatório integrado IRCC, mostram resultados na mesma direção (associação negativa entre *Sinc* e *RI*), mas β_3 não é significativo em M1 e tem uma magnitude e um nível de confiança menores do que na amostra completa (RG) nos outros modelos (M2, M3 e M4), o que não confirma a sub-hipótese H_{2a} .

Tabela 7

RI e sincronicidade das ações

Amostras		RG				GRI				IRCC			
Variáveis		(M1)	(M2)	(M3)	(M4)	(M1)	(M2)	(M3)	(M4)	(M1)	(M2)	(M3)	(M4)
(a) Constante		0,0898**	-1,1689***	-1,3321***	-1,1721***	0,0686	-1,3317***	-1,2049***	-0,9943***	0,1689***	-1,3555***	-1,3962***	-1,2139***
		(2,17)	(-16,49)	(-15,63)	(-7,63)	(1,58)	(-17,65)	(-15,38)	(-5,65)	(3,09)	(-11,95)	(-11,59)	(-6,06)
(b) RI		0,1886***	0,1298***	0,1634***	0,1269***	0,1270***	0,06311*	0,0706**	0,0408	0,1679***	0,1278***	0,1528***	0,1199**
		(7,54)	(4,98)	(6,24)	(3,60)	(3,92)	(1,96)	(2,19)	(0,92)	(4,43)	(3,29)	(3,91)	(2,44)

Tabela 7
Cont.

Amostras	RG				GRI				IRCC			
(β_2) Pos	0,0297 (0,95)	0,0461 (1,45)	0,0867*** (2,71)	0,0602 (1,39)	-0,0200 (-0,55)	-0,0175 (-0,48)	-0,0076 (-0,21)	0,0097 (0,20)	0,0350 (0,62)	0,0359 (0,63)	0,0695 (1,22)	0,0096 (0,14)
(β_3) RI*Pos	-0,1084*** (-3,48)	-0,1259*** (-3,94)	-0,1810*** (-5,62)	-0,1403*** (-3,20)	-0,0876** (-2,21)	-0,0925** (-2,35)	-0,1045*** (-2,65)	-0,0925* (-1,69)	-0,0740 (-1,56)	-0,0878* (-1,82)	-0,1395*** (-2,69)	-0,1056* (-1,75)
(β_4) Tam	0,0606*** (22,97)	0,0612*** (23,25)	0,0584*** (8,82)		0,0674*** (23,38)	0,0654*** (22,26)	0,0571*** (7,53)		0,0694*** (15,33)	0,0700*** (15,48)	0,0630*** (7,30)	
(β_5) MB	0,0020 (0,92)	0,0026 (1,19)	0,0065* (1,93)		-0,0003 (-0,14)	0,0002 (0,08)	0,0042 (1,02)		0,0110*** (2,97)	0,0118*** (3,17)	0,0135*** (2,84)	
(β_6) ROA	0,1421** (2,36)	0,1255** (2,09)	0,0341 (0,28)		0,1518** (2,23)	0,1451** (2,13)	0,0643 (0,46)		0,2091* (1,80)	0,1874 (1,61)	0,0119 (0,06)	
(β_7) IFRS_E		0,0563*** (12,24)	0,0350*** (5,90)			0,0101*** (3,70)	0,0150*** (3,08)			0,0407*** (6,56)	0,0215*** (2,94)	
(β_8) WGI_C		-0,0964* (-1,95)	-0,2043*** (-4,27)			-0,1448*** (-3,72)	-0,1882*** (-3,91)			-0,1737*** (-3,29)	-0,1558*** (-2,75)	
(β_9) ESG			0,0024*** (4,40)				0,0025*** (4,74)				0,0021*** (3,02)	
Observações	35.553	34.043	34.043	14.244	25.910	25.494	25.494	10.758	14.162	13.700	13.700	7.553
Wald	2.246,55***	2.941,06***	3.107,26***	1.265,25***	1.043,97***	1.648,12***	1.671,89***	681,24***	632,50***	913,35***	963,45***	20,96***
CCI	4,95%	5,83%	7,95%	4,80%	5,01%	6,07%	4,35%	5,13%	6,61%	7,23%	7,39%	6,42%

Nota: Os valores entre parênteses representam o teste *t* do coeficiente. Nível de significância: * 10%, ** 5%, *** 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

De modo geral, as variáveis de controle mostram relações positivas e estatisticamente significativas em todas as subamostras, exceto pelo *WGI*, que tem um sinal negativo. Não há consenso na literatura sobre o efeito do tamanho na sincronicidade das ações, no entanto, as grandes empresas (*Tam*) podem ser consideradas como referência para a precificação de outras empresas em um setor (Bushman & Smith, 2001), e não é possível reduzir sua sincronicidade com o mercado (Piotroski & Roulstone, 2004; Bissessur & Hodgson, 2012).

A relação positiva do *MB* é contrária aos resultados de estudos anteriores (Gul et al., 2010), mas também é encontrada por Ntow-gyamfi et al. (2015). Um possível motivo para as empresas com mais oportunidades de crescimento terem alta sincronicidade é que, nessas circunstâncias, as incertezas do mercado podem alterar seu crescimento mais do que o de outras empresas. A relação positiva com o *ROA* também vai contra a literatura, mas uma relação semelhante foi encontrada por Ashbaugh-Skaife et al. (2005), devido a possíveis diferenças no impacto da expansão das informações específicas da empresa nos mercados ao analisar uma amostra internacional.

Seguindo Bissessur e Hodgson (2012) e Dasgupta et al. (2010), quanto maior a experiência com a adoção das

IFRS, maior a sincronicidade das ações ($\beta_7 > 0$), porque todo o mercado é obrigado a adotar um padrão mínimo elevado de relatório de informações. O coeficiente do *WGI* (β_8) indica que quanto maior o grau de governança corporativa em um país, maior a transparência do mercado, o que, por sua vez, reduz a sincronicidade das ações, conforme esperado. O *CCI* indica que as características em nível de país são importantes para essa análise, explicando entre 4,35% e 7,95% da variação na sincronicidade das ações.

Nas análises de robustez, segmentando as empresas por nível de desenvolvimento do país e tamanho da empresa, a variável de interesse (β_3) permanece significativa para o grupo de empresas localizadas em países em desenvolvimento e que são maiores em tamanho nas subamostras *RG* e *IRCC*. Assim, pode-se presumir que a adoção por empresas maiores em países desenvolvidos tem o potencial de diferenciá-las dos outros participantes do mercado. Essa constatação pode ser explicada pelo fato de que as empresas maiores são monitoradas mais de perto pelos analistas e, portanto, sua precificação tem o potencial de incorporar mais informações divulgadas do que as empresas menores (Flores et al., 2019) e que a adoção específica das diretrizes do *IRCC* promove melhor a transparência corporativa para o mercado.

4.3 Análise da Previsibilidade dos Lucros

A Tabela 8 compara a previsibilidade dos lucros nos períodos pré e pós-tratamento e, de acordo com as análises

DiD, mostra um aumento significativo na previsibilidade dos lucros no grupo tratado no período pós-adoção em todas as amostras, fornecendo suporte para a hipótese H_3 .

Tabela 8

Diferenças em diferenças da previsibilidade dos lucros

		RG		GRI		IRCC	
Painel A – Antes da adoção		N	Prev	N	Prev	N	Prev
Tratado	(1)	854	-0,028	551	-0,031	303	-0,024
Controle	(2)	3.077	-0,035	2.428	-0,035	1.209	-0,028
Diferença	(1) – (2)		0,006***		0,005*		0,004
Teste t			2,94		1,85		1,56
Painel B – Após a adoção		N	Prev	N	Prev	N	Prev
Tratado	(1)	3.353	-0,034	2.163	-0,038	1.184	-0,027
Controle	(2)	16.103	-0,044	12.640	-0,043	6.212	-0,034
Diferença	(1) – (2)		0,010***		0,005***		0,007***
Teste t			9,30		4,29		5,42

Nota: Nível de significância: * 10%, ** 5%, *** 1%. O grupo tratado refere-se a empresas que adotaram relatórios integrados em geral (RG), conforme classificado pelas estruturas de relatórios integrados GRI ou IRCC, e o grupo de controle refere-se a empresas que não passaram por esse tratamento.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados da Tabela 9 confirmam parcialmente os resultados anteriores, pois somente a subamostra RG mostra uma relação positiva e significativa para β_3 . Vale ressaltar que o grupo tratado, considerando todo o período de análise, mostra associações significativas (β_1) em todos os modelos. Entretanto, a direção da relação muda entre eles, uma vez que em M1 o sinal é positivo, indicando um aumento na previsibilidade dos lucros, mas quando as características da empresa e do país são consideradas (modelos 2-4), o sinal da relação torna-se negativo ($\beta_1 < 0$).

Essa constatação indica que é somente no período após a adoção do relato integrado que as empresas realmente experimentam um aumento na previsibilidade dos lucros, conforme afirmado na hipótese H_3 . Os coeficientes da variável de interesse (β_3) não apresentaram significância em todos os modelos para as subamostras GRI e IRCC, portanto, não é possível inferir o efeito para esses grupos.

Portanto, H_{3a} não foi confirmada. Uma possível explicação para esse último caso é que, quando a amostra RG é dividida nas subamostras GRI e IRCC, o número de observações é reduzido a tal ponto que as estimativas não apresentam resultados significativos.

De acordo com a literatura (Kang et al., 2012; Mahjoub & Khamoussi, 2012; Alipour et al., 2019), o Tam e o ROA apresentam uma relação positiva e significativa, indicando que as empresas maiores e mais rentáveis têm maior previsibilidade de lucros ($\beta_4 > 0$ e $\beta_7 > 0$). Por outro lado, o MB tem uma relação negativa com a $Prev$ ($\beta_5 < 0$), o que é consistente com a suposição de que os dados anteriores de empresas em expansão podem não ser um bom indicador de lucros futuros (Yeh et al., 2014). As variáveis ESG e $IFRS_E$ são significativas apenas para a subamostra GRI e têm uma relação positiva, conforme esperado pela literatura.

Tabela 9

RI e previsibilidade dos lucros

Amostras		RG				GRI				IRCC			
Variáveis		(M1)	(M2)	(M3)	(M4)	(M1)	(M2)	(M3)	(M4)	(M1)	(M2)	(M3)	(M4)
(α) Constante		-0,0505***	-0,1983***	-0,1970***	-0,2031***	-0,0479***	-0,1968***	-0,1936***	-0,1897***	-0,0370***	-0,1585***	-0,1575***	-0,1690***
		(-18,54)	(-47,19)	(-40,98)	(-25,38)	(-17,33)	(-44,04)	(-38,26)	(-20,33)	(-15,67)	(-27,96)	(-26,88)	(-18,59)
(β ₁) RI		0,0060**	-0,0042*	-0,0042*	-0,0050*	0,0049*	-0,0041	-0,0032	-0,0037	0,0015	-0,0034	-0,0034	-0,0003
		(2,49)	(-1,94)	(-1,92)	(-1,95)	(1,67)	(-1,56)	(-1,23)	(-1,14)	(0,52)	(-1,23)	(-1,21)	(-0,10)
(β ₂) Pos		-0,0034	-0,0032	-0,0032	-0,0052*	-0,0027	-0,0027	-0,0021	-0,0022	-0,0028	-0,0026	-0,0026	-0,0030
		(-1,36)	(-1,44)	(-1,41)	(-1,95)	(-0,92)	(-1,04)	(-0,82)	(-0,69)	(-0,84)	(-0,84)	(-0,85)	(-0,91)

Tabela 9

Cont.

Amostras	RG				GRI				IRCC			
Variáveis	(M1)	(M2)	(M3)	(M4)	(M1)	(M2)	(M3)	(M4)	(M1)	(M2)	(M3)	(M4)
(β_3) RI*Pos	0,0047* (1,74)	0,0045* (1,87)	0,0045* (1,84)	0,0059** (2,06)	0,0001 (0,01)	0,0012 (0,43)	0,0001 (0,02)	0,0012 (0,34)	0,0039 (1,18)	0,0040 (1,28)	0,0039 (1,26)	-0,0001 (-0,02)
(β_4) Tam		0,0071*** (43,75)	0,0071*** (43,75)	0,0068*** (19,86)		0,0071*** (40,65)	0,0068*** (37,97)	0,0062*** (15,43)		0,0055*** (22,99)	0,0055*** (23,00)	0,0055*** (13,76)
(β_5) MB		-0,0001*** (-7,53)	-0,0009*** (-7,52)	-0,0004*** (-2,78)		-0,0005*** (-3,54)	-0,0004*** (-3,14)	0,0001 (0,25)		0,0001 (0,07)	0,0001 (0,09)	-0,0002 (-1,41)
(β_6) ROA		0,1433*** (42,56)	0,1433*** (42,53)	0,1655*** (28,87)		0,1356*** (35,57)	0,1351*** (35,50)	0,1353*** (20,65)		0,0933*** (17,12)	0,0932*** (17,09)	0,1361*** (17,46)
(β_7) IFRS_E			0,0001 (0,10)	-0,0003 (-1,14)			0,0012*** (7,37)	0,0007*** (2,98)			0,0001 (0,08)	0,0001 (0,38)
(β_8) WGI_C			-0,0020 (-0,79)	0,0014 (0,59)			-0,0029 (-1,04)	-0,0041 (-1,52)			-0,0017 (-0,91)	-0,0035 (-1,79)
(β_9) ESG				0,0001 (0,38)				0,0001*** (2,79)				0,0001 (1,92)
Observações	23.387	23.047	23.047	9.741	17.782	17.416	17.416	7.478	8.908	8.822	8.822	4.993
Wald	1.533,73***	6.737,27***	6.737,47***	2.593,79***	873,84***	4.824,64***	4.894,15***	1.567,62***	890,56***	2.039,93***	2.040,44***	1.350,42***
ICC	6,78%	7,22%	7,40%	5,97%	7,31%	7,81%	9,53%	8,87%	4,40%	4,34%	4,45%	4,51%

Nota: Os valores entre parênteses representam o teste *t* do coeficiente. Nível de significância: * 10%, ** 5%, *** 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na análise de robustez, a segmentação da amostra por nível de desenvolvimento do país e tamanho da empresa mostra resultados significativos somente para

as estimativas que consideram empresas localizadas em um país desenvolvido e na amostra completa (RG). Esses achados estão de acordo com Yeh et al. (2014).

5 CONCLUSÕES

Nossos resultados mostram que o uso de relatórios integrados geralmente maximiza o valor para os acionistas nas três perspectivas selecionadas, o que nos permite afirmar que seu efeito de adoção vai além de um efeito de legitimação. A adoção de um relatório integrado, independentemente da forma de adoção, transforma efetivamente os dados em informações relevantes, criando maior transparência corporativa, o que contribui para a redução dos erros de previsão dos analistas (confirmando H_1). No entanto, essa adoção reduz a sincronicidade dos preços das ações, aumentando a incorporação de informações específicas pela empresa nos preços das ações (confirmando a H_2). A análise de robustez mostra que esses resultados permanecem significativos para empresas maiores localizadas em países desenvolvidos.

A análise relacionada à previsibilidade dos lucros indica que os benefícios da adoção de práticas de relato integrado não só ajudam o mercado a entender o processo de criação de valor das empresas, mas, ao mesmo tempo, ajudam na tomada de decisões gerenciais, resultando em

lucros mais previsíveis (confirmando H_3). Assim, é lógico inferir que a implementação de uma prática de relato integrado promove algo como “pensamento integrado”, que influencia positivamente a tomada de decisões dos gerentes, resultando em lucros mais previsíveis.

Entretanto, isso só pode ser concluído para a amostra completa, pois não encontramos nenhuma diferença significativa na adoção da estrutura do IRCC. E, novamente, as conclusões permanecem semelhantes quando dividimos a amostra em mercados desenvolvidos e não desenvolvidos. Uma possível explicação para esse resultado é que a estrutura do IRCC é uma ferramenta recente e voluntária, de modo que algumas empresas podem adotar seus princípios no todo ou em parte, mas não se comprometem publicamente com ela, pois ainda não é obrigatória e sua implementação completa pode ser considerada complexa. Também é possível que as empresas adotem voluntariamente critérios de mais de uma estrutura ao mesmo tempo. Se isso for verdade, essas empresas não estão incluídas em nossa amostra IRCC.

Os resultados indicam que o valor agregado das três perspectivas não está relacionado a uma estrutura específica de divulgação, mas a um *design* eficiente de como as informações são divulgadas ao mercado, o que dá às empresas mais liberdade para encontrar a melhor maneira de implementá-la. Essas evidências são de grande relevância, pois podem auxiliar na tomada de decisões relacionadas à implementação de formas de divulgação que considerem a divulgação de informações não financeiras, como a Diretiva 2014/95/UE e as recomendações da Meta 12.6 dos ODS da ONU, que exige que essa divulgação adicional seja feita de forma integrada às informações financeiras.

Nossos resultados também mostram que a adoção de relatórios integrados pode mudar o perfil de resultados das empresas, pelo menos nos países mais desenvolvidos, tornando sua precificação mais precisa e seus lucros mais previsíveis. Como essas características são geralmente buscadas pelos investidores, a adoção desse tipo de relatório pode ser considerada um indicador relevante para a seleção de ativos, pois pode ser uma boa indicação de que os ativos estão adequadamente precificados e têm retornos menos voláteis. Para as empresas, o relatório integrado pode ser utilizado como uma ferramenta de diferenciação no mercado, oferecendo vantagens

que podem compensar os custos adicionais de sua elaboração e auxiliando em seu processo decisório. Assim, concluímos que, independentemente da estrutura específica, a expansão das informações fornecidas pelas empresas nos relatórios integrados cria valor para os acionistas, especialmente quando o ambiente de informações do país é mais robusto e oferece maior proteção aos acionistas.

Por fim, destacamos que, em 2022, a *IFRS Foundation* anunciou sua participação no *Integrated Reporting and Connectivity Council* (IRCC), que fornece orientações sobre como integrar os relatórios exigidos pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) e pelo *International Sustainability Standards Board* (ISSB). Em 2022, por exemplo, foram emitidos os dois primeiros *Exposure Drafts* para consulta pública, que se tornaram as primeiras normas em junho de 2023: IFRS S1 (Requisitos Gerais para Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade) e IFRS S2 (Divulgações Relacionadas ao Clima). Em termos de estudos futuros, isso abre importantes oportunidades de pesquisa, tanto em termos do escopo e da cobertura dessas normas quanto em termos de seus efeitos sobre a qualidade das informações, seja em países desenvolvidos ou emergentes, bem como nos diferentes setores desses países.

REFERÊNCIAS

- Alipour, M., Ghanbari, M., Jamshidianid, B., & Taherabadi, A. (2019). The relationship between environmental disclosure quality and earnings quality: a panel study of an emerging market. *Journal of Asia Business Studies*, 13 (2), 326-347.
- Ashbaugh-Skaife, H., Gassen, J., & Lafond, R. (2006). Does stock price synchronicity represent firm-specific information? The international evidence. *MIT Sloan Research Paper*, 4551-05.
- Atkinson, A. A., & Waterhouse, J. (1997). A stakeholder approach to strategic performance measurement. *Sloan Management Review*, 38(3), 25-36.
- Austin, P. C. (2011). An introduction to Propensity Score Methods for Reducing the Effects of Cofounding in observational Studies. *Multivariate Behavioral Research*, 46, 399-424.
- Barth, M.E., Cahan, S.F., Chen, L., & Venter, E.R. (2017). The economic consequences associated with integrated report quality Capital Market and real effects. *Accounting, Organizations and Society*, 62, 43-64.
- Beck, C., Dumay, J., & Frost, G. (2015). In pursuit of a “single source of truth”: from threatened legitimacy to integrated reporting. *Journal of Business Ethics*, DOI 10.1007/s10551-014-2423-1.
- Bernardi, C., & Stark, A. W. (2018). Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts. *The British accounting review*, 50,16-31.
- Bissessur, S., & Hodgson, A. (2012). Stock market synchronicity – an alternative approach to assessing the information impact of Australian IFRS. *Accounting and Finance*, 52, 187-212.
- BlackRock. (2019). *BlackRock Investment Stewardship's approach to engagement on long-term strategy, purpose, and culture*. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship> (acessado 18 maio, 2019)
- Bushman, R. & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 237-333.
- Camilleri, M.A. (2018). Theoretical insights on integrated reporting: The inclusion of non-financial capitals in corporate disclosures. *Corporate Communications: An International Journal*, 3(4), 567-581.
- Coluccia, D., Fontana, S., & Solimene, S. (2018). Does institutional context affect CSR disclosure? A study on Eurostox 50. *Sustainability*, 10, DOI:10.3390/su10082823.
- Dasgupta, S., Gan, J., & Gao, N. (2010). Transparency, stock return synchronicity, and the informativeness of stock prices: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5).
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants, and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401.
- Dechow, P., & Schrand, C. (2004). *Earnings quality*. Charlottesville (VRGinia), CFA Institute.
- Dong, M. & Stettler, A. (2011). Estimating firm-level and country-level effects in cross-sectional analyses: An application of

- hierarchical modeling in corporate disclosure studies. *The International Journal of Accounting*, 46, 271-303.
- Doukakis, L. (2010). The persistence of earnings and earnings components after the adoption of IFRS. *Managerial Finance*, 36(11), 969-980.
- Dumay, J., Bernardi, C., Guthrie, J., & Demartini, P. (2016). Integrated reporting: A structured literature review. *Accounting Forum*, 40(3), 166-185.
- Durnev, A. R., Morck, B. Y., & Zarowin, P. (2003). Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? *Journal of Accounting Research*, 41, 797-836.
- Eccles, R.G., & Krzus, M.P. (2010). *One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy*. New York: John Wiley and Sons.
- Eccles, R.G., & Serafeim, G. (2011). Accelerating the Adoption of Integrated Reporting, in De Leo, F; Vollbracht, M. (eds.), *CSR Index 2011*, InnoVatio Publishing Ltd., 70-92.
- Flores, E. S., Fasan, M., & Mendes-da-Silva, W. (2019). Integrated reporting and capital markets in an international setting: the role of financial analysts. *Business Strategy and the Environment*, Early Review.
- Francis, J.; Lafond, R.; Olsson, P. M.; Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Gaio, C. (2010). The Relative Importance of Firm and Country Characteristics for Earnings Quality around the World. *European Accounting Review*, 19(4), 693-738.
- García-Sánchez, I-M., & Noguera-Gámez, L. (2017). Integrated reporting and stakeholder engagement: the effect on information asymmetry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(5), 395-413.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-2), 3-73.
- Grewal, J., Haumtman, C., & Serafeim, G. (2018). *Stock price synchronicity and material sustainability information*, working paper 17-098, Harvard Business School.
- Gul, F. A., Kim, J., & Qiu, A. A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholder, audit quality, stock price synchronicity: evidence from China. *Journal of Financial Economics*, 95, 425-442.
- Hope, O. (2003). Disclosure practices, enforcement of accounting standards and analysts' forecast accuracy: an international study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 235-272.
- Houqe, M.N. & Monem, R. M. (2016). IFRS Adoption, Extent of Disclosure, and Perceived Corruption: A Cross-Country Study. *The International Journal of Accounting*, 51(3), 363-378.
- IIRC – International Integrated Reporting Council. (2013). 'The International <IR> Framework'. Disponível em: <http://www.theiirc.org/international-irframework/> (acessado 19 julho, 2018).
- Jin, L., & Myers, S.C. (2006). R^2 around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79, 257-292, 2006.
- Kang, T., Krishnan, G. V., Wolfe, M. C., & Yi, H.S. (2012). The impact of eliminating the 20-F Reconciliation requirement for IFRS filers on earning persistence and information uncertainty. *American Accounting Association*, 26(4), 741-765.
- Khandaker, S. (2011). R square measure of stock synchronicity, *International Review of Business Research Papers*, 7(1), 165-175.
- Kim, J., & Shi, H. (2012). IFRS reporting, firm-specific information flows, and institutional environments: international evidence. *Review of Accounting Studies*, 17(3), 474-517.
- Langbein, L., & Knack, S. (2010). The worldwide governance indicators: Six, one, or none? *Journal of Development Studies*, 46(2), 350-370.
- Lee, K., & Yeo, G. H. (2015). The Association between Integrated Reporting and firm valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(4), 1221-1250.
- Lipe, R. (1990). The relation between stock return and accounting earnings given alternative information. *The accounting review*, 65(1), 49-71.
- Macias, H.A., & Farfan-Lievano, A. (2017). Integrated reporting as a strategy for firm growth: multiple case studies in Colombia. *Meditari Accountancy Research*, 25(4), 605-628.
- Mahjoub, L. B., & Khamoussi, H. (2012). Environmental and social policy and earning persistence. *Business Strategy and the Environment*, 22(3).
- Martinez, C. (2016). *Effects of integrated reporting on the firm's value: evidence from voluntary adopters of the IIRC's framework*. SSRN Working Paper.
- Melloni, G., Caglio, A., & Perego, P. (2017). Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness, and balance in Integrated Reports. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36, 220-238.
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 59(1/2), 215-260.
- Ntow-Gyamfi, M., Bokpin, G.A., & Gemegah, A. (2015). Corporate governance and transparency: evidence from stock return synchronicity. *Journal of Financial Economic Policy*, 7(2), 157-179.
- Piotroski, J. & Roulstone, D. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The Accounting Review*, 79, 1119-1151.
- Pistoni, A., Songini, L., & Bavagnoli, F. (2018). Integrated Reporting Quality: an empirical analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25, 489-507.
- Roll, R. (1988). R^2 . *Journal of Finance*, v.43, n.3, p. 541-566.
- Sant'anna, P. H. & Song, X. (2019). *Specification Test for the Propensity Score*. Disponível em: <https://arxiv.org/abs/1611.06217> (acessado 20 setembro, 2019).
- SEC – Securities and Exchange Commission. (2016). *Business and financial disclosure required by Regulation S-K*. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/concept/2016/33-10064.pdf> (acessado 11 maio, 2019).
- Velte, P., & Stawinoga, M. (2017). Integrated reporting: the current state of empirical research, limitations and future research implications. *Journal of Management Control*, 28, 275-320.
- Yeh, Y.M.C., Chen, H., & Wu, M. (2014). Can information transparency improve earning quality attributes? Evidence from an enhanced disclosure regime in Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(4), 237-253.
- Zaro, E. S. (2019). *Cost of capital and voluntary disclosure of integrated reporting: the role of institutional factors*. Doctoral Thesis. Universidade de São Paulo – USP, 2019.
- Zhou, S., Simnett, R., & Green, W. (2017). Does integrated reporting matter to the capital Market? *Abacus*, 53, 94-132.