



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA
MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

ANA THAIS CARNEIRO CISNE

INTERNACIONALIZAÇÃO E *DISCLOSURE* DE RISCOS NAS MAIORES
COMPANHIAS ABERTAS DO BRASIL

FORTALEZA

2021

ANA THAIS CARNEIRO CISNE

INTERNACIONALIZAÇÃO E *DISCLOSURE* DE RISCOS NAS MAIORES
COMPANHIAS ABERTAS DO BRASIL

Dissertação apresentada à Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças. Orientadora: Prof.^a Dr.^a Alessandra Carvalho de Vasconcelos.

FORTALEZA

2021

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

- C527i Cisne, Ana Thais Carneiro.
Internacionalização e disclosure de riscos nas maiores companhias abertas do Brasil / Ana Thais Carneiro Cisne. – 2021.
82 f. : il. color.
- Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2021.
Orientação: Profa. Dra. Alessandra Carvalho de Vasconcelos..
1. Internacionalização. 2. Transparência corporativa. 3. Disclosure de riscos não financeiros. 4. Teoria do disclosure. I. Título.

CDD 658

ANA THAIS CARNEIRO CISNE

INTERNACIONALIZAÇÃO E *DISCLOSURE* DE RISCOS NAS MAIORES
COMPANHIAS ABERTAS DO BRASIL

Dissertação apresentada à Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Aprovada em: 27/10/2021

BANCA EXAMINADORA

Prof.^a Dr.^a Alessandra Carvalho de Vasconcelos (Orientadora)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Hugo Santana de Figueirêdo Junior
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Afonso Carneiro Lima
Universidade de Fortaleza (UNIFOR)

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus pelo dom da vida, por mais essa conquista, por ter me ajudado em toda a caminhada, dado força e coragem nessa empreitada e por colocar pessoas maravilhosas no meu caminho. Quero agradecer, também, a Nossa Senhora, por “passar na frente” com seu manto sagrado em todos momentos da minha vida, principalmente nos mais desafiantes.

Aos meus pais, Neto Cisne e Conceição Ângela, e minhas irmãs, Leticia Maria e Ana Vitória, por todo apoio e incentivo para o meu crescimento pessoal e profissional.

Ao Daniel Anderson por todo apoio, parceria e companheirismo de sempre, principalmente pela paciência nesse processo.

Aos tios Francisco José e Ana Maria e as primas Érika Caroline e Juliana Cisne pelo acolhimento em sua casa por vários dias durante essa jornada

A toda minha família e amigos pela torcida, incentivo e por estarem sempre presentes, torcendo e vibrando nas minhas conquistas.

Aos colegas da turma de mestrado, que tornaram a realização desse projeto mais divertido e alegre, em especial Thais Castro por toda jornada compartilhada, sendo uma amiga fiel, companheira que sempre me apoiou em todos os momentos; Beatriz Alves pela colaboração na coleta dos dados; e Andrezza Espindola por compartilhar comigo o estágio docente.

Ao Glauber dos Santos por seu inestimável apoio durante a elaboração dos procedimentos estatísticos e por compartilhar sua experiência e seus conhecimentos. Uma pessoa dotada de espírito colaborativo e sempre pronto para ajudar.

A professora e orientadora Prof.^a Dr.^a Alessandra Carvalho de Vasconcelos, por todo ensinamento compartilhado na condução desta pesquisa, em especial, agradece-la por sua paciência, apoio e incentivo diante dos obstáculos na elaboração dessa pesquisa. Uma pessoa iluminada e visionária.

Aos membros da banca: Prof. Dr. Hugo Santana de Figueirêdo Junior, Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo e Prof. Dr. Afonso Carneiro Lima por compartilharem seus conhecimentos e contribuírem com valiosas sugestões no desenvolvimento da pesquisa.

A todos os professores, coordenadores e colaboradores que compõem o Mestrado Acadêmico em Administração e Controladoria da UFC pelo suporte acadêmico.

Que Deus retribua a todos.

RESUMO

Com a rivalidade imposta pelo mercado global, as evidências sobre os riscos corporativos tornam-se primordiais nos relatórios financeiros das companhias abertas brasileiras, especialmente das que possuem atuação internacional. Contudo, suas formas de atuação estão associadas a informações assimétricas e riscos substanciais, principalmente quando se analisa mercados emergentes. Ademais, essas companhias utilizam da discricionariedade ao definir a qualidade e a extensão da divulgação de riscos. No entanto, observa-se que apesar de não ser uma temática contemporânea, no Brasil, a pesquisa sobre *disclosure* de riscos ainda é incipiente e pontual. Com isso, à luz da teoria do *disclosure*, a presente pesquisa possui como objetivo geral investigar a relação entre a internacionalização e o *disclosure* de riscos não financeiros nas maiores companhias abertas do Brasil. A amostra reúne 111 empresas de capital aberto listadas nas “Melhores e Maiores” da Revista Exame dos anos de 2017 a 2019. Para avaliar o perfil de internacionalização das empresas foram considerados quatro indicadores: participação estrangeira no capital social, internacionalização das ações, internacionalização das receitas e internacionalização dos mercados. A análise de conteúdo da seção 4 dos Formulários de Referência das empresas indicou o nível de *disclosure* de riscos não financeiros. A análise considerou uma escala de 0 a 4 baseada com aplicação de um *checklist* pré-estabelecido com 31 fatores de risco, agrupados nas subcategorias riscos operacionais, riscos de dano, riscos de integridade e riscos estratégicos. A relação do objetivo geral foi analisada a partir da aplicação de regressão linear múltipla e os objetivos específicos foram analisados por meio de estatística descritiva, teste de diferença entre médias e análise de correspondência. Em linhas gerais, observou-se, por meio dos testes de diferença entre médias, que existem diferenças significativas no *disclosure* de riscos de dano, de integridade e estratégicos entre os grupos de empresas internacionalizadas e não internacionalizadas em cada indicador investigado, em razão da inserção internacional das empresas. Além disso, o nível de *disclosure* de riscos não financeiros geral indica sofrer interferência da internacionalização na amostra de empresas, o que converge com os pressupostos da teoria do *disclosure*. Os resultados da análise de correspondência sugerem que níveis de *disclosure* de riscos não financeiros mais elevados podem estar acompanhados de uma maior atuação das empresas no mercado internacional. Por sua vez, os resultados da análise de regressão não confirmam a hipótese de que o perfil de internacionalização das empresas influencia o nível de *disclosure* de riscos não financeiros. Agora, por seu turno, a presença do capital estrangeiro na estrutura de propriedade da empresa leva a um maior nível de *disclosure* de riscos não financeiros. Em outros termos, a forma de inserção internacional da empresa, e não o seu perfil de internacionalização de modo geral, pode explicar a transparência em termos de informações sobre riscos corporativos não financeiros, refutando a hipótese da pesquisa, o que levanta indícios sobre a necessidade de novos estudos sobre os constructos – internacionalização de empresas e *disclosure* de riscos não financeiros, especialmente os voltados às formas de relacionamento das empresas com outros países e mercados.

Palavras-chave: Internacionalização. Transparência corporativa. *Disclosure* de riscos não financeiros. Teoria do *disclosure*.

ABSTRACT

With the rivalry imposed by the global market, disclosures about corporate risks become essential in the financial reports of Brazilian publicly-held companies, especially those with international operations. However, its ways of acting are associated with asymmetric information and substantial risks, especially when analyzing emerging markets. Furthermore, these companies use discretion when defining the quality and extent of risk disclosure. However, it is observed that, despite not being a contemporary theme, in Brazil, research on risk disclosure is still incipient and punctual. Thus, in the light of the theory of disclosure, the present research has the general objective of investigating the relationship between internationalization and the disclosure of non-financial risks in the largest publicly-held companies in Brazil. The sample gathers 111 publicly traded companies listed in Exame Magazine's "Melhores e Maiores" from the years 2017 to 2019. To assess the companies' internationalization profile, four indicators were considered: foreign participation in the capital stock, internationalization of shares, internationalization of revenues, and internationalization of markets. The content analysis of section 4 of the companies' Reference Forms indicated the level of disclosure of non-financial risks. The analysis considered a scale from 0 to 4 based on the application of a pre-established checklist with 31 risk factors, grouped into the subcategories operational risks, damage risks, integrity risks, and strategic risks. The relationship of the general objective was analyzed through the application of multiple linear regression and the specific objectives were analyzed using descriptive statistics, a test of the difference between means, and correspondence analysis. In general terms, it was observed, through the tests of difference between means, that there are significant differences in the disclosure of damage, integrity, and strategic risks between the groups of internationalized and non-internationalized companies in each investigated indicator, due to the insertion of international companies. In addition, the general level of non-financial risk disclosure indicates interference from internationalization in the sample of companies, which converges with the assumptions of disclosure theory. The results of the correspondence analysis suggest that higher levels of disclosure of non-financial risks may be accompanied by a greater performance of companies in the international market. In turn, the results of the regression analysis do not confirm the hypothesis that the internationalization profile of companies influences the level of disclosure of non-financial risks. Now, in turn, the presence of foreign capital in the company's ownership structure leads to a greater level of disclosure of non-financial risks. In other words, the form of the company's international insertion, and not its internationalization profile in general, can explain transparency in terms of information on non-financial corporate risks, refuting the research hypothesis, which raises indications about the need for new studies on the constructs – internationalization of companies and disclosure of non-financial risks, especially those focused on how companies relate to other countries and markets.

Keywords: Internationalization. Corporate transparency. Disclosure of non-financial risks. Disclosure Theory.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Associação entre perfil de internacionalização e <i>disclosure</i> de riscos não financeiros	61
--	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Tipos de riscos financeiros e não financeiros e respectivos fatores de riscos	30
Quadro 2 – Indicadores selecionados para perfilar a internacionalização das empresas	42
Quadro 3 – Escala da avaliação do <i>disclosure</i> adotada na pesquisa	43
Quadro 4 – Fatores de riscos por subcategoria de riscos não financeiros	44
Quadro 5 – Variáveis de controle	45
Quadro 6 – Referência cruzada proposta entre as categorias de análise	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da amostra da pesquisa	41
Tabela 2 – Análise do perfil de internacionalização das empresas e a ocorrência dos indicadores	49
Tabela 3 – Análise dos indicadores de internacionalização das empresas, por ano.....	50
Tabela 4 – Análise dos indicadores de internacionalização das empresas, por setor	51
Tabela 5 – Análise do nível <i>disclosure</i> de riscos não financeiros das empresas.....	52
Tabela 6 – Análise do <i>disclosure</i> de riscos não financeiros das empresas, por setor.....	54
Tabela 7 – Análise dos indicadores de internacionalização x <i>disclosure</i> de riscos não financeiros (média de pontuação e percentual)	55
Tabela 8 – Teste de Mann-Whitney: <i>Disclosure</i> de riscos operacionais nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas	57
Tabela 9 – Teste de Mann-Whitney: <i>Disclosure</i> de riscos de dano nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas.....	57
Tabela 10 – Teste de Mann-Whitney: <i>Disclosure</i> de riscos de integridade nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas.....	58
Tabela 11 – Teste de Mann-Whitney: <i>Disclosure</i> de riscos estratégicos nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas	59
Tabela 12 – Teste de Mann-Whitney: <i>Disclosure</i> de riscos não financeiros geral nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas.....	60
Tabela 13 – Efeito dos indicadores de internacionalização no nível de <i>disclosure</i> - variáveis contínuas.....	64
Tabela 14 – Efeito dos indicadores de internacionalização no nível de <i>disclosure</i> - variáveis <i>dummy</i>	65

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
ANACOR	Análise de Correspondência
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
COSO	<i>The Comitee of Sponsoring Organizations</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
GLS	<i>Generalized Least Squares</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
LM	<i>Lagrange multiplier</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
POLS	<i>Pooled Ordinary Least Squares</i>
ROA	<i>Return on Assets</i> (Retorno sobre Ativos)
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SPSS	<i>Statistical Package for the Social Sciences</i>
STATA	<i>Software for Statistics and Data Science</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
1.1 Contextualização	12
1.2 Objetivos.....	17
1.2.1 Objetivo geral	17
1.2.2 Objetivos específicos.....	17
1.3 Justificativa.....	18
1.4 Estrutura da pesquisa	20
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	22
2.1 Internacionalização de empresas	22
2.2 Perfil de internacionalização das empresas	24
2.3 Teoria do <i>disclosure</i> e <i>disclosure</i> de riscos	26
2.4 Tipos de riscos corporativos	29
2.5 Relação dos constructos e formulação da hipótese da pesquisa	31
3 PROPOSTA METODOLÓGICA	40
3.1 Tipologia da pesquisa	40
3.2 População e amostra da pesquisa	40
3.3 Coleta dos dados e operacionalização das variáveis	41
3.4 Tratamento dos dados.....	45
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	49
4.1 Perfil de internacionalização das empresas	49
4.2 <i>Disclosure</i> de riscos.....	51
4.3 Internacionalização e <i>disclosure</i> de riscos não financeiros.....	55
4.4 Relação entre o perfil de internacionalização e o nível de <i>disclosure</i> de riscos não financeiros	62
5 CONCLUSÃO.....	67
REFERÊNCIAS	70
APÊNDICE A - Amostra do estudo	81

1 INTRODUÇÃO

A presente seção apresenta os principais marcos teóricos da pesquisa, com a contextualização que leva a questão de pesquisa. Na sequência, apresentam-se os objetivos propostos, levantados de acordo com a problemática observada. Por fim, é exposta a justificativa da pesquisa, a fim de evidenciar a motivação para a sua realização, bem como suas implicações na esfera acadêmica e na prática da administração de empresas, seguidos da estrutura da pesquisa.

1.1 Contextualização

Após a abertura da economia e a consequente estabilização com a implementação do Plano Real no início dos anos 1990, alguns aspectos presentes na economia nacional como juros elevados, alta carga tributária, infraestrutura enfraquecida e baixa oferta de mão de obra qualificada fizeram as empresas brasileiras terem dificuldades em se manterem competitivas (SAKAGAMI, 2012), o que causou um expressivo crescimento no fluxo de capitais estrangeiros, tanto de investimentos estrangeiros para o território nacional, quanto de empresas brasileiras para o exterior (SANTOS, 2015).

Esse processo criou um cenário dinâmico e com condições macroeconômicas para uma maior atração de empresas nos setores econômicos, onde se faz necessário que as organizações busquem um maior desenvolvimento (BROWM; KIMBROUGH, 2011) e distinção quanto à capacidade e à eficiência para criar, expandir e aplicar recursos (TSAI; CHEN, 2010) que possam propiciar estratégias para impulsionar suas economias e aumentar suas inovações de forma que promovam seu crescimento e avanço (DEGHETTO; LAMONT; HOLMES, 2020).

Nesse contexto, a internacionalização surge como uma estratégia de expansão que possibilita a empresa se antecipar à concorrência local ao diversificar seus riscos em operações e alcançar novos mercados, novas oportunidades com o propósito de aumentar a sua presença, aumentando suas vendas, oferecendo seus produtos e serviços capazes de gerar valor em novos mercados internacionalmente (BEAMISH, 1990; ERIKSSON et al., 2014).

Na literatura, há diversas definições de internacionalização de empresas e a presente pesquisa se adequa ao conceito de Larrinaga (2005), que conceitua internacionalização como estratégia corporativa que se traduz em um processo de expansão internacional, afetando, gradualmente, a cadeia de valor e a estrutura organizacional da empresa e comprometendo os recursos e a capacidade da organização no ambiente internacional. Assim, ao se internacionalizar, a empresa aumenta geograficamente suas atividades econômicas,

aproveitando oportunidades além das fronteiras nacionais, ao introduzir seus serviços, produtos e recursos (ALBAITY; CHUAN, 2013; MUZYCHENKO; LIESCH, 2015).

Larrinaga (2005) considera que empresas que possuem um baixo perfil de internacionalização podem comprometer seus recursos e sua estrutura organizacional (LARRINAGA, 2005), pois proporciona uma menor exposição ao risco e uma previsão mais estável quando comparado a empresas com alto perfil de internacionalização (TAVARES et al., 2019). No mesmo sentido, Floriani e Fleury (2012) e Santos, Vasconcelos e De Luca (2015) destacam que a internacionalização pode influenciar de forma significativa as estruturas da empresa, em decorrência das imposições competitivas do mercado internacional, que se diferem daquelas do país de origem, já que compreendem a adaptação estratégica de recursos e estrutura, além do envolvimento internacional.

Por isso, empresas de mercados emergentes, como o Brasil, cada vez mais avançam para países estrangeiros desenvolvidos (WANG et al., 2012; WU et al., 2016). Contudo, existe um desafio de se verificar como a internacionalização acontece, pois é um tema explorado sob diversas perspectivas, no qual há diferentes formas de mensuração, em especial utilizando indicadores – como ferramenta de avaliação, coleta e análise da informação – que ao serem abordados de forma holística podem gerar melhor inserção no exterior (GAO, 2015).

Nesse sentido, a literatura apresenta diversos indicadores para mensurar a internacionalização, tais como volume de vendas externas em relação às vendas totais, participação estrangeira no capital social, quantidade de países onde a empresa possui instalações, listagem da empresa em bolsas de valores estrangeiras, dentre outros (ALMENDRA et al., 2018; FLORIANI; FLEURY, 2012; HASSEL et al., 2003; LU; BEAMISH, 2004; MAIA; VASCONCELOS; DE LUCA, 2013; MITTER et al., 2012; RUIGROK; WAGNER, 2003; SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015; SULLIVAN, 1994). Desse modo, há diversas formas de se estudar o perfil de internacionalização das empresas brasileiras, campo de estudo dessa pesquisa.

Contudo, à medida que a empresa se internacionaliza, há necessidade de uma maior transparência com informações confiáveis e tempestivas que permitem aos seus usuários fazer uma avaliação acurada das condições financeiras e do desempenho, bem como do perfil de negócio, perfil de risco e gestão de riscos (LINSLEY; SHRIVES, 2005), no qual devem incluir elementos que minimizem uma ampla gama de ameaças que surgem quando as empresas seguem o caminho da internacionalização (FUDALINSKI, 2015).

Gulamhussen, Pinheiro e Pozzolo (2014) argumentam que quando uma empresa decide entrar no mercado estrangeiro para operacionalizar suas atividades, busca criar valor para seus

negócios e se ver pressionada a divulgar informações com maior transparência sobre seus negócios. No mesmo sentido, Carvalho, Trapp e Chan (2004) afirmam que, com a inserção internacional, há uma necessidade de divulgação de informações mais relevantes com intuito de aumentar o valor da transparência nos demonstrativos financeiros e nos relatórios institucionais em geral.

Em linhas gerais, as informações divulgadas, portanto, podem influenciar diretamente a forma como os *stakeholders* interagem com a empresa, ou seja, podem ser utilizadas como forma de sinalização para seus grupos de interesse e de auxiliar nas tomadas de decisão (DOSHI; DOWELL; TOFFEL, 2013). Por esse ângulo, a teoria do *disclosure* explica a evidenciação de informações feita pelas empresas, a fim de apresentar a determinado grupo de usuários algo sobre certo viés empresarial (FUNG, 2014). Isso ocorre pois, apesar dos esforços dos órgãos reguladores, as empresas possuem discricionariedade na determinação do conteúdo, período e forma de evidenciar algumas informações aos seus usuários externos nos relatórios institucionais (SERRA; LEMOS, 2020).

No processo de internacionalização, as empresas se inserem em novas redes de negócios, onde se tornam dependentes e se expõem a diferentes riscos (ERIKSSON et al., 2014; NIGRO; ABBATE, 2011), que podem impedir os retornos esperados e possivelmente causar perdas financeiras ou dificultar as estratégias adequadas (DELIGONUL, 2020).

O risco pode ser entendido como qualquer perigo, dano, ameaça ou exposição, que já tenha ou possa impactar a empresa futuramente (LINSLEY; SHRIVES, 2006). Para Gitman (2010), o risco refere-se à possibilidade de perda financeira e à variabilidade dos retornos associados a um ativo, no qual os ativos que possuem maiores possibilidades de perdas financeiras podem ser considerados mais arriscado. Por outro lado, os riscos podem ser considerados como oportunidades para acelerar o desenvolvimento de negócios de longo prazo, como resultado de uma adaptação mais dinâmica da empresa ao mercado do que os seus concorrentes (FUDALINSKI, 2015).

Os riscos dentro da rede de negócios da empresa podem ser minimizados através da identificação de suas fontes potenciais e implementação de estratégias apropriadas por meio de uma abordagem coordenada entre os parceiros, para reduzir a vulnerabilidade do negócio (NIGRO; ABBATE, 2011). Dessa forma, a divulgação de riscos corporativos é essencial para ajudar os usuários a avaliarem o que é essencial para aperfeiçoar suas operações e manter carteiras bem diversificadas (ELZAHAR; HUSSAINEY, 2012).

Reconhece-se, portanto, que o *disclosure* de riscos ajuda no fornecimento de conhecimentos sobre os riscos que a empresa está exposta, evidenciando quais as práticas

adotadas para gerenciá-los e permitindo, dessa forma, que os tomadores de decisão avaliem os efeitos destes na organização, bem como na posição futura da empresa (DOBLER, 2008), possibilitando que os agentes racionais, tomem as melhores decisões possíveis com o propósito de maximizarem seus resultados (DAINELLI; BINI; GIUNTA, 2013).

A literatura não possui um consenso acerca da categorização dos riscos corporativos (CABEDO; TIRADO, 2004; ZONATTO; BEUREN, 2010), podendo ser divididos de forma geral, de acordo com sua categoria, em riscos financeiros e não financeiros. Ntim, Lindop e Thomas (2013) apontam que os riscos financeiros são possíveis perdas nos mercados financeiros, que são em grande parte de natureza interna e monetária com efeitos diretos e imediatos sobre os ativos corporativos e passivos no balanço, enquanto os não financeiros, foco da presente pesquisa, são externos e não são de natureza monetária envolvendo efeitos indiretos e de longo prazo sobre os ativos e passivos corporativos.

Diante da importância do relato de informações de riscos pelas empresas, especialmente em cenários de instabilidade econômico-financeira, segundo Zonatto e Beuren (2012), houve na última década um esforço entre diversas entidades – a *Securities and Exchange Commission* (SEC), para o mercado norte-americano, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), no Brasil; e o *International Accounting Standards Board* (IASB), na edição de normas internacionais de contabilidade – para incentivar a apresentação do *disclosure* de riscos mais significativos para as companhias. Na mesma linha, Jorgensen e Kirschenheiter (2003) comentam que ações dessa natureza são importantes para mostrar à sociedade, às autoridades e às próprias organizações, por meio de seus gestores, a necessidade do estabelecimento de um ambiente adequado de controle, sendo denominado como processo de gerenciamento de riscos corporativos.

A título de exemplo, ao avaliarem especificamente a divulgação de riscos não financeiros em empresas listadas na bolsa de valores da Malásia, Jamil et al. (2020) observaram que não há diretrizes específicas disponíveis para informações de riscos, levando a uma divulgação variada entre as empresas e um baixo nível de informações, que pode acarretar em uma assimetria de informação entre a gestão e os acionistas, levando a um aumento do custo de capital. Medir as informações voluntárias sobre riscos corporativos (financeiros e não financeiros) é uma das principais limitações reconhecidas em estudos anteriores (ABDULLAH et al., 2015; ABRAHAM; COX 2007; LINSLEY; SHRIVES, 2006).

Ademais, mensuração do risco está ligada a diferentes fatores que dependem de normas, valores e regulamentos (ERIKSSON et al., 2014). As empresas de capital aberto que atuam no Brasil seguem recomendações derivadas da CVM. A Instrução Normativa CVM nº. 480/2009,

que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos a negociação em mercados regulamentados, estabelece que, no Formulário de Referência, além de outras informações, a empresa descreva, quantitativa e qualitativamente, os fatores de riscos a que está sujeita, inclusive aqueles referentes aos demais países onde atua (CVM, 2009).

A descrição dos fatores de riscos inerentes ao negócio da empresa é, portanto, uma das informações descritivas abrangidas pelo Formulário de Referência, para as empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Nesse item devem ser expostos, por ordem de relevância, todos e quaisquer fatores de riscos que possam influenciar a decisão dos usuários (CVM, 2009). Entretanto, considera-se que, mesmo obrigadas a cumprir esse normativo, as empresas valem-se da discricionariedade no tocante às práticas de *disclosure*, podendo haver, entre outros motivos, fatores relacionados à atuação internacional que determinem uma maior qualidade de divulgação de informações sobre riscos corporativos.

Destarte, ao analisar a qualidade da evidenciação voluntária de informações sobre os riscos corporativos, acredita-se que este estudo contribuirá para o aprofundamento da discussão sobre *disclosure* no mercado acionário brasileiro, à luz da teoria do *disclosure*. A teoria do *disclosure* considera que divulgar mais informações através dos relatórios institucionais de alta qualidade, resulta em uma maior confiança do investidor (VERRECCHIA, 2001). Sob essa ótica, Gao (2010) afirma que, ao revelar suas informações ao mercado, a empresa pode afetar suas decisões de investimento ao influenciar crenças e avaliações dos investidores, orientando-os e assim, promover possível impacto no preço das ações.

A informação desempenha, portanto, papel fundamental na definição e execução da estratégia, sendo um veículo de avaliação de desempenho, pois os fatores econômicos e financeiros podem afetar de forma significativa os resultados das empresas, podendo torná-las mais vulneráveis aos diversos fatores de riscos (KIMURA; PERERA, 2005). E assim, baseando-se nas informações apresentadas pelos gestores, os investidores poderão fazer conclusões sobre o desempenho e perspectivas futuras da organização e tomar decisões de investimento mais acertadas (MIIHKINEN, 2012).

Com isso, considerando que as empresas buscam melhorar suas estratégias para superar seus concorrentes, as evidenciações sobre riscos tornam-se primordiais nos relatórios institucionais das empresas em geral, especialmente das que possuem atuação internacional, pois aumentam a qualidade do *disclosure*, o qual pode, entre outros aspectos, atrair a atenção dos investidores nacionais e estrangeiros. Além disso, é considerada uma boa prática para aumentar a transparência e o *accountability* dessas organizações, assegurando maior confiabilidade junto aos seus *stakeholders*, contribuindo para a consolidação da imagem da

empresa no mercado externo. Dessa forma, na presente pesquisa argumenta-se que quando a empresa atua no mercado internacional de forma mais intensa, ela tende a apresentar melhor qualidade informacional quanto às informações de riscos. No estudo, considera-se que utilizando de seu poder discricionário quanto à qualidade do *disclosure* de riscos, é possível que, mesmo com a exigência de evidenciação de informações sobre os fatores de riscos, as companhias abertas brasileiras utilizem-se da discricionariedade ao definir a qualidade e extensão dessa divulgação.

Assim, apesar da relação entre internacionalização e riscos corporativos já ter sido apresentada em alguns trabalhos (ALMENDRA et al., 2018; KWOK; REEB, 2000; MILLER, 1992), o relacionamento empírico entre a internacionalização da empresa e o relato de riscos não financeiros ainda não foi devidamente explorado. Para tanto, a presente pesquisa busca analisar a divulgação de riscos não financeiros no contexto brasileiro, tendo em vista que os estudos em mercados emergentes têm sido escassos quando comparado com os países desenvolvidos (ALVES; CHEROBIM, 2009; CARVALHO; TRAPP; CHAN, 2004; CUNHA; SILVA; FERNANDES, 2011; PASSOS et al., 2017; SANTOS; COELHO, 2018).

Além do mais, busca preencher essa lacuna por meio de uma análise da qualidade do *disclosure* evidenciado pelas empresas do Brasil, pois a maioria dos estudos foca na quantidade da evidenciação, ficando aquém trabalhos sobre sua qualidade (BERETTA; BOZZOLAN, 2004).

Nesse contexto, a pesquisa apresenta como questão de pesquisa: Como se relacionam a internacionalização e o *disclosure* de riscos nas maiores companhias abertas brasileiras?

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo geral

Diante do exposto, o presente estudo tem como objetivo geral investigar a relação entre a internacionalização e o *disclosure* de riscos não financeiros nas maiores companhias abertas do Brasil.

1.2.2 Objetivos específicos

E para alcançar o objetivo geral, foram traçados os seguintes objetivos específicos:

- i. Analisar os indicadores de internacionalização das empresas com vistas à avaliação do perfil de internacionalização.
- ii. Examinar o nível de *disclosure* de riscos não financeiros das empresas, com foco

nos fatores de riscos.

- iii. Relacionar a internacionalização e o *disclosure* de riscos não financeiros das empresas e seus respectivos setores de atuação.

1.3 Justificativa

Este trabalho tem o intuito de investigar a relação entre a internacionalização e a divulgação de riscos nas empresas do *ranking* das maiores empresas de capital aberto do Brasil, representadas por aquelas listadas nas “Melhores e Maiores” da Revista Exame nos anos de 2017 a 2019. A escolha dessas empresas ocorreu, porque os critérios de seleção das empresas pela Revista Exame são realizados com confiabilidade, por profissionais competentes, no qual disponibilizam informações sobre diferenciadas empresas, de diversos setores a fim de contribuir para o processo de tomada de decisões dos gestores (ANTUNES; CORRAR; KATO, 2004). Além de presumir que são empresas que, no geral, atuam no mercado internacional e que possuem um nível diferenciado de divulgação de suas informações relevantes para com seus *stakeholders*, proporcionando uma maior qualidade de evidenciação de riscos.

Diante da importância desse grupo de empresas selecionadas, outros trabalhos já analisaram as “Melhores e Maiores” da Revista Exame (ANTUNES; CORRAR; KATO, 2004; MAIA et al., 2020; SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015), e foi indicado que empresas participantes desse grupo atuam internacionalmente (SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015). Outras pesquisas nacionais investigaram diferentes grupos de análise como as companhias abertas listadas na BM&FBovespa (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo) (ALMENDRA et al., 2018) e as premiadas pela Abrasca (WRUBEL; SOUZA; CUNHA, 2015).

Esta pesquisa analisa o perfil de internacionalização das empresas a partir de indicadores disseminados na literatura nacional e internacional e averigua a qualidade do *disclosure* de riscos não financeiros, a partir da classificação em riscos operacionais, riscos de dano, riscos de integridade e riscos estratégicos (LINSLEY; SHRIVES, 2006; MIIHKINEN, 2012; NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013) nos anos de 2017 a 2019.

O estudo se justifica pela relevância do tema internacionalização (STAL, 2010), no qual suas formas de atuação estão associadas a informações assimétricas e riscos substanciais, principalmente quando se analisa mercados emergentes. Assim, a internacionalização enfrenta a diversidade dos cenários estratégicos e das decisões que dependem do comportamento na divulgação de cada empresa (FILATOTCHEV et al., 2019). Nessa perspectiva, firmas com

atuação no exterior através de diferentes formas de atuação internacional, tendem a divulgar mais informações ao mercado (DUARTE et al., 2019).

Por seu turno, perante um múltiplo e variado conjunto de acontecimentos, não é mais possível ficar alheio ao estudo dos riscos corporativos, pois eles influenciam as empresas, auxiliando no processo de decisão e na escolha do melhor caminho para obter vantagens daquilo que, até um momento, constituía fonte de apreensão e receio (TAVARES; PACHECO; PIRES, 2016). Com isso, em relação à contribuição para a prática da administração de empresas, esta pesquisa se torna relevante para os investidores de modo geral, pois, no caso do Brasil, verifica a qualidade informacional das empresas no Formulário de Referência no que tange aos riscos e diferencia-se das demais por não analisar somente a classificação de evidenciações (IBRAHIM; HUSSAINEY, 2019; LINSLEY; SHRIVES; CRUMPTON, 2006) ou a quantidade dos fatores de riscos divulgados (ABRAHAM; SHRIVES, 2014; BAO; DATTA, 2014; BERETTA; BOZZOLAN, 2004; KLANN; KREUZBERG; BECK, 2014), mas por verificar a qualidade da divulgação de riscos não financeiros na perspectiva da internacionalização de empresas.

Em relação à transparência, considera-se que a disponibilidade de informações específicas sobre riscos corporativos é considerada de fundamental importância pelos *stakeholders* (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004). Além disso, as empresas passam a ter em mãos um importante recurso que facilitará a sua expansão internacional (DUARTE et al., 2019).

Ademais, com base na literatura internacional, observa-se que apesar de não ser uma temática contemporânea (ABRAHAM; SHRIVES, 2014; ELSHANDIDY et al., 2018; LINSLEY; SHRIVES, 2006), no Brasil a pesquisa sobre *disclosure* de riscos ainda é incipiente e pontual (ALMENDRA et al., 2018; CUNHA; SILVA; FERNANDES, 2011), no qual os estudos sobre a qualidade do *disclosure* de riscos ocorrem mais em países desenvolvidos como os Estados Unidos (CAMPBELL et al., 2014; LINSLEY; SHRIVES; CRUMPTON, 2006; PÉRIGNON; SMITH, 2010; WEI et al., 2019) e países europeus (ELZAHAR; HUSSAINEYS, 2012; IBRAHIM; HUSSAINEY, 2019; LINSLEY; SHRIVES; CRUMPTON, 2006). Dessa forma, há uma necessidade em explorar esse constructo – *disclosure* de riscos – em contextos de países emergentes, como o Brasil, pois ainda é exordial tanto no que tange ao *disclosure* de risco (ALVES; CHEROBIM, 2009; ELAMER; NTIM; ABDU, 2017; LI; HE; XIAO, 2019; NEIFAR; JARBOUI, 2018; NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013), como sobre a relação entre internacionalização e risco (ALMENDRA et al., 2018; STOCKER; ABIB, 2019).

Apesar de não existir consenso na literatura quanto à classificação dos riscos corporativos, o presente estudo foca na categoria dos riscos não financeiros, em virtude da

pouca investigação dessas informações (ELSHANDIDY et al., 2018; JAMIL et al., 2020; LEOPIZZI et al., 2020) e da tendência das empresas em relatá-las de forma reduzida em comparação às informações concernentes aos riscos financeiros (AMEZAGA-ALONSO et al., 2020).

Desse modo, ressalta-se o caráter inédito desta pesquisa, no mercado acionário brasileiro, pela investigação conjunta dos dois construtos – internacionalização de empresas e *disclosure* de riscos não financeiros, não identificada até o momento em estudos prévios, o que contribui para melhorar a compreensão dos aspectos comuns e multidisciplinares que tangenciam a internacionalização e a transparência corporativa (DUARTE et al., 2019).

Do exposto, a partir de uma amostra com as maiores companhias abertas do Brasil, este estudo contribui para a ampliação do escopo de avaliação do constructo internacionalização, tomado aqui como perfil de internacionalização por quatro perspectivas distintas (capital social, receitas, bolsa de valores e instalações) junto à qualidade do *disclosure* de riscos não financeiros, subdividido em quatro subcategorias: riscos operacionais, riscos de dano, riscos de integridade e riscos estratégicos, contribuindo, assim, para o avanço de ambas as temáticas no campo teórico-empírico.

Em meio a essa discussão, este estudo se justifica porque embora a internacionalização tenha sido abordada em alguns estudos sobre transparência corporativa sob diferentes perspectivas, esta pesquisa busca discutir o relacionamento da qualidade do *disclosure* de riscos não financeiros em empresas mais e menos internacionalizadas, ainda não devidamente explorado. Dessa forma, a relevância deste estudo se dá a partir da análise entre as diferenças existentes entre empresas internacionalizadas e não internacionalizadas, em virtude principalmente do relato de riscos.

1.4 Estrutura da pesquisa

Esta dissertação está estruturada em cinco seções, sendo a primeira introdutória, que abordou o contexto do estudo, o questionamento de pesquisa, os objetivos que norteiam o estudo, bem como a justificativa para a sua realização, pautada nos potenciais contribuições do estudo.

Na segunda seção, é apresentado o referencial teórico da pesquisa, dividido em cinco subseções. A princípio, aborda-se o tema internacionalização de empresas, e na sequência versa-se sobre o perfil de internacionalização, a teoria do *disclosure*, enfatizando o *disclosure* de riscos, bem como os tipos de riscos corporativos. Depois, evidenciam-se os estudos empíricos anteriores acerca da relação entre os construtos.

Na terceira seção, é exposta a metodologia do trabalho, com a classificação da tipologia da pesquisa, definição da população e amostra da pesquisa e dos procedimentos a serem utilizados para a coleta dos dados e operacionalização das variáveis, bem como o tratamento que será utilizado para alcance dos objetivos de pesquisa e dos testes da hipótese proposta. A quarta seção versa sobre os resultados obtidos, através dos procedimentos estatísticos apresentados na metodologia e as discussões com a literatura referenciada.

Por fim, a quinta seção apresenta as conclusões da pesquisa, sintetizando os principais resultados, bem como destacando as contribuições e limitações do estudo, e apontando sugestões para pesquisas futuras

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A presente seção tem como finalidade apresentar a fundamentação teórica da pesquisa, abordando os constructos internacionalização de empresas e *disclosure* de riscos, bem como uma síntese da relação entre os dois, bem como a formulação das hipóteses.

2.1 Internacionalização de empresas

A redução das barreiras comerciais e os incentivos do governo federal após a abertura da economia no início dos anos 1990, bem como a modernização dos meios de comunicação e a melhoria dos meios de transporte, abriram caminhos para a internacionalização de empresas (DENBERG; GOMES, 2011) na busca de alcançar novos mercados, novas oportunidades, e assim, obter mais presença e força no mercado internacional (BEAMISH, 1990).

Por meio da internacionalização, a empresa é capaz de atingir novos mercados a serem explorados, refletindo a sua capacidade de desenvolver a diversificação geográfica global e a flexibilidade organizacional, além de encontrar novas oportunidades no exterior, com o propósito de criar produtos e serviços capazes de atender às exigências dos consumidores (DAI et al., 2014).

A internacionalização das empresas proporciona otimização dos recursos e racionalização da produção, construção de vantagem competitiva, economia de escala e escopo e aumento da rentabilidade (KOGUT, 1985; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2013). Segundo Sakagami (2012), o aumento da internacionalização é impulsionado pela expansão de mercado, maior capacidade de resposta a clientes internacionais, diversificação de portfólio, melhorias de eficiência, além do desenvolvimento das competências da organização já existentes e a aquisição de novas.

Ademais, ainda são inúmeras as motivações para a internacionalização, como, por exemplo, a redução da dependência do mercado interno, a proteção contra ciclos econômicos desfavoráveis, a busca de conhecimento e o acesso a recursos naturais ou menores custos dos fatores (RIBEIRO; SERRA; BERTOLINI, 2016). Nessa perspectiva, observa-se que as empresas internacionalizadas procuram se beneficiar das vantagens decorrentes da criação de subsidiárias em outros países, disposto por diferentes estratégias, envolvendo incertezas, riscos, complexidade e custos, que podem ser compensados pelos benefícios resultantes da expansão, destacando-se o crescimento da firma, a conquista de novos mercados, a economia de escala e o fortalecimento da posição competitiva (SILVA et al., 2015).

No entanto, pesquisadores evidenciaram que a internacionalização pode estar sujeita a riscos e falhas, reconhecendo possíveis desvantagens que afetariam o desempenho empresarial. Dentre estes riscos e falhas foram citados os custos associados à coordenação, controle e sistemas administrativos para a gestão de mercados com culturas diferentes (GERINGER; BEAMISH; DACOSTA, 1989; MICHEL; SHAKED, 1986).

Assim, em muitos países o gerenciamento desses riscos tem sido gradativamente obrigatório nas empresas, ao ponto de ser considerado uma ferramenta imprescindível, sem o qual se torna mais árduo o funcionamento da organização (ECKER-LALA, 2010).

A literatura sobre a internacionalização abrange uma gama de bases teóricas que fundamentam a importância da internacionalização na consecução de maior desempenho pelas empresas (ANNAVARJULA; BELDONA, 2000). Tais teorias são agrupadas em duas categorias: abordagens baseadas em decisões econômicas e abordagens baseadas em decisões comportamentais da empresa. A abordagem econômica pressupõe que a internacionalização é orientada na busca da otimização dos recursos e dos retornos financeiros (HSU; PEREIRA, 2008), enquanto a abordagem comportamental depende de fatores como atitudes, percepções e comportamentos dos tomadores de decisão que estariam orientados a procurar vantagens quanto a redução de riscos no processo de tomada de decisões e quanto a forma de expansão das empresas (GARCIA et al., 2014).

Em outras palavras, as teorias que buscam explicar a internacionalização das atividades empresariais se enquadram nas abordagens econômica e comportamental, nas quais destacam-se, por exemplo, na perspectiva econômica, as teorias: do poder de mercado, da internalização, do paradigma eclético, do comércio internacional, do portfólio de investimentos e do ciclo de vida internacional do produto. Ao passo que a abordagem comportamental abrange as teorias como modelo de Uppsala, perspectiva de *networks* e empreendedorismo internacional (ALBUQUERQUE FILHO et al., 2020).

Cabe destacar que o modelo de Uppsala considera que o processo de internacionalização acontece de forma gradual a partir da aprendizagem e da experiência sobre o mercado externo, tendo como sustentação à distância física relacionada a fatores culturais e práticas de negócios (JOHANSON; VAHLNE, 1977). Além disso, trabalha o risco e a necessidade de minimizá-lo como fator preponderante no processo de internacionalização das empresas (SCHWEIZER et al., 2010).

Sullivan (1994) e Reuber e Fischer (1997) se referem à mensuração da internacionalização de empresas como grau de internacionalização e Santos, Vasconcelos e De Luca (2013) como perfil de internacionalização (termo utilizado na presente pesquisa). Sullivan

(1994) declara ainda que o motivo do baixo progresso em medir o grau (ou perfil) de internacionalização das empresas é a falta de medidas definitivas do fenômeno da internacionalização.

2.2 Perfil de internacionalização das empresas

O perfil de internacionalização de empresas é um tema abrangente e explorado sob várias vertentes, e não há necessariamente uma única forma de avaliação do perfil de internacionalização das empresas. Os estudos não costumam considerar indicadores semelhantes, porém algumas *proxies* são mais frequentes nas pesquisas, dentre as quais se destacam: volume de vendas externas *versus* vendas totais, participação estrangeira no capital social, quantidade de países onde a empresa possui instalações, listagem da empresa em bolsas de valores estrangeiras, dentre outras. Essas *proxies* representam importantes indicadores de internacionalização, e são bastante difundidos na literatura (FLORIANI; FLEURY, 2012; HASSEL et al., 2003; HONÓRIO, 2009; MAIA; VASCONCELOS; DE LUCA, 2013; MITTER et al., 2012; SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015; SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011; SULLIVAN, 1994).

Um importante indicador de internacionalização condiz com a participação acionária de estrangeiros no capital social da empresa, a qual se dá por meio da atração de investidores estrangeiros, via investimento direto no exterior, fazendo a empresa obter vantagens competitivas em âmbito global (MAIA; VASCONCELOS; DE LUCA, 2013). Ademais, Hassel et al. (2003) abordam, além da participação de estrangeiros no capital social da empresa, outro tipo de indicador de internacionalização que se refere à quantidade de países onde a empresa possui seus valores mobiliários listados.

Outrossim, Santos, Vasconcelos e De Luca (2015) tratam da internacionalização das receitas que se refere à proporção de receitas da empresa que são derivadas do exterior.

Contudo, o estudo de Almendra et al. (2018) apontou além do indicador de internacionalização ligado a quantidade de países onde a empresa negocia suas ações e a internacionalização de receitas, um indicador de internacionalização ligado à quantidade de países onde a empresa atua, dada pela presença física das empresas em outros países, e pela quantidade de empregados no exterior e/ou experiência internacional dos executivos, indicador também apontado no estudo de Floriani e Fleury (2012).

Enquanto, a pesquisa de Nascimento et al. (2020) utilizou como indicadores a participação de estrangeiros no capital social da empresa, a internacionalização das receitas e o número de países onde a empresa possui instalações.

Porém, evidencia-se que a análise sobre internacionalização de empresas em países em desenvolvimento deve ser diferente daquela feita em economias desenvolvidas, pois naqueles há diferentes padrões, que não são corretamente contemplados na maioria dos estudos sobre a temática (CUERVO-CAZURRA, 2012).

Por outro lado, Santos et al. (2020) verificaram a relação entre a concentração acionária aliada a exportação, enquanto indicador de internacionalização, e o fator de desempenho nas empresas de capital aberto, criando três modelos que se diferenciam pelo acréscimo da exportação quadrática e cúbica no intuito de verificar o comportamento da exportação.

Observa-se que, por meio do processo de globalização, a integração econômica, social, cultural e política entre os diversos países facilitou a expansão das negociações e o alcance de melhores resultados para as empresas, aumentando as transações comerciais e de investimentos, e a busca por parte de empresas por internacionalização com o objetivo de se manterem ou se tornarem mais competitivas (COSTA; FIGUEIRA, 2017). Assim, essas firmas possuem necessidades para financiar suas atividades dentro dessa nova realidade, na qual uma das diversas formas existentes para a captação de recursos é a abertura de capital em bolsas de valores estrangeiras.

No caso das empresas brasileiras, estudos revelam que estas têm realizado negociações de títulos mobiliários na *New York Stock Exchange* (NYSE), o principal mercado de valores do mundo, sob a forma de ADRs, no qual possuem como lastro ações da própria empresa emitidas no país de origem da mesma (GUIA et al., 2017). Porém, diferentemente da B3, a NYSE não define níveis de governança corporativa, mas define, em seu manual de sociedades inscritas na NYSE, as diretrizes gerais para que as empresas adotem práticas de governança corporativa que protejam os investidores (GONÇALVES et al., 2008).

Segundo Guia et al. (2017), ao listar suas ações na NYSE, a empresa ganha em visibilidade, liquidez e valor de mercado, porém, precisa se adaptar aos padrões de contabilidade americanos e obter aprovação dos órgãos regulamentadores do mercado de ações. Nesse caso, as companhias abertas estrangeiras listadas na NYSE são obrigadas a seguir diversas regras relacionadas aos aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados "princípios de governança corporativa" que foram fortalecidos com a publicação da Lei *Sarbanes Oxley* no ano de 2002. Essas regras foram impostas pela SEC, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano (GUIA et al., 2017).

Segundo as regras da SEC, empresas estrangeiras que possuem capital aberto nos Estados Unidos devem arquivar um relatório anual por meio do Formulário 20F, contendo as suas demonstrações financeiras e outras informações relevantes, tais como: estrutura

organizacional, negócios, fatores de riscos, principais acionistas e aspectos relacionados à sua governança. Assim, nos EUA, a divulgação de informações é mais rigorosa, e determina que empresas estrangeiras que negociam ações divulguem determinadas informações de caráter qualitativo e quantitativo que não estejam contidas nas demonstrações principais (LÉLIS et al., 2011).

Nessa perspectiva, ao formular seus indicadores de internacionalização, a empresa deve incluir elementos que minimizam uma série de ameaças que surgem. Assim, a divulgação dos fatores de riscos, em relatório corporativo, visa à redução da assimetria informacional entre a administração e os interessados sobre as incertezas e oportunidades de negócios, diminuindo, portanto, o risco (FUDALINSKI, 2015).

2.3 Teoria do *disclosure* e *disclosure* de riscos

A teoria do *disclosure*, também chamada de teoria da divulgação, surge nas décadas finais do século XX, como um campo positivista da contabilidade, baseada em evidências empíricas e modelos de análise derivados da teoria econômica, para explicar e prever a realidade (ROVER et al., 2012), apresenta-se como uma ferramenta para solucionar problemas de assimetria informacional e de conflito de interesses existentes em uma companhia, através da divulgação de informações da empresa para o mercado (BOTOSAN; PLUMLEE, 2002).

As exigências por mais transparência e por mais qualidade na evidenciação de informações para os *stakeholders* passam a ser relevantes à medida que a empresa procura ampliar seu negócio, tanto nacional quanto internacionalmente (SAVVIDES; SAVVIDOU, 2012).

Existem dois níveis na prática de *disclosure*: o institucional (ou obrigatório) e o voluntário. O nível institucional é solicitado por meio de leis, regulamentos e é bastante usado nas práticas de negócio. Já o nível voluntário complementa o nível institucional e depende de incentivos para as companhias entregarem melhores informações aos usuários externos (LOPES; ALENCAR, 2010).

A evidenciação do *disclosure* voluntário pode trazer vantagens como redução de assimetria informacional, seleção adversa e risco percebido pelos investidores, além de poder acarretar custos quando da divulgação de informações desfavoráveis. Nesse contexto, a teoria do *disclosure* analisa modelos que verificam como a divulgação de informações influencia o mercado e o desempenho econômico das empresas e tem o intuito de explicar os motivos da divulgação da informação contábil (ROVER et al., 2012).

Segundo Verrecchia (2001), um maior nível de *disclosure* significa a divulgação de melhores informações ao mercado, por meio de relatórios financeiros e contábeis de alta qualidade, o que irá resultar em maior confiança do investidor.

Verrecchia (2001) buscou categorizar as pesquisas relacionadas ao *disclosure* em três grandes grupos: a primeira categoria se refere à divulgação baseada em associação, que compreende pesquisas com o intuito de investigar a relação entre a divulgação e as mudanças no comportamento dos investidores. A segunda categoria aborda a divulgação baseada em julgamento, que abrange pesquisas que identificam quais os motivos da divulgação. Por fim, a terceira categoria diz respeito a divulgação baseada em eficiência, que inclui pesquisas sobre quais configurações de divulgação são as preferidas, isto é, quando a divulgação ainda não ocorreu (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

Diante do exposto, pode-se afirmar que o presente estudo se enquadra na primeira categoria por se referir a divulgação baseada em associação, pois o objetivo reside em avaliar a relação entre o perfil de internacionalização e o nível de *disclosure* de riscos não financeiros, para uma amostra de companhias abertas brasileiras contemplada entre as “Melhores e Maiores” da Revista Exame.

Bushman, Piotroski e Smith (2004) destacam que a prática de *disclosure* com transparência corporativa se caracteriza pela divulgação de informação mais confiável e relevante no tocante ao desempenho operacional e financeiro da empresa. E, baseando-se nas informações apresentadas pelos gestores, os investidores poderão fazer inferências sobre o desempenho e perspectivas futuras da companhia, e, assim tomar decisões mais assertivas.

De acordo com Elshandidy, Fraser e Hussainey (2013), a divulgação de informações a respeito dos riscos corporativos é decisiva para avaliação da geração de fluxos de caixa futuros pela firma, porque os investidores identificam os efeitos dos fatores de incerteza no valor da empresa. Além disso, os gestores reduzem a assimetria informacional e sinalizam para o mercado sua capacidade de identificar, mensurar e gerenciar o risco, viabilizando maior captação de recursos e avaliação mais eficiente da firma pelos investidores.

Serra e Lemos (2020) relatam que apesar do aumento das exigências de divulgação sobre riscos nos normativos contábeis aplicáveis e das pressões para o aumento da divulgação, especialmente após a recente crise financeira internacional, a maioria das empresas não divulga informação suficiente e confiável para a tomada de decisões dos seus *stakeholders*, dificultando os mesmos aferirem o perfil de risco das organizações e suas estratégias de gestão de riscos.

O *disclosure* é um sinal que aproxima o nível de informação compartilhada entre os *stakeholders*, visto que antes a mensagem era privada e tornou-se pública (SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011), e aumenta a credibilidade da empresa (FERNANDES, 2013).

Com isso, espera-se que o *disclosure* seja relevante para investidores, pois sinaliza a magnitude de perdas esperadas (possíveis e prováveis) do negócio, bem como informa os esforços da gestão para atenuar seus presumíveis efeitos negativos (SANTOS; COELHO, 2018). *Disclosure* de riscos consiste na evidenciação de informações sobre as avaliações de risco, apresentadas nos relatórios institucionais da empresa, ou seja, compreende informações que descrevem os riscos e seu impacto econômico esperado sobre o desempenho futuro da empresa, incluindo informações prospectivas que ajudam os investidores a construir uma estimativa dos fluxos de caixa futuros (MIIHKINEN, 2012).

Por outro lado, Ibrahim e Hussainey (2019) definem divulgação de riscos como qualquer informação sobre o passado, presente ou potencial falha, emergência, perigo, dano, ameaça, ou exposição que permite aos atuais e os potenciais usuários identificarem resultados negativos da empresa.

Dessa forma, é possível considerar que o *disclosure* de riscos desempenha o papel de proteger os interesses dos *stakeholders*, representando uma parte importante das reformas de governança corporativa, levando a empresa a reagir as crescentes pressões por maior evidenciação (MADRIGAL; GUZMÁN; GUZMÁN, 2015).

Porém, o *disclosure* não se trata somente da evidenciação em si, mas também precisa ser composto de qualidade, oportunidade e transparência. Para isso, a organização necessita evidenciar seus dados de forma qualitativa e quantitativa, auxiliando a todos os seus usuários e interessados no entendimento de suas operações e riscos, ressaltando a tempestividade e a relevância (DANTAS; ZENDERSKY; NIYAMA, 2005).

Assim, o *disclosure* contribui tanto para a melhoria da gestão dos riscos quanto para a melhoria do nível de compreensão da informação por parte de seus usuários, seja a informação publicada por imposição legal (*disclosure* institucional ou obrigatório) ou voluntariamente (OLIVEIRA; BENETANAISTI; VARELA, 2011). No caso específico do *disclosure* de riscos para as companhias abertas do Brasil, apesar de a CVM (2009) estabelecer que sejam descritos, no Formulário de Referência, os fatores de riscos inerentes ao negócio que possam influenciar a decisão dos usuários da empresa, as empresas têm discricionariedade para divulgar com maior ou menor qualidade informações sobre seus riscos corporativos, sendo, portanto, considerado como *disclosure* voluntário.

Lunkes (2010) afirma que o risco nas organizações é a incerteza inerente aos ganhos e perdas resultantes das ações e decisões tomadas, sendo assim, relacionado com escolhas e não ao acaso. Os gestores são os primeiros que detêm as informações e decidem sobre quais serão divulgadas, podendo afetar as estratégias de investimentos dos *stakeholders*, ou seja, os dirigentes possuem poder de barganha (SUNDER, 2014), e são avaliados a partir de suas decisões e divulgação, até mesmo referente aos fatores de riscos (DERVISHI; KADRIU, 2014; ELSHANDIDY; FRASER; HUSSAINEY, 2013).

Os riscos podem advir de fontes externas ou internas, como políticas, econômicas, físicas e de mudanças tecnológicas. Para reduzir os riscos internos, é necessária a cooperação dos responsáveis envolvidos, enquanto que os riscos externos precisam da compreensão das forças competitivas enfrentadas pela empresa, o impacto de novos produtos e serviços, inovações tecnológicas, além das mudanças ambientais e sociais (LUNKES, 2010).

2.4 Tipos de riscos corporativos

Segundo Cabedo e Tirado (2004), o risco pode ser dividido em dois tipos fundamentais: os riscos financeiros e os riscos não financeiros. Sendo o primeiro associado aos riscos que estão diretamente relacionados com os ativos e passivos financeiros, afetando diretamente o fluxo de caixa da entidade, ao passo que o segundo condiz aos riscos que não se encontram diretamente relacionados com os ativos e passivos financeiros.

Para Linsley e Shrives (2005), a temática referente aos riscos mostra-se de interesse tanto por parte dos órgãos reguladores como por *stakeholders*, definindo que a evidenciação transparente dos riscos melhora a capacidade dessas partes interessadas de gerenciar suas posições de risco. De acordo com Assaf Neto (2012), a gestão dos riscos é importante para que se possa identificar a exposição da empresa ao risco, minimizar as perdas financeiras e proteger o capital da instituição.

Em relação aos tipos ou categorias, subcategorias e fatores de riscos, a literatura não é consensual e os autores propõem diferentes classificações (LINSLEY; SHRIVES, 2006; SERRASQUEIRO, 2009; VANDEMAELE; VERGAUWEN; MICHIELS, 2009). O referido modelo apresentado no Quadro 1 mostra alguns tipos e fatores de riscos encontrados na literatura e baseia-se em distinguir os riscos financeiros e os riscos não financeiros.

Quadro 1 – Tipos de riscos financeiros e não financeiros e respectivos fatores de riscos

Tipos de riscos	Fatores de riscos
Riscos financeiros	Taxa de juros Taxa de câmbio <i>Commodities</i> Liquidez Crédito
Riscos operacionais	Satisfação do cliente Desenvolvimento do produto Eficiência e desempenho Abastecimento Obsolescência e retração de estoque Falha no produto ou do serviço Meio ambiente Saúde e segurança Valor da marca
Riscos de liderança e gestão	Liderança e gestão <i>Outsourcing</i> Incentivos de desempenho Comunicação
Riscos de informações e Riscos tecnológicos	Integridade Acesso Disponibilidade Infraestrutura
Riscos de integridade	Fraudes Atos ilegais Reputação
Riscos de estratégias ou Riscos estratégicos	Avaliação ambiental Indústria Carteira de negócios Concorrentes Preços Avaliação Planejamento Vida útil Avaliação do desempenho Regulamentos política

Fonte: Elaborado pela autora (2021), adaptado de Linsley e Shrives (2006); Miikkinen (2012); Ntim, Lindop e Thomas (2013); Abdullah et al. (2015).

Para a presente pesquisa, serão estudados os riscos não financeiros das maiores companhias de capital aberto do Brasil, devido à pouca investigação dessas informações (ELSHANDIDY et al., 2018; LEOPIZZI et al., 2020) e da tendência das empresas em referi-las de forma reduzida em comparação aos riscos financeiros (AMEZAGA-ALONSO et al., 2020). E conforme pode ser observado no Quadro 1, é possível considerar que os riscos não financeiros compreendem: riscos operacionais, de dano, de integridade e riscos estratégicos, descritos brevemente a seguir.

Os riscos operacionais estão relacionados a possíveis perdas resultantes de inadequação dos processos internos, pessoas e sistemas falhados ou de eventos externos que afetem a satisfação do cliente, o desenvolvimento de produtos, a eficiência e desempenho, o

abastecimento, a gestão de recursos humanos, o fracasso de produtos e serviços, a saúde e segurança e a erosão da marca (LINSLEY; SHRIVES, 2006).

Os riscos de dano, por sua vez, estão vinculados à cobertura insuficiente de seguro e às ações judiciais significativas da empresa (MIIHKINEN, 2012).

Os riscos de integridade estão relacionados à imagem e à reputação da empresa que pode resultar da veiculação de informações que afetam negativamente a organização ou por conta da postura e má conduta de seus empregados (ZONATTO; BEUREN, 2010).

Os riscos estratégicos representam a possibilidade de perdas pelo insucesso das estratégias adotadas pelas empresas, no qual estão vinculados à forma de gerenciamento da atividade da empresa e a fatores que interferem diretamente a competitividade da organização (ZONATTO; BEUREN, 2010).

Verbano e Venturini (2013) evidenciam que a maior parte da literatura se concentra na análise dos riscos operacionais e concluem que, apesar da sua importância numa perspectiva social e econômica, é um tipo de risco no qual ainda tem muito o que desbravar.

Os fatores de riscos, além de afetarem os resultados da empresa, podem, ainda, influenciar as oportunidades de investimentos futuros. As crises financeiras ocorridas no mundo têm estimulado o gerenciamento de riscos com o objetivo de reduzir incertezas em relação a cenários econômicos e criar uma imagem favorável perante o mercado (TAO; HUTCHINSON, 2013).

Para reduzir riscos, torna-se necessário que a forma de evidenciação das informações sobre a empresa atenda às exigências do mercado, e, assim, influencie a construção das expectativas dos *stakeholders* (ANAGNOSTOPOULOU; TSEKREKOS, 2015), e proporcione uma maior confiabilidade às informações, para que os mesmos possam tomar suas decisões de modo mais efetivo e com melhor aproveitamento das oportunidades de negócio.

Evidências empíricas apontam que empresas que evidenciam melhor *disclosure*, possuem ações mais líquidas e podem ser mais bem avaliadas pelo mercado (LEUZ; VERRECCHIA, 2000). Além disso, segundo Dainelli, Bini e Giunta (2013), empresas com maior nível de risco estão mais inclinadas a publicar indicadores de *performance*.

2.5 Relação dos constructos e formulação da hipótese da pesquisa

Alguns estudos abordaram conjuntamente os constructos internacionalização de empresas e *disclosure* de riscos tendo como foco específico empresas do setor financeiro; outros trabalhos envolvem internacionalização e transparência corporativa de forma geral. Há ainda pesquisas que investigaram um dos constructos (internacionalização de empresas ou *disclosure*

de riscos) de forma isolada, com inserção de outros aspectos empresariais, como governança corporativa e desempenho empresarial, e parte delas divide opiniões, devido à evidência de resultados contraditórios. Algumas pesquisas apresentam maior alinhamento ao estudo ora apresentado e serão descritas brevemente com vistas à fundamentação da hipótese proposta.

Soschinski, Brandt e Klann (2019) destacam que cada vez mais as empresas se veem pressionadas a divulgar informações com maior transparência sobre seus negócios, tornando-se uma questão estratégica para diversas empresas brasileiras, principalmente aquelas que atuam no mercado externo. Para Detomasi (2008), a necessidade das empresas internacionalizadas em divulgar mais informações decorre do duplo número de usuários das informações que surgem após o processo de expansão no exterior, correspondente aos *stakeholders* do país de origem e também do(s) país(es) de acolhimento da empresa. Assim, as empresas necessitam demonstrar maior capacidade de resposta à demanda informacional (BRAMMER; PAVELIN; PORTER, 2009).

Os estudos de Carvalho, Trapp e Chan (2004), Cherobim e Alves (2006), Peleias et al. (2007), Alves e Cherobim (2009) e Souza, Murcia e Marcon (2011) constataram, em linhas gerais, que a internacionalização está associada a uma melhor transparência corporativa em termos de divulgação de riscos em instituições financeiras. Esses estudos são condizentes com as colocações de Beretta e Bozzolan (2004), que apontam essa evidência como comum em diversas pesquisas sobre o relato de riscos.

Alinhado a isso, Dobler (2008) considera que não existem incentivos suficientes para divulgação de informações de riscos por parte dos gestores, que as omitem, limitando o poder informativo dos relatórios das empresas, mesmo em ambientes sujeitos à regulação. Nesse sentido, o estudo de Klann, Kreuzberg e Beck (2014) identificou os tipos de riscos evidenciados nos Formulários de Referência das maiores companhias abertas do Brasil de cada setor, e concluiu que as evidências de risco estão relacionadas às particularidades de cada empresa e que os tipos de riscos podem se modificar de acordo com o setor de atuação das organizações.

Os resultados dos estudos de Chin, Chen e Hsieh (2009) e Tong e Wei (2014) indicam que à medida que as empresas se internacionalizam, há uma redução da transparência corporativa em linhas gerais.

Segundo Chin, Chen e Hsieh (2009), a expansão internacional geralmente leva a um aumento na complexidade organizacional global, o que dificulta as trocas no ambiente de informação da empresa. Assim, com o aumento da dispersão geográfica dos ativos da firma, é provavelmente mais difícil para os investidores ou até mesmo para os analistas financeiros

efetuarem o exame cuidadoso dos relatórios da empresa e a avaliação precisa das operações estrangeiras.

Tong e Wei (2014) analisaram se a internacionalização estimula ou inibe a divulgação das empresas. Esses autores identificaram que as maiores oportunidades de crescimento trazidas pela internacionalização estão desproporcionalmente associadas a uma melhor transparência corporativa em setores que dependem mais do financiamento externo. Por outro lado, uma maior concorrência no mercado, gerada por reduções tarifárias domésticas, não tem impacto significativo na transparência corporativa.

Por outro lado, Kolk e Pinkse (2010) explicam que a expansão internacional das empresas tem implicações sobre sua conduta para com a sociedade. Empresas internacionalizadas são mais propensas a adotar uma maior transparência quanto a divulgação e detalhamento de suas atividades (CHAPPLE; MOON, 2005).

Mais recentemente, Almendra et al. (2018) analisaram a influência da internacionalização das empresas listadas na BM&FBovespa no risco sistemático e concluíram que há necessidade de maior detalhamento no que se refere ao *disclosure* dos fatores de riscos em busca de proporcionar aos *stakeholders* menor incerteza no momento de decidir sobre a alocação de seus investimentos. Também constataram que a internacionalização influencia negativamente o risco sistemático nas empresas, pois a diversificação da atuação da firma no escopo geográfico se traduz em benefícios, incluindo a redução do risco.

Entre os indicadores de internacionalização usadas pelas companhias abertas do Brasil encontram-se as receitas com exportações (internacionalização das receitas), a emissão de ADRs (*American Depositary Receipt*), a participação estrangeira no capital social e a internacionalização das ações (internacionalização dos mercados). E a teoria do *disclosure* verifica em que circunstâncias os gestores estariam dispostos a divulgar ou não divulgar de maneira voluntária determinadas informações (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). A seguir, são brevemente apresentados alguns estudos que investigaram o relacionamento entre os indicadores de internacionalização e a transparência corporativa de forma geral.

O estudo de Diamond e Verrecchia (1991) indica um maior nível de *disclosure* de informações para as empresas internacionalizadas devido às maiores exigências do mercado internacional.

Da mesma forma, Duarte et al. (2019) investigaram a relação entre o *disclosure* e os níveis de internacionalização das empresas brasileiras listadas em bolsa no período de 2015 a 2017, onde as firmas foram mensuradas através de indicadores de emissões de ADRs, receitas

com exportações e participação estrangeira no capital social. Observou-se que empresas com maior inserção internacional apresentam maior nível de *disclosure* voluntário.

Por outro lado, Lores et al. (2017) avaliaram a frequência da divulgação de atos e fatos relevantes por 34 companhias abertas brasileiras, no período de janeiro de 2006 a abril de 2012, e constataram que empresas emissoras de ADRs em mercados com altos padrões de governança corporativa não apresentam maior *disclosure*.

Ainda, os estudos de Abraham e Cox (2007), Cabedo e Tirado (2004) e Deumes e Knechel (2008) mostraram que a divulgação dos riscos associados aos objetivos estratégicos da empresa pode aumentar a transparência e eliminar as assimetrias da informação, fazendo com que os investidores estejam melhor informados sobre as perspectivas futuras da empresa, o que contribuirá para melhorar as relações com os mesmos. Porém, Eriksson et al. (2014) relatam que a mensuração do risco e a diminuição da incerteza em negócios internacionais são tarefas complexas de se realizar, pois estão ligadas a diferentes fatores que dependem de normas, valores e regulamentos.

Ademais, a internacionalização pode impactar significativamente as estruturas das empresas, como a governança corporativa, devido às exigências competitivas do mercado internacional, é o que mostra o estudo de Santos, Vasconcelos e De Luca (2015) que demonstrou influência positiva da internacionalização na governança corporativa, revelando-se uma provável redutora dos custos de transação no mercado externo. Além do mais, o estudo de Albuquerque Filho et al. (2020) revelou que as empresas com maior nível de internacionalização e com maior governança estão propensas a ser mais socialmente responsáveis, mostrando que o nível de responsabilidade social das empresas aumenta à medida que possuem investidores estrangeiros com participação no capital social.

Recentemente, Filatotchev et al. (2019) indicaram que os indicadores de internacionalização das empresas estão associados a informações assimétricas e riscos substanciais, sobretudo quando se comparam os mercados emergentes com ambientes jurídicos e empresariais ainda em desenvolvimento. Com a internacionalização, as empresas enfrentam a diversidade dos cenários estratégicos e das decisões que dependem das características de governança e do comportamento na divulgação de cada empresa.

Em relação aos estudos relacionados ao aspecto da internacionalização, desempenho e risco, em um estudo com uma amostra de bancos canadenses, Hejazi e Santor (2010) demonstraram que o risco é uma variável contingencial com impacto na relação entre “Internacionalização x Desempenho”, visto que, quanto maior o risco em se expandir internacionalmente, maior o retorno esperado.

Ainda no aspecto da internacionalização e desempenho empresarial, o estudo de Ximenes et al. (2020) avalia a existência de coevolução entre as estratégias de internacionalização e o desempenho inovativo em empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação localizadas no nordeste brasileiro. Os autores concluíram que as empresas estudadas apresentaram um processo de coevolução entre internacionalização e inovação. Em termos de estratégias empresariais, verificou-se que a presença destes dois constructos permite a permanência sustentável das empresas no mercado.

Na perspectiva do *disclosure* voluntário de forma geral, o estudo de Murcia e Santos (2009) evidenciou que, no Brasil, as informações que são demonstradas por um maior número de empresas são: exposição cambial, identificação dos riscos do negócio, discussão do setor, demonstração do fluxo de caixa e EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*). Os setores de auto indústria e transporte apresentaram as melhores práticas de *disclosure*. Os resultados confirmaram que as variáveis tamanho e internacionalização influenciam positivamente o nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. Além do mais, foi possível concluir que empresas maiores possuem ADRs, apresentam uma melhor governança corporativa e atingem um maior nível de *disclosure* voluntário.

Em uma outra abordagem, Linsley e Shrivies (2006) caracterizam a divulgação dos riscos e examinam quais fatores determinam esse relato. Nos relatórios anuais de 76 firmas no Reino Unido, obtiveram informações nas categorias de riscos financeiros, operacionais e estratégicos. O estudo concluiu que havia predomínio de informações não monetárias, boas e prospectivas. Quanto aos determinantes, constataram que o tamanho das firmas (empresas maiores divulgam mais porque sua visibilidade e sua carteira de *stakeholders* são maiores) e o risco do ambiente onde atuavam (melhoria da percepção do investidor em relação ao risco intrínseco e ao esforço dos gestores na adequada gestão do risco) afetavam esse tipo de divulgação.

Contudo, o estudo de Dia e Zéghal (2008) enfatiza que as medidas de risco mais comuns têm sido tradicionalmente baseadas em informações quantitativas financeiras e contábeis, sendo que novas informações sobre a gestão de riscos, divulgadas nos relatórios anuais das empresas são geralmente qualitativas. Desta forma, segundo os autores, o uso de tais informações pelos tomadores de decisão torna-se complicado pela falta de praticidade.

Em uma perspectiva relacionada aos tipos de riscos, Alves e Cherobim (2009) analisaram o nível de divulgação dos riscos operacionais de 24 instituições financeiras brasileiras e 9 instituições estrangeiras para os relatórios anuais de 2003 e 2004, constatando que os níveis de divulgações das instituições do país e do exterior foram, respectivamente, de

17,13% e 77,78% em 2003 e de 24,31% e 81,48% em 2004, demonstrando que as instituições brasileiras divulgam menos informações que as instituições estrangeiras. Zonatto e Beuren (2010) identificaram as categorias de riscos evidenciados no relatório de administração de 2007, de uma amostra composta de 28 empresas brasileiras com emissão de ADRs. Consideraram sete categorias de riscos corporativos do COSO (*The Comittee of Sponsoring Organizations*): riscos estratégicos, riscos de mercado, riscos de crédito, riscos de liquidez, riscos operacionais, riscos legais e riscos de imagem. Por fim, os resultados mostram que não há uma padronização quanto aos tipos de riscos evidenciados e que a categoria predominante foi a de riscos operacionais.

Com foco nas instituições financeiras, Tunico e Rodrigues (2016) analisaram o nível de divulgação de informações em relação aos riscos de crédito com controle público em atuação no Brasil, tomando como parâmetro as recomendações do Pilar III do Acordo da Basileia, e observaram que as instituições financeiras públicas divulgam apenas as informações obrigatórias segundo os regulamentos e as normas vigentes.

O estudo de Zadeh et al. (2016) discutiu o desenvolvimento da política de divulgação de riscos na Malásia após a crise financeira de 1997 e forneceram evidências sobre a importância da divulgação de riscos. As conclusões do estudo mostram tendência positiva de desenvolvimento de práticas de divulgação de riscos em empresas malasianas durante o período 2001-2011. Ademais, os autores apontam que é necessário revisar os regulamentos e padrões atuais de *disclosure* para melhorar as práticas de divulgação de riscos no país e para seguir as normas contábeis internacionais.

Quanto ao relacionamento entre o *disclosure* de riscos e o desempenho de empresas o estudo de Lim e Tan (2007) buscou verificar a relação entre a divulgação da medida quantitativa do valor atribuído ao risco e o desempenho de empresas financeiras e não financeiras. Ao avaliar 81 empresas entre 1997 e 2002, os autores concluíram que altas medidas de risco divulgadas tinham relação com baixos retornos e altos níveis de variabilidade do preço das ações.

Sobre a ligação entre o nível de risco da firma e a divulgação de riscos, Elshandidy et al. (2013) examinaram empresas do Reino Unido, sendo possível constatar ainda que o *disclosure* de riscos é ainda influenciado pelo tamanho, governança e auditoria, dentre outros fatores internos e externos à firma. Enquanto a pesquisa de Pamplona et al. (2020) buscou identificar o nível e os determinantes de evidenciação de riscos em empresas brasileiras do setor de energia elétrica listadas na B3. Os resultados apontaram que mais de 80% do total dos riscos divulgados pelas empresas do setor elétrico estão atrelados a três tipos de riscos: estratégicos,

operacionais e legais. Além disso, constatou-se também que quanto maior o endividamento das empresas, maior é o nível de divulgação das informações de riscos, sendo, portanto, esta variável um determinante do nível de evidenciação, corroborando a teoria do *disclosure*.

No cenário da gestão de riscos no processo de internacionalização de empresas globais nascidas no Brasil, Stocker e Abib (2019) evidenciaram como os riscos são percebidos pelos gestores no processo de internacionalização e classificados entre os riscos comerciais, interculturais, monetários e país, identificando que essas empresas utilizam diferentes ações para mitigar riscos, como planejamento, pesquisa de mercado e construção de cenários.

Por fim, a relação menos explorada envolve os constructos internacionalização x *disclosure* de riscos. A pesquisa de Dobler et al. (2011) examinou os atributos das divulgações de risco corporativo internacionalmente. Eles documentam que os gerentes normalmente divulgam os riscos em relatórios de gerenciamento, concentram-se nas categorias de riscos financeiros e fornecem poucas informações quantitativas e prospectivas sobre os países da amostra (EUA, Canadá, Reino Unido e Alemanha). Os autores concluem que a regulamentação de divulgação doméstica explica apenas parcialmente as diferenças entre os países na divulgação, o que implica que os motivos de divulgação de riscos corporativos têm um impacto essencial nas decisões de relatórios dos gerentes.

Os estudos referentes à qualidade da divulgação de riscos, pode-se citar a pesquisa de Campbell et al. (2014) que examinou o conteúdo das informações de divulgações de fatores de riscos baseado no mercado, na assimetria de informações e nos retornos de ações e observou que nível mais alto de divulgação de riscos está negativamente associado à assimetria de informação e à volatilidade do retorno das ações e que as os gestores fornecem informações úteis sobre os fatores de riscos e os investidores incorporam essas informações aos valores das ações no mercado.

No mesmo sentido, Madrigal, Guzmán e Guzmán (2015) buscaram identificar os fatores que explicam até que ponto uma amostra de 35 empresas espanholas listadas divulga informações relacionadas aos riscos corporativos. Este estudo centra-se nas divulgações de riscos feitas nos relatórios de governo societário durante o ano de 2009. Utilizando a técnica de análise de conteúdo, foi desenvolvido um índice para avaliar a quantidade e qualidade da informação de riscos divulgada pelas empresas espanholas. Os resultados indicam que o setor e o nível de risco estão positivamente relacionados com a extensão das divulgações de riscos corporativos.

Mais recentemente, o estudo de Shivaani, Jain e Yadav (2019) buscou avaliar a qualidade da divulgação de riscos em 3.872 relatórios anuais de empresas indianas, usando um

índice de divulgação de riscos desenvolvido para capturar a qualidade e a quantidade de divulgações de riscos, encontraram que a maioria das divulgações é qualitativa e que a idade da empresa e o setor da indústria têm um impacto significativo nos níveis de divulgação.

Entre os estudos referentes aos riscos não financeiros, pode-se citar a pesquisa de Neifar e Jarboui (2018) que explorou o impacto dos mecanismos de governança sobre o *disclosure* de riscos não financeiros direcionado aos riscos operacionais, incluindo os riscos de perdas oriundas dos procedimentos, sistemas internos falhos, pessoas e até mesmo eventos externos a partir de relatórios anuais de 34 bancos islâmicos espalhados em vários países e ao longo de um período que vai de 2008 a 2014. Os resultados mostraram que a qualidade das informações divulgadas é considerada como valor relevante para os investidores, pois elas têm conteúdo informativo na avaliação de riscos dos bancos.

Na mesma linha, o estudo de Leopizzi et al. (2019) abordou o *disclosure* de riscos não financeiros considerando os tipos de riscos de conformidade, estratégicos, operacionais, ambientais, de saúde e de segurança e foi investigado o nível de divulgação dos riscos não financeiros após a introdução da Diretiva UE 2014/95 sobre informações não financeiras. Além disso, para compreender a eficácia da gestão de riscos não financeiros, a orientação da perspectiva (passado, presente e futuro) e a abordagem do risco (positiva, negativa e neutra) foram examinadas. Os resultados mostram que o nível de divulgação de riscos não financeiros em empresas italianas é melhor do que antes da introdução da diretiva e também ainda com base na perspectiva do passado e do presente, ao invés de futuro.

Jamil et al. (2020), por sua vez, buscaram identificar informações de riscos não financeiros com base em especialistas de *stakeholders* e opiniões capturadas por meio da técnica Delphi, para desenvolver um índice de divulgação de riscos não financeiros que irá beneficiar todas as partes interessadas. Este estudo usa uma amostra de 313 empresas listadas em Bursa Malaysia de 2016 a 2018 para investigar o nível de divulgação de riscos não financeiros entre empresas não financeiras. Os resultados mostram que os relatos de riscos não financeiros em empresas malaias de capital aberto ainda são inadequados. Contudo, a divulgação de diversos fatores de riscos não financeiros aumentou de 2016 a 2018. Esses resultados revelam que as empresas malaias de capital aberto precisam melhorar seu *disclosure* de riscos para o benefício das partes interessadas.

A partir da literatura exposta, observa-se que, apesar da diversidade de estudos tratando sobre as relações entre fatores como internacionalização, transparência, risco e *disclosure* de riscos nas empresas em diferentes países, não se encontram estudos que tratem especificamente da relação entre o perfil de internacionalização e a qualidade do *disclosure* de riscos não

financeiros em empresas brasileiras, que é o objeto deste estudo, mostrando o caráter inédito da pesquisa.

Dessa forma, propõe-se a seguinte hipótese da pesquisa:

H1: O perfil de internacionalização da empresa influencia o nível de *disclosure* de riscos não financeiros.

3 METODOLOGIA

Esta seção tem o propósito de descrever o delineamento metodológico traçado para atender os objetivos do estudo. Para tanto, serão abordados: tipologia da pesquisa, população e amostra da pesquisa, coleta dos dados e operacionalização das variáveis e procedimentos de tratamento e análise dos dados.

3.1 Tipologia da pesquisa

O presente trabalho tem por objetivo investigar a relação entre a internacionalização e o *disclosure* de riscos não financeiros das maiores companhias abertas brasileiras. Desse modo, trata-se de uma pesquisa descritiva, tendo em vista que propõe coletar informações e medir variáveis, buscando especificar as características de um fenômeno e descrever suas tendências (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2013)

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa caracteriza-se como quantitativa, pois o tratamento dos dados coletados para mensurar a relação entre as variáveis foi realizado por meio de testes estatísticos (RICHARDSON, 2017), tais como: estatística descritiva, testes de diferença entre médias, análise de correspondência (Anacor) e regressão linear múltipla viabilizando a análise e interpretação dos mesmos, com a finalidade de alcançar os objetivos apresentados.

No que diz respeito ao procedimento, enquadra-se como pesquisa documental, pois os dados, informações e evidências foram provenientes de documentos disponibilizados que ainda não receberam tratamento analítico ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa (MARTINS; THEÓPHILO, 2016). Assim, os dados foram coletados de fontes secundárias, provenientes do *website* da bolsa de valores brasileira, de Demonstrações Financeiras Padronizadas e dos Formulários de Referência, bem como de bases de dados socioeconômico e financeiros, como Economática®.

3.2 População e amostra da pesquisa

A população da pesquisa compreende as empresas listadas no *ranking* das 100 maiores companhias abertas brasileiras listadas nas “Melhores e Maiores” da Revista Exame dos anos de 2017 a 2019, últimas edições publicadas até a conclusão da coleta de dados, totalizando 300 empresas. Para composição da amostra, foram excluídas as companhias que constavam nos *rankings* em mais de um ano, o que levou a exclusão de 181 empresas. Para a constituição da amostra final, foram estabelecidos critérios em decorrência da disponibilidade de dados

necessários à realização das análises propostas. Assim, a amostra foi constituída por empresas que publicaram os relatórios financeiros e com dados completos nos períodos de análise disponíveis na base de dados Economática®, o que resultou em uma amostra final de 111 companhias (Apêndice A).

A Tabela 1 demonstra como foi realizado o cálculo para identificação da amostra do estudo, levando em consideração os critérios citados.

Tabela 1 – Composição da amostra da pesquisa

Operação	Descrição	Número de empresas
=	População: companhias abertas brasileiras listadas nas “Melhores e Maiores” da Revista Exame dos anos de 2017 a 2019	300
(-)	Empresas ranqueadas em mais de um exercício	(181)
(-)	Empresas que não dispunham de dados suficientes para pesquisa	(8)
=	Amostra da pesquisa	111

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

Conforme a Tabela 1, percebe-se que a amostra final reuniu 111 companhias abertas participantes dos rankings de 2017, 2018 e 2019 das 100 maiores companhias abertas listadas nas “Melhores e Maiores” – a revista Exame considerou as informações das empresas referentes aos anos de 2016, 2017 e 2018, respectivamente. Cabe destacar que foram excluídas as empresas: BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A., Cetip S.A., Fibria Celulose S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Multiplus S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Prumo Logística S.A. e Smiles Fidelidade S.A. que não apresentaram um ou todos os Formulários de Referência do triênio em análise.

Do exposto, para efeitos de análise da pesquisa, se a companhia participou de dois ou mais *rankings* das 100 maiores companhias de capital aberto do Brasil, considerou-se apenas uma participação, mas os Formulários de Referência dos três períodos foram analisados para a coleta dos dados sobre o nível de *disclosure* de riscos não financeiros das empresas. Assim, o estudo envolveu uma análise de 111 empresas e 333 Formulários de Referência do triênio 2016-2018, totalizando 18.640 observações.

3.3 Coleta dos dados e operacionalização das variáveis

No que concerne à coleta de dados, em linhas gerais, os dados para mensurar o nível do *disclosure* de riscos foram obtidos nos Formulários de Referência disponibilizados no portal eletrônico da B3, os dados dos indicadores da internacionalização na base de dados do Economática®, e os dados das variáveis de controle no Economática® e no Formulário Cadastral da B3, considerando um horizonte temporal de três anos (2017-2019).

Os dados para a avaliação do perfil de internacionalização das empresas da amostra – participação estrangeira no capital social, internacionalização das ações, internacionalização das receitas e internacionalização dos mercados, bem como para identificar os países, regiões e/ou continentes onde as empresas se inserem, foram retirados dos itens do Formulário de Referência das empresas expostos no Quadro 2. Ademais, são apresentadas as Referências e a Operacionalização das respectivas variáveis.

Quadro 2 – Indicadores selecionados para perfilar a internacionalização das empresas

Variável	Referências	Operacionalização	Fonte de coleta
Participação estrangeira no capital social (INTCAP)	Masullo e Lemme (2009), Maia, Vasconcelos e De Luca (2013) Sawant, Nachum e Panibratov (2020)	Participação de capital estrangeiro na composição do capital social das empresas	Formulário de Referência – Itens 15.1 e 15.2 – Posição acionária
Internacionalização das ações (INTBOL)	Deghetto, Lamont e Holmes (2020) Almendra et al. (2018), Hassel et al. (2003), Macedo Neto et al. (2014), Santos, Vasconcelos e De Luca (2015), Sawant, Nachum e Panibratov (2020)	Quantidade de países onde a empresa negocia suas ações	Formulário de Referência – Item 18.7 – Negociação em mercados estrangeiros
Internacionalização das receitas (INTREC)	Almendra et al. (2018), Hassel et al. (2003), Li (2007), Mitter et al. (2012), Ruigrok e Wagner (2003), Santos, Vasconcelos e De Luca (2015), Sullivan (1994)	Proporção de receitas derivadas do exterior em relação à receita total	Formulário de Referência - Item 7.6 – Receitas relevantes no exterior
Internacionalização dos mercados (INTMERC)	Almendra et al. (2018), Floriani e Fleury (2012), Hassel et al. (2003), Lu e Beamish (2004), Machado-da-Silva e Fernandes (1999), Ruigrok e Wagner (2003)	Quantidade de países onde a empresa possui instalações	Formulário de Referência – Item 7.1 – Descrição – atividades do emissor/ Controladas

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Os dados para divulgação de riscos não financeiros foram obtidos a partir da seção 4 – Fatores de risco do Formulário de Referência de empresas brasileiras publicado no período de 2017 a 2019, tendo como referência o ano anterior, no caso 2016, 2017 e 2018, por meio de análise de conteúdo (BARDIN, 2011; BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004; BOWMAN, 1984; KRIPPENDORFF, 2004).

Para se identificar os fatores de riscos não financeiros evidenciados pelas empresas, cada fator de risco divulgado foi analisado segundo a escala proposta por Van Staden e Hooks (2007). O Quadro 3 apresenta a escala utilizada na pesquisa para mensuração da divulgação dos fatores de riscos não financeiros.

Quadro 3 – Escala da avaliação do *disclosure* adotada na pesquisa

Pontuação	Qualidade do <i>Disclosure</i>	Descrição
0	Não divulgado	Não há comentários sobre o fator de risco ou há divulgação de que a empresa não está sujeita ao fator de risco
1	Informação mínima	Informação qualitativa com breve menção. Pequenos detalhes em termos descritivos
2	Informação descritiva	Informação qualitativa com explicação das fontes de risco. Políticas de risco são evidenciadas
3	Informação quantitativa	Informação quantitativa com breve menção. Pequenos detalhes em termos monetários ou de quantidades físicas reais
4	Divulgação exhaustiva	Informações quantitativas com identificação das fontes de risco. Políticas, impacto e/ou probabilidade de risco são evidenciados

Fonte: Van Staden e Hooks (2007).

De acordo com o Quadro 3, na escala adotada na pesquisa para avaliação do *disclosure* de risco foram atribuídos os seguintes escores: 0 (zero) quando o fator de risco é ausente ou quando a empresa evidencia que não está sujeita ao fator; 1 (um) quando a informação sobre o fator é qualitativa e apresenta pequenos detalhes (em termos gerais); 2 (dois) quando a informação divulgada é descritiva; 3 (três) quando a informação é divulgada quantitativamente e apresenta pequenos detalhes (em termos gerais); e 4 (quatro) para informações quantitativas divulgadas exhaustivamente (com vários detalhes). Nesse sentido, quanto maior for a qualidade da divulgação dos fatores de risco, maior será a pontuação obtida pela empresa. O resultado é um índice de *disclosure* de riscos para medir a qualidade das informações de riscos não financeiros divulgadas pelas empresas brasileiras da amostra. O índice da qualidade do *disclosure* de riscos não financeiros resulta em um total de 124 (cento e vinte quatro) pontos, com a seguinte distribuição de pontos por subcategoria de riscos: riscos operacionais – 44 (quarenta e quatro), riscos de dano – 8 (oito), riscos de integridade – 12 (doze), e riscos estratégicos – 60 (sessenta).

A lista de verificação desenvolvida tem como base uma extensa revisão da literatura sobre *disclosure* de riscos não financeiros (riscos operacionais, riscos de dano, riscos de integridade e riscos estratégicos).

O Quadro 4 apresenta um resumo dos fatores de riscos e a pontuação por subcategorias dos riscos não financeiros que foram considerados na análise de conteúdo dos Formulários de Referência das empresas da amostra.

Quadro 4 – Fatores de riscos por subcategoria de riscos não financeiros

Divulgação de riscos não financeiros		Qualidade do disclosure (Pontuação)
Fatores de riscos		
1.1 Riscos operacionais	1.1.1 Efeitos do <i>marketing</i> negativo (boicote do cliente)	0-4
	1.1.2 Reclamações de terceiros	0-4
	1.1.3 Indisponibilidade repentina de recursos e/ou problemas no abastecimento de matérias-primas	0-4
	1.1.4 Riscos no processo de produção e desenvolvimento de produtos	0-4
	1.1.5 Risco de violação de direitos de propriedade industrial e/ou problemas com sua proteção	0-4
	1.1.6 Risco de falhas na tecnologia da informação e/ou risco cibernético	0-4
	1.1.7 Risco de dependência e/ou indisponibilidade de recursos humanos	0-4
	1.1.8 Risco de danos sociais e ambientais	0-4
	1.1.9 Risco de redução de receita e/ou risco de desconto significativo devido à obsolescência do estoque	0-4
	1.1.10 Risco de erosão de marcas	0-4
	1.1.11 Risco de saúde e segurança no ambiente de trabalho	0-4
Pontuação máxima da subcategoria 1.1		44
1.2 Riscos de dano	1.2.1 Risco de cobertura insuficiente de seguro	0-4
	1.2.2 Risco de decisões judiciais desfavoráveis (ações judiciais significativas)	0-4
Pontuação máxima da subcategoria 1.2		8
1.3 Riscos de integridade	1.3.1 Ações fraudulentas internas ou externas	0-4
	1.3.2 Impacto negativo na reputação ou imagem da empresa	0-4
	1.3.3 Ocorrência de problemas éticos e corrupção nos negócios	0-4
Pontuação máxima da subcategoria 1.3		12
1.4 Riscos estratégicos	1.4.1 Elevado nível de competitividade e risco de concorrência desleal	0-4
	1.4.2 Risco de mudanças específicas do setor	0-4
	1.4.3 Ocorrência de instabilidades geopolíticas	0-4
	1.4.4 Risco de mudanças regulatórias	0-4
	1.4.5 Risco de mudanças políticas, inclusive na legislação tributária	0-4
	1.4.6 Risco de mudanças econômicas	0-4
	1.4.7 Alterações na taxa de inflação	0-4
	1.4.8 Risco de ocorrência de desastres naturais que afetem o ambiente de negócios	0-4
	1.4.9 Risco de perda de controle sobre fornecedores e/ou risco de dependência de fornecedores	0-4
	1.4.10 Mudanças nas preferências dos clientes	0-4
	1.4.11 Risco de perda do controle sobre os clientes e/ou risco de dependência dos clientes	0-4
	1.4.12 Riscos associados ao lançamento de produtos	0-4
	1.4.13 Riscos associados à preparação e execução de fusões e aquisições	0-4
	1.4.14 Obrigação soberana de riscos políticos	0-4
	1.4.15 Riscos associados à diversificação do portfólio de negócios	0-4
Pontuação máxima da subcategoria 1.4		60

Fonte: Elaborada pela autora, com base em Linsley e Shives (2006), Miihkinen (2012) e Ntim *et al.* (2013).

As informações de riscos adotados na pesquisa se baseiam em Linsley e Shives (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013), com adaptações para o cenário brasileiro, já que não foram encontrados estudos nacionais com o mesmo nível de detalhamento para a análise do relato de riscos não financeiros nos relatórios institucionais. O *checklist* reúne 31 fatores de risco distribuídos nas quatro subcategorias de riscos não financeiros. Esse *checklist* (Quadro 4) foi usado como base para a análise de conteúdo da seção 4 do Formulário de Referência dos anos 2016 a 2018 das empresas.

Os dados para variáveis de controle utilizadas na pesquisa foram tamanho da empresa, rentabilidade, endividamento e idade. Os dados referentes ao tamanho (TAM), rentabilidade (ROA) e endividamento (END) foram extraídos do Economática® e aqueles referente a idade (IDA) foram retirados do Formulário Cadastral das empresas, conforme exposto no Quadro 5.

Quadro 5 – Variáveis de controle

Variável	Referências	Operacionalização	Fonte de coleta
Tamanho da empresa (TAM)	Albaity e Chuan (2013), Deghetto, Lamont e Holmes (2020), Mazzioni e Klann (2016), Madrigal, Guzmán e Guzmán (2015), Santos, Vasconcelos e De Luca (2015), Tang, Tang e Su (2019)	Logaritmo natural do total de ativos da empresa	Economática®
Rentabilidade (ROA)	Albaity e Chuan (2013), Hejazi e Santor (2010), Lin, Liu e Cheng (2011), Lu e Beamish (2004), Madrigal, Guzmán e Guzmán (2015), Tavares et al. (2019)	Lucro Líquido / Ativo Total	Economática®
Endividamento (END)	Albaity e Chuan (2013), Almendra et al. (2018), Mazzioni e Klann (2016)	Passivo Total / Ativo Total	Economática®
Idade (IDA)	Deghetto, Lamont e Holmes (2020), Santos, Vasconcelos e De Luca (2015), Sawant, Nachum e Panibratov (2020), Tang, Tang e Su (2019)	Diferença entre o ano de constituição e o ano de referência do respectivo relatório financeiro	Formulário Cadastral

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Após a definição das variáveis dos indicadores de internacionalização, do nível de *disclosure* de riscos não financeiros e das variáveis de controle usadas na pesquisa, a próxima subseção explicita o modo pelo qual os dados foram tratados de forma a atingir os objetivos geral e específicos propostos no estudo.

3.4 Tratamento dos dados

Propondo-se a obtenção de uma visão geral das empresas brasileiras com relação a seus níveis de internacionalização e *disclosure* de riscos não financeiros, foi feita estatística descritiva das *proxies* que representam os construtos. Inicialmente, os dados foram coletados e tabulados por meio da ferramenta Microsoft Excel© e analisados a partir dos *Software for Statistics and Data Science* (STATA®) e *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS®) considerando-se o parâmetro de confiabilidade dos testes de 95%, de modo que os objetivos foram alcançados por diferentes procedimentos de análise.

Para a coleta, foi utilizada a análise documental dos Formulários de Referência, com aplicação do *checklist* (Quadro 4) e da escala de mensuração (Quadro 3), a fim de identificar o nível de *disclosure* de riscos não financeiros das companhias abertas brasileiras da amostra. Para se alcançar os objetivos propostos no estudo e verificar o comportamento dos dados, foram realizadas análises descritivas da categoria de *disclosure* de riscos não financeiros e suas

subcategorias, a fim de identificar a maior e a menor evidência, bem como foram explanados aspectos acerca da internacionalização e posteriormente, utilizou-se da testes de diferenças entre médias para averiguar se existe alguma diferença entre as variáveis de interesse.

Foi aplicado o teste de normalidade univariada de Kolmogorov-Smirnov para verificar a normalidade das distribuições das variáveis analisadas que indicou que não há aderência à distribuição simétrica ($p\text{-value} < 0,05$).

Ao realizar os testes de diferenças entre médias, constatou-se um comportamento não paramétrico das variáveis de estudo, assim, para a comparação entre os grupos, o teste de Mann-Whitney foi o mais recomendado e mais potente, que segundo Fávero e Belfiore (2017), é um teste robusto para a para fins de inferência estatística a qual se estabelece. Com esse teste, busca-se verificar o comportamento de determinada variável em relação a dois grupos distintos, analisando-se assim semelhanças e diferenças em amostras sob a égide da variável de interesse.

Em seguida, foi realizado teste de associação com base na Anacor. Conforme Fávero e Belfiore (2017), essa técnica permite estudar a associação entre duas ou mais variáveis, desde que elas possam ser agrupadas em diferentes categorias. Destarte, a Anacor, diferentemente dos demais testes mencionados, pode ajudar na detecção de certas relações dentro de grupos específicos, ao invés de considerar a amostragem como um todo.

Nesta pesquisa pretende-se segregar a amostra em categorias conforme as variáveis de internacionalização e *disclosure* de riscos, conforme exhibe o Quadro 6.

Quadro 6 – Referência cruzada proposta entre as categorias de análise

Variáveis	Crterios	Classes	Legenda
Perfil de Internacionalização	0 indicador	1	Sem inserção
	1 indicador	2	Baixa
	2 indicadores	3	Média
	3 ou 4 indicadores	4	Alta
Nível de Disclosure de riscos não financeiros	Até percentil 25 da amostra	1	Baixo
	Entre o percentil 25 da amostra e mediana	2	Médio-baixo
	Entre mediana e o percentil 75	3	Médio-alto
	Percentil 75	4	Alto

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

A Anacor possibilita testar a associação entre as variáveis conforme as categorias pré-determinadas ou sugeridas pelo pesquisador conforme as características da amostra. Assim, pode-se verificar se algumas categorias guardam alguma associação específica, o que não fica claro na análise de regressão, teste de diferença de médias ou correlação. Destaca-se que essa técnica só se mostra viável a partir do teste de associação categórica Qui-quadrado (X^2). Esse teste sinaliza, portanto, a existência de associações entre as categorias examinadas.

Baseado no trabalho de Santos e Coelho (2018), propõe-se realizar análise de regressão com dados em painel curto, visto que as variáveis examinadas se referem a firmas que participam do *ranking* das maiores companhias abertas brasileiras da Revista Exame, considerando-se um horizonte temporal de 3 anos (2016-2018).

A utilização das modelagens com dados em painel proporciona algumas vantagens em comparação aos modelos de regressão linear múltipla. Devido à variabilidade temporal dos dados, as modelagens em painel podem captar a heterogeneidade dos elementos estudados, oferecendo dados mais informativos, compreensão da dinâmica de mudança dos fenômenos, menos colinearidade entre variáveis e mais graus de liberdade (GUJARATI; PORTER, 2011).

Assim, com a análise de regressão com dados em painel, será possível verificar como a internacionalização se comporta em relação ao *disclosure* de riscos não financeiros, considerando-se suas variações ao longo do interstício investigado.

Então, elaborou-se o seguinte modelo no qual a Internacionalização (Quadro 2) influencia o *Disclosure* de risco (Quadro 3 e Quadro 4), conforme Equação 1:

$$Disclosure_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Internacionalização_{i,t} + \beta_2 Controle_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde: *Disclosure*_{*i,t*} corresponde às *proxies* de *disclosure* de riscos não financeiros estabelecidas nos Quadros 3 e 4; *Internacionalização*_{*i,t*} compreende as quatro *proxies* de internacionalização em acordo com o Quadro 2; *Controle*_{*i,t*} são variáveis com a função de melhorar o ajuste do modelo, que, segundo a literatura, ajudam a explicar a variável dependente; $\varepsilon_{i,t}$ refere-se ao termo de erro do modelo econométrico testado.

Destaca-se que, do modelo proposto, derivaram outras equações conforme a perspectiva da internacionalização (do capital social, das ações, das receitas e dos mercados) ou a variável de *disclosure* de riscos não financeiros examinadas. Com isso, no processamento dos modelos de regressão verificando-se a influência da internacionalização no *disclosure* de riscos não financeiros as *proxies* de internacionalização foram verificadas como variáveis contínuas e variáveis *dummy*, onde 1 foi aplicado nas empresas que possuem pelo menos um indicador de internacionalização e 0 foi aplicado nas empresas que não possuem nenhum indicador de internacionalização. Assim foram realizados 8 (oito) modelos diferentes para avaliação dessa relação.

Existem basicamente três estimações para modelos lineares de regressão com dados em painel: *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), efeitos fixos e efeitos aleatórios. A estimação com POLS é a mais simples e deriva do método dos mínimos quadrados ordinários (OLS –

Ordinary Least Squares). A segunda é a estimação por efeitos fixos (*within*), que ao contrário da estimação POLS, leva em consideração as particularidades de cada indivíduo. Essa estimação pode sublinhar as variações entre cada indivíduo analisado, neste caso, firmas atuantes nas bolsas de valores brasileira e americana. Isso é possível porque os interceptos de cada firma não variam entre si no tempo, mas o fazem em relação aos interceptos das demais empresas na amostra (GUJARATI; PORTER, 2011).

A terceira estimação para os dados em painel é nomeada efeitos aleatórios, com base no método de mínimos quadrados generalizados (GLS – *Generalized Least Squares*). No painel com efeitos aleatórios, a heterogeneidade dos indivíduos é considerada aleatória e não correlacionada com variáveis explicativas. Logo, assumindo-se que as características de cada indivíduo interferem na medida dependente, o modelo de efeitos aleatórios não é aconselhado, mas sim a estimação com efeitos fixos (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

Destaca-se que a escolha adequada da estimação define a robustez das inferências e evita vieses sobre o modelo linear estabelecido. Para verificação da abordagem mais adequada, foram realizados os testes estatísticos: teste de Chow, teste LM (*Lagrange multiplier*) de Breusch-Pagan e teste de Hausman. O teste de Chow foi realizado para verificar qual dos modelos, entre o *pooled* e efeitos fixos, é o mais adequado, já o LM de Breusch-Pagan para escolher entre o *pooled* e efeitos aleatórios, e, por fim, o teste de Hausman para verificar o modelo mais adequado entre efeitos fixos e efeitos aleatórios (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Nesta seção, apresenta-se uma análise da amostra da pesquisa, apontando os principais resultados encontrados para cada objetivo estabelecido, a partir das técnicas de tratamento de dados delimitadas, para fins de análise da viabilidade da hipótese apresentada.

Inicialmente, são apresentados os resultados da análise descritiva dos indicadores de internacionalização, de forma geral e por variável, e do nível do *disclosure* de riscos não financeiros das empresas, considerando de forma geral e específica de cada subcategoria (riscos operacionais, riscos de dano, riscos de integridade e riscos estratégicos). Na sequência, são apresentadas as associações entre internacionalização e *disclosure* de riscos não financeiros. Em seguida, são apresentados os resultados dos testes de diferença entre médias, da Anacor e da regressão linear.

4.1 Perfil de internacionalização das empresas

Com o intuito de atender o primeiro objetivo específico, relacionado à avaliação do perfil de internacionalização das empresas, nesta subseção é apresentada de forma descritiva os indicadores de internacionalização das empresas que compõem a pesquisa.

A Tabela 2 apresenta o perfil de internacionalização nas 111 empresas da amostra, bem como exibe a ocorrência dos indicadores de internacionalização nas companhias. Primeiramente, foi evidenciada a quantidade de empresas que não possui indicadores de internacionalização e a quantidade de empresas que possui um, dois, três ou quatro indicadores no período total (2016-2018).

Tabela 2 – Análise do perfil de internacionalização das empresas e a ocorrência dos indicadores

Perfil de Internacionalização	Nº de ocorrência	% de ocorrência
0 Indicador	20	18,02
1 Indicador	25	22,52
2 Indicadores	24	21,62
3 Indicadores	24	21,62
4 Indicadores	18	16,22
Total	111	100,00
Indicadores de internacionalização	Nº de ocorrência	% de ocorrência
Participação estrangeira no capital social	71	63,96
Internacionalização das ações	54	48,65
Internacionalização das receitas	40	36,04
Internacionalização dos mercados	48	43,24

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Conforme Tabela 2, observa-se que 91 empresas (81,9%) possuem pelo menos um indicador de internacionalização e que não há uma diferença expressiva entre o número de empresas com 1, 2 ou 3 indicadores.

Na Tabela 2, percebe-se também que as maiores empresas de capital aberto do Brasil, em sua maioria, atuam no mercado internacional especialmente através da participação estrangeira no capital social, corroborando a pesquisa de Albuquerque Filho *et al.* (2020) que ainda destacou esse indicador de internacionalização como algo recente no mercado de capitais brasileiro.

No que diz respeito à internacionalização das ações, 54 empresas negociam suas ações em outros países, possuindo uma representatividade de 48,65% do número total de empresas da amostra. Quanto à internacionalização das receitas, são 40 empresas com representatividade de 36,04% do número total de empresas da amostra. Esse resultado diverge do que foi constatado na pesquisa de Floriani e Fleury (2012), os quais afirmam que a exportação é a forma mais comum de internacionalização. Ainda no que tange à internacionalização dos mercados, destaca-se que 48 empresas possuem subsidiárias em outros países, com representatividade de 43,24% do número total de empresas da amostra.

Por meio da Tabela 3 é possível avaliar os indicadores de internacionalização das empresas da amostra por ano, possibilitando verificar se houve aumento ou diminuição da atuação internacional das 111 empresas da amostra no período de análise (2016-2018).

Tabela 3 – Análise dos indicadores de internacionalização das empresas da amostra, por ano

Indicadores de internacionalização	N	2016		2017		2018	
		Nº de ocorrência	% de ocorrência	Nº de ocorrência	% de ocorrência	Nº de ocorrência	% de ocorrência
Participação estrangeira no capital social	111	66	59,46	60	54,05	51	45,95
Internacionalização das ações	111	57	51,35	55	49,55	51	45,95
Internacionalização das receitas	111	39	35,14	37	33,33	37	33,33
Internacionalização dos mercados	111	45	40,54	46	41,44	45	40,54

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

Observa-se que analisando as 111 empresas, houve uma queda de 13,51% na participação estrangeira no capital social das empresas e de 5,40% na quantidade de países onde a empresa negocia suas ações entre os anos de 2016 e 2018. Isso pode ser pelo fato de a internacionalização através da participação de estrangeiros no capital social como mecanismo de entrada em mercados externos sugerir um aumento dos custos de transação, e assim a decisão de se internacionalizar só é tomada quando as vantagens se mostrarem maiores do que as desvantagens. É o que adverte Fudalinski (2015), ao afirmar que na formulação de ações estratégicas deve-se incluir elementos que minimizam uma extensa gama de ameaças que surgem quando a empresa segue o caminho da internacionalização.

A Tabela 4 apresenta a análise da inserção internacional das empresas, por meio dos indicadores, considerando os setores de atuação.

Tabela 4 – Análise dos indicadores de internacionalização das empresas, por setor

Setor de atuação	Obs.	Participação estrangeira no capital social		Internacionalização das ações		Internacionalização das receitas		Internacionalização dos mercados	
		Nº de ocorrência	% de ocorrência	Nº de ocorrência	% de ocorrência	Nº de ocorrência	% de ocorrência	Nº de ocorrência	% de ocorrência
Bens industriais	9	7	77,78	5	55,56	4	44,44	6	66,67
Consumo cíclico	20	14	70,00	8	40,00	7	35,00	10	50,00
Consumo não cíclico	10	7	70,00	6	60,00	7	70,00	6	60,00
Financeiro e outros	17	14	82,35	9	52,94	6	35,29	10	58,82
Materiais básicos	8	7	87,50	7	87,50	8	100,00	7	87,50
Petróleo, gás e biocombustíveis	4	4	100,00	3	75,00	4	100,00	3	75,00
Saúde	8	3	37,50	4	50,00	2	25,00	1	12,50
Tecnologia da informação/ Telecomunicações	4	3	75,00	2	50,00	2	50,00	2	50,00
Utilidade pública	31	11	35,48	13	41,94	1	3,23	2	6,45
TOTAL	111								

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

Segundo a Tabela 4, observa-se que os setores de maior representatividade na amostra total são Utilidade pública e Consumo cíclico, com 31 e 20 empresas, respectivamente. O setor Utilidade pública se refere à serviços de necessidade básica para a população, como abastecimento de água, saneamento e energia e o setor Consumo cíclico está relacionado a produtos e serviços que variam mais fortemente de acordo com a economia e não são essenciais. Infere-se que todas as empresas dos setores Materiais básicos e Petróleo, gás e biocombustíveis possuem internacionalização das receitas (proporção de receitas derivadas do exterior em relação à receita total), com 100% das empresas do setor Petróleo, gás e biocombustíveis que detentoras de participação estrangeira no capital social.

Cabe destacar a baixa representatividade de empresas de Utilidade pública com proporção de receitas derivadas do exterior em relação à receita total (internacionalização de receitas), com apenas 1 empresa (3,25%), e com instalações em outros países (internacionalização de mercado), com 2 empresas (6,45%).

4.2 Disclosure de risco

A fim de atender ao segundo objetivo específico, ou seja, examinar o nível de *disclosure* de riscos não financeiros das empresas, com foco nos fatores de riscos operacionais, de dano, de integridade e estratégicos evidenciados, foi primeiro realizada uma análise geral da pontuação por subcategorias dos riscos não financeiros e logo após uma análise descritiva das subcategorias do *disclosure* de riscos não financeiros das empresas, por ano e no triênio (2016-2018), conforme exhibe a Tabela 5.

Tabela 5 – Análise do nível *disclosure* de riscos não financeiros das empresas

Item	Ano	N	Média	%	Mínima	%	Máxima	%	Desvio Padrão	%
<i>Disclosure</i> de riscos não financeiros geral	2016	124	35,25	28,43	12	9,68	66	53,23	10,188	8,22
	2017	124	36,07	29,09	12	9,68	66	53,23	10,188	8,22
	2018	124	38,74	31,24	12	9,68	70	56,45	10,189	8,22
	2016-2018	124	36,69	29,59	12	9,68	70	56,45	10,189	8,22
<i>Disclosure</i> de riscos operacionais	2016	44	9,00	20,45	1	2,27	24	54,55	4,378	9,95
	2017	44	9,00	20,45	1	2,27	24	54,55	4,378	9,95
	2018	44	10,00	22,73	3	6,82	25	56,82	4,371	9,93
	2016-2018	44	9,00	20,45	1	2,27	25	56,82	4,371	9,93
<i>Disclosure</i> de riscos de dano	2016	8	5,00	62,50	2	25,00	8	100,00	1,032	12,90
	2017	8	5,00	62,50	2	25,00	8	100,00	1,032	12,90
	2018	8	5,00	62,50	2	25,00	8	100,00	1,045	13,06
	2016-2018	8	5,00	62,50	2	25,00	8	100,00	1,045	13,06
<i>Disclosure</i> de riscos de integridade	2016	12	3,00	25,00	0	0,00	8	66,67	2,336	19,47
	2017	12	3,00	25,00	0	0,00	10	83,33	2,336	19,47
	2018	12	3,00	25,00	0	0,00	10	83,33	2,338	19,48
	2016-2018	12	3,00	25,00	0	0,00	10	83,33	2,338	19,48
<i>Disclosure</i> de riscos estratégicos	2016	60	19,00	31,67	4	6,67	34	56,67	5,998	10,00
	2017	60	19,00	31,67	4	6,67	38	63,33	5,998	10,00
	2018	60	20,00	33,33	2	3,33	36	60,00	5,991	9,99
	2016-2018	60	19,00	31,67	2	3,33	38	63,33	5,991	9,99

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Conforme Tabela 5, em linhas gerais, observa-se crescimento das médias do *disclosure* de riscos não financeiros das empresas nos três anos, apesar de não ser considerado um crescimento expressivo, chegando a uma média de 38,74 em 2018, indicando que as empresas, em média, evidenciaram 31,24% dos pontos máximos alcançáveis (124 pontos). Se considerar a evolução no triênio (2016-2018), chega-se a uma média de 36,69, significando que as empresas, em média, evidenciaram 29,59% dos pontos máximos alcançáveis (124 pontos). Em linhas gerais, esses resultados divergem ao que foi constatado na pesquisa de Passos et al. (2017), que apontaram um nível de *disclosure* médio de aproximadamente 64,57%, em seu estudo com empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3.

Considerando a análise por subcategorias de riscos não financeiros, observa-se que as médias em todas as subcategorias do *disclosure* de riscos não financeiros permaneceram praticamente constantes no triênio 2016-2018, mas nota-se um aumento na pontuação máxima dos riscos estratégicos entre os anos 2016 e 2017 (38) e uma diminuição entre os anos 2017 e 2018 nas empresas (36).

De forma mais detalhada, considerando os 11 fatores de riscos operacionais considerados na pesquisa (Quadro 4), onde a pontuação máxima dos 3 anos é de 1.332 pontos (11empresas*3anos*4pontos=1.332 pontos), identificou-se, nos relatórios das empresas, que

o fator com maior divulgação foi o 1.1.8 – Risco de Danos Sociais e Ambientais, com 565 pontos (42,42% da pontuação máxima), e o fator com menor divulgação foi o 1.1.10 – Risco de erosão de marcas, com 66 pontos (4,95% da pontuação máxima).

Em relação ao nível de divulgação dos dois fatores de riscos de dano (Quadro 4), o de maior pontuação alcançada nos três anos foi o 1.2.2 – Risco de decisões judiciais desfavoráveis (ações judiciais significativas), com 1.323 pontos (99,32% da pontuação máxima), indicando que em relação a esse fator as empresas realizaram, predominantemente a divulgação exaustiva, pontuação máxima de 4 pontos segundo a escala de Van Staden e Hooks (2007), vide Quadro 3, e o fator com menor divulgação foi o fator 1.2.1 – Risco de cobertura insuficiente de seguro, com 422 pontos (31,68% da pontuação máxima).

No que tange ao *disclosure* dos três fatores de riscos de integridade (Quadro 4), nota-se que o fator de maior pontuação de divulgação foi o 1.3.2 – Impacto negativo na reputação ou imagem da empresa, com 377 pontos (28,30% da pontuação máxima), no qual o risco de imagem por várias vezes está relacionado à imagem da entidade perante a sociedade e às informações divulgadas pela organização (ZONATTO; BEUREN, 2010) e o fator com menor divulgação foi o fator 1.3.3 – Ocorrência de problemas éticos e corrupção nos negócios, com 294 pontos (22,22% da pontuação máxima).

Por fim, no que se refere ao *disclosure* dos quinze fatores de riscos estratégicos (Quadro 4), vale destacar que os três fatores que tiveram maiores pontuações de divulgação foram: 1.4.7 – Risco de alterações na taxa de inflação, com 792 pontos (59,46% da pontuação máxima), 1.4.4 – Risco de mudanças regulatórias, com 671 pontos (50,37% da pontuação máxima), e 1.4.5 – Risco de mudanças políticas, incluindo mudanças na legislação tributária (mudanças na legislação), com 659 pontos (49,47% da pontuação máxima). Por sua vez, o fator com menor divulgação foi o fator 1.4.12 – Riscos associados ao lançamento de novos produtos, com 68 pontos (5,11% da pontuação máxima).

Com esses resultados, foi possível observar que o nível de detalhamento das divulgações sobre os fatores de risco pelas maiores companhias abertas do Brasil estudadas, considerando o triênio 2016-2018, não é uniforme. Ao descrever e divulgar seus riscos não financeiros, as empresas os evidenciam de forma predominantemente qualitativa, pois, na escala utilizada, a pontuação da maioria das empresas está em ‘2’ (informação descritiva), o que mostra a necessidade de seguir a sugestão dos estudos internacionais de Beretta e Bozzolan (2004) e Linsley e Shrivies (2006) de que, quando possível, a empresa quantifique o tamanho do risco, pois acreditam que com a valoração do risco, o usuário tem melhor condição de avaliar os impactos na empresa.

Para maior detalhamento, foi realizado uma análise do *disclosure* de riscos não financeiros a partir da distribuição setorial das empresas da amostra (Tabela 6).

Tabela 6 – Análise do *disclosure* de riscos não financeiros das empresas, por setor

Setor de atuação	Média setorial do <i>disclosure</i> de riscos não financeiros, por ano e no período								
	Obs.	2016	%	2017	%	2018	%	2016-2018	%
Bens industriais	9	38,11	30,73	38,11	30,73	37,56	30,29	37,93	30,59
Consumo cíclico	20	33,65	27,14	34,45	27,78	36,75	29,64	34,95	28,19
Consumo não cíclico	10	40,30	32,50	40,10	32,34	44,00	35,48	41,46	33,44
Financeiro e outros	17	33,41	26,94	34,82	28,08	37,12	29,94	35,11	28,31
Materiais básicos	8	39,62	31,95	38,50	31,05	44,88	36,19	41,00	33,06
Petróleo, gás e biocombustíveis	4	42,00	33,87	41,25	33,27	49,25	39,72	44,16	35,61
Saúde	8	32,88	26,52	33,38	26,92	36,50	29,44	34,25	27,62
Tecnologia da informação/ Telecomunicações	4	38,50	31,05	39,00	31,45	42,00	33,87	39,83	32,12
Utilidade pública	31	33,03	26,64	34,94	28,18	36,77	29,65	34,91	28,15
TOTAL	111								

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

Observa-se, através da Tabela 6, que o setor que possui a maior média geral do *disclosure* de riscos não financeiros é o de Petróleo, gás e biocombustíveis, com 44,16, possuindo representatividade de 35,61% da pontuação máxima (124). Por sua vez, o setor que possuiu a menor média geral é o de Saúde com 34,25 possuindo representatividade de 27,62% da pontuação máxima (124). Observa-se também que, ao decorrer dos anos, não houve uma alteração expressiva entre as médias do *disclosure* de riscos não financeiros em todos setores.

Assim, cabe ressaltar o que foi destacado por Passos et al. (2017) sobre a tendência de as empresas repetirem as informações divulgadas nos anos seguintes, apresentando poucas alterações, e assim, as empresas alcançam quase a mesma pontuação de um ano para outro.

Diante disso, de forma geral, a divulgação de informações sobre riscos não financeiros é heterogênea, não havendo um nivelamento quanto à qualidade da evidenciação de informações sobre os fatores de risco. Portanto, os resultados são congruentes ao apresentado por Almendra et al. (2018), uma vez que apesar de a Instrução Normativa CVM nº. 480/2009 exigir a divulgação dos fatores de riscos inerentes ao negócio da empresa em uma seção específica do Formulário de Referência, para as empresas brasileiras listadas nas “Melhores e Maiores, as companhias ainda evitam realizar relatos sobre riscos ou apresentam informações superficiais. No mesmo sentido, o estudo de Klann, Kreuzberg e Beck (2014) identificou os tipos de riscos evidenciados nos Formulários de Referência das maiores companhias abertas do Brasil de cada setor, e concluiu que as evidências de risco estão relacionadas às particularidades de cada empresa e que os tipos de riscos podem se modificar de acordo com o setor das organizações. No contexto das empresas espanholas listadas, Madrigal, Guzmán e Guzmán

(2015) também indicam que o setor de atuação da empresa e o seu nível de risco estão positivamente relacionados com a extensão das divulgações de riscos corporativos.

4.3 Internacionalização e *disclosure* de riscos não financeiros

Com o propósito de atingir ao terceiro objetivo específico, ou seja, relacionar a internacionalização e o *disclosure* de riscos não financeiros das empresas e seus respectivos setores de atuação, foram realizados alguns testes estatísticos, como: análise descritiva, teste de diferença entre médias e Anacor.

A Tabela 7 retrata uma análise dos indicadores de internacionalização com a média geral do *disclosure* de riscos não financeiros por ano e no período total (2016-2018), considerando as 111 companhias da amostra (Apêndice A). Além do mais, cabe informar que empresas que não possuem o determinado indicador de internacionalização foram classificadas no grupo não, e empresas que possuem o indicador de internacionalização foram classificadas no grupo sim.

Tabela 7 – Análise dos indicadores de internacionalização x *disclosure* de riscos não financeiros (média de pontuação e percentual)

2016									
Internacionalização	Total	Sim		Média Disclosure		Não		Média Disclosure	
Participação estrangeira no capital social	111	66	59,46%	39,74	32,05%	45	40,54%	35,27	28,44%
Internacionalização das ações	111	57	51,35%	41,26	33,27%	54	48,65%	36,07	29,09%
Internacionalização das receitas	111	39	35,14%	40,61	32,75%	72	64,86%	37,72	30,42%
Internacionalização dos mercados	111	45	40,54%	40,62	32,76%	66	59,46%	37,45	30,20%
2017									
Internacionalização	Total	Sim		Média Disclosure		Não		Média Disclosure	
Participação estrangeira no capital social	111	60	54,05%	36,7	29,60%	51	35,55%	35,33	28,49%
Internacionalização das ações	111	55	49,55%	38,47	31,02%	56	50,45%	33,71	27,19%
Internacionalização das receitas	111	37	33,33%	36,92	29,77%	74	66,67%	35,65	28,75%
Internacionalização dos mercados	111	46	41,44%	37,02	29,85%	65	58,56%	35,4	28,55%
2018									
Internacionalização	Total	Sim		Média Disclosure		Não		Média Disclosure	
Participação estrangeira no capital social	111	51	45,95%	36,22	29,21%	60	54,05%	34,43	27,77%
Internacionalização das ações	111	51	45,95%	37,78	30,47%	60	54,05%	33,1	26,69%
Internacionalização das receitas	111	37	33,33%	36,65	29,56%	74	66,67%	34,55	27,86%
Internacionalização dos mercados	111	45	40,54%	36,58	29,50%	66	59,46%	34,35	27,70%
2016- 2018									
Internacionalização	Total	Sim		Média Disclosure		Não		Média Disclosure	
Participação estrangeira no capital social	333	177	53,15%	37,69	30,40%	156	46,85%	35,54	28,66%
Internacionalização das ações	333	163	48,95%	39,23	31,64%	170	51,05%	34,25	27,62%
Internacionalização das receitas	333	113	33,93%	38,11	30,73%	220	66,07%	35,96	29,00%
Internacionalização dos mercados	333	136	40,84%	38,07	30,70%	197	59,16%	35,74	28,82%

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Por meio das informações da Tabela 7, observa-se que as empresas que possuem a melhor média de *disclosure* de riscos não financeiros são as empresas com o indicador de internacionalização das ações, ou seja, empresas que negociam suas ações em bolsas de valores de outros países. O indicador menos utilizado pelas empresas é a internacionalização das receitas, porém, entre os indicadores de internacionalização considerados na pesquisa, o indicador que possui a menor média de *disclosure* de riscos não financeiros representa as empresas que possuem participação estrangeira no capital social.

Ao analisar de forma geral a Tabela 7, pode-se conjecturar que empresas que não praticam determinado indicador de internacionalização possuem menores médias de *disclosure* de riscos não financeiros, quando comparado com as empresas que possuem determinado indicador de internacionalização. Isso pode ser entendido pelo aumento da exigência por mais qualidade e transparência na divulgação de informações para os *stakeholders* à medida que a empresa procura ampliar seu negócio, tanto nacional quanto internacionalmente (SAVVIDES; SAVVIDOU, 2012).

Na sequência, foi realizado o teste de diferenças entre médias. Antes da adoção do teste, verificou-se através do teste de normalidade (Kolmogorov-Smirnov) para as medidas de *disclosure* de riscos que não há aderência à distribuição simétrica ($p\text{-value} < 0,05$). Assim, para a comparação, o teste de Mann-Whitney é o mais recomendado e mais potente para fins de inferência estatística, cujos resultados obtidos estão evidenciados nas Tabelas 8, 9, 10 e 11.

Foi realizado uma comparação do nível de *disclosure* de cada subcategoria de riscos não financeiros das empresas (riscos operacionais, de dano, de integridade e estratégicos) com as empresas que possuem cada variável dos indicadores de internacionalização (participação estrangeira no capital social, internacionalização das ações, internacionalização das receitas, internacionalização dos mercados) e empresas que não possuem cada variável dos indicadores de internacionalização. Além do mais, foi analisado de forma semelhante o perfil de internacionalização das empresas, onde foram considerados todos os quatro indicadores de internacionalização considerados na pesquisa. Isto é, empresas que não possuem nenhum indicador de internacionalização foram classificadas no grupo de empresas não internacionalizadas (grupo não) e empresas que possuem pelo menos um dos indicadores de internacionalização, foram classificadas no grupo de empresas internacionalizadas (grupo sim). Assim, foi aplicado 1 nas empresas que possuem o indicador de internacionalização e foi aplicado 0 nas empresas que não possuem o indicador de internacionalização.

Tabela 8 – Teste de Mann-Whitney: *Disclosure* de riscos operacionais nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas

Internacionalização	Grupos	Total	Média do Rank	Mann-Whitney	Wilcoxon W	Z	Sig
Participação estrangeira no capital social	Não	156	161,03	12875	25121	-1,066	0,286
	Sim	177	172,26				
Internacionalização das ações	Não	170	167,55	13761	27127	-0,107	0,914
	Sim	163	166,42				
Internacionalização das receitas	Não	220	164,84	11955	36265	-0,573	0,567
	Sim	113	171,2				
Internacionalização dos mercados	Não	197	164,42	12888	32391	-0,59	0,555
	Sim	136	170,74				
Perfil de internacionalização	Não	72	166,97	9393,5	12021,5	-0,003	0,997
	Sim	261	167,01				

Fonte: Output do SPSS (2021).

Os resultados apresentados na Tabela 8 indicam que não existem diferenças significativas no *disclosure* de riscos operacionais entre os grupos de empresas internacionalizadas e não internacionalizadas em cada indicador investigado e no perfil de internacionalização (indicador geral). Pois, apesar de existirem, como observado na comparação das médias dos *ranks*, elas não são significantes a ponto de serem atribuídas ao mecanismo de inserção da firma no mercado internacional (capital, ações, receitas ou mercados). Dessa forma, pode-se sugerir que, quanto ao *disclosure* de riscos operacionais, a internacionalização não parece ser um fator de diferenciação entre as empresas analisadas. Esse resultado confirma o estudo de Alves e Cherobim (2009) que demonstraram que as instituições financeiras brasileiras divulgam menos informações que as instituições financeiras estrangeiras.

Tabela 9 – Teste de Mann-Whitney: *Disclosure* de riscos de dano nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas

Internacionalização	Grupos	Total	Média do Rank	Mann-Whitney	Wilcoxon W	Z	Sig
Participação estrangeira no capital social	Não	156	174,55	12628,5	28381,5	-1,428	0,153
	Sim	177	160,35				
Internacionalização das ações	Não	170	162,86	13150,5	27685,5	-0,853	0,394
	Sim	163	171,32				
Internacionalização das receitas	Não	220	173,53	10993	17434	-1,837	0,066*
	Sim	113	154,28				
Internacionalização dos mercados	Não	197	179,63	10907	20223	-3,064	0,002***
	Sim	136	148,7				
Perfil de internacionalização	Não	72	185,72	8048,5	42239,5	-1,981	0,048**
	Sim	261	161,84				

Nota: (*): significante a 10%; (**): significante a 5%; (***) significante a 1%.

Fonte: Output do SPSS (2021).

Os resultados expostos na Tabela 9 apontam que não existem diferenças significativas no *disclosure* de riscos de dano entre os grupos de empresas internacionalizadas e não

internacionalizadas para as variáveis participação estrangeira no capital social e internacionalização das ações. Cabe destacar que na internacionalização das receitas há uma diferença significativa, ao nível de 10%, onde a divulgação de risco de dano é maior nas empresas não internacionalizadas. Ademais, na internacionalização dos mercados, há uma diferença significativa, ao nível de 1%, onde as empresas domésticas divulgam mais informações relacionadas ao risco de dano do que as empresas que possuem instalações em outros países.

Em uma análise do perfil de internacionalização, baseado na média do *rank*, verifica-se que empresas não internacionalizadas divulgam mais informações sobre riscos de dano do que empresas internacionalizadas. Os riscos de dano, conforme apontado por Miihkinen (2012), tratam de perdas devido a ações judiciais e cobertura de seguro insuficiente, então a maior divulgação de risco de dano nas empresas não internacionalizadas pode ser devido a conjuntura da política interna e da economia de determinado país, no qual a participação em negócios internacionais pode envolver diversos tipos de riscos, como os associados à escolha da localização geográfica, à existência de diferentes situações econômicas e aos aspectos políticos e governamentais do país (STOCKER; ABIB, 2019). Dessa forma, pode-se admitir que, quanto ao *disclosure* de riscos estritamente de dano, a internacionalização parece ser um fator de diferenciação entre as empresas analisadas.

Tabela 10 – Teste de Mann-Whitney: *Disclosure* de riscos de integridade nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas

Internacionalização	Grupos	Total	Média do Rank	Mann-Whitney	Wilcoxon W	Z	Sig																																							
Participação estrangeira no capital social	Não	156	158,73	12516	24762	-1,496	0,135																																							
	Sim	177	174,29					Internacionalização das ações	Não	170	154,1	11662	26197	-2,538	0,011*	Sim	163	180,45	Internacionalização das receitas	Não	220	168,96	11998,5	18439,5	-0,527	0,598	Sim	113	163,18	Internacionalização dos mercados	Não	197	164,09	12822	32325	-0,676	0,499	Sim	136	171,22	Perfil de internacionalização	Não	72	157,75	8730	11358
Internacionalização das ações	Não	170	154,1	11662	26197	-2,538	0,011*																																							
	Sim	163	180,45					Internacionalização das receitas	Não	220	168,96	11998,5	18439,5	-0,527	0,598	Sim	113	163,18	Internacionalização dos mercados	Não	197	164,09	12822	32325	-0,676	0,499	Sim	136	171,22	Perfil de internacionalização	Não	72	157,75	8730	11358	-0,936	0,349	Sim	261	169,55						
Internacionalização das receitas	Não	220	168,96	11998,5	18439,5	-0,527	0,598																																							
	Sim	113	163,18					Internacionalização dos mercados	Não	197	164,09	12822	32325	-0,676	0,499	Sim	136	171,22	Perfil de internacionalização	Não	72	157,75	8730	11358	-0,936	0,349	Sim	261	169,55																	
Internacionalização dos mercados	Não	197	164,09	12822	32325	-0,676	0,499																																							
	Sim	136	171,22					Perfil de internacionalização	Não	72	157,75	8730	11358	-0,936	0,349	Sim	261	169,55																												
Perfil de internacionalização	Não	72	157,75	8730	11358	-0,936	0,349																																							
	Sim	261	169,55																																											

Nota: (*): significante a 10%.

Fonte: Output do SPSS (2021).

Os resultados apresentados na Tabela 10 mostram que não existem diferenças significativas no *disclosure* de riscos de integridade entre os grupos de empresas internacionalizadas e não internacionalizadas para as variáveis participação estrangeira no capital social.

Na internacionalização das ações, há uma diferença significativa, onde, baseado na média do *rank*, empresas que negociam suas ações em outras bolsas de valores divulgam mais informações sobre riscos de integridade do que empresas que não negociam suas ações em outras bolsas. Isso pode ocorrer por conta dos requisitos das outras bolsas, no qual Eriksson et al. (2014) relatam que a mensuração do risco e a diminuição da incerteza em negócios internacionais são tarefas complexas de se realizar, pois estão ligadas a diferentes fatores que dependem de diferentes normas, valores e regulamentos.

Na internacionalização das receitas, na internacionalização dos mercados e na internacionalização total, não existem diferenças significativas no *disclosure* de riscos de integridade entre os grupos de empresas internacionalizadas e não internacionalizadas. Dessa forma, pode-se considerar que, quanto ao *disclosure* de riscos estritamente de integridade, a internacionalização parece ser um fator de diferenciação entre as empresas analisadas somente no nível de internacionalização das ações.

Tabela 11 – Teste de Mann-Whitney: *Disclosure* de riscos estratégicos nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas

Internacionalização	Grupos	Total	Média do Rank	Mann-Whitney	Wilcoxon W	Z	Sig
Participação estrangeira no capital social	Não	156	148,81	10968	23214	-3,242	0,001***
	Sim	177	183,03				
Internacionalização das ações	Não	170	137,29	8803,5	23338,5	-5,761	0,000***
	Sim	163	197,99				
Internacionalização das receitas	Não	220	155,83	9973,5	34283,5	-2,958	0,003***
	Sim	113	188,74				
Internacionalização dos mercados	Não	197	152,73	10584,5	30087,5	-3,261	0,001***
	Sim	136	187,67				
Perfil de internacionalização	Não	72	114,86	5642	8270	-5,199	0,000***
	Sim	261	181,38				

Nota: (***) significante a 1%.

Fonte: Output do SPSS (2021).

Os resultados da Tabela 11 demonstram que existem diferenças significativas no *disclosure* de riscos estratégicos entre os grupos de empresas internacionalizadas e não internacionalizadas em todas as variáveis de internacionalização (participação estrangeira no capital social, internacionalização das ações, internacionalização das receitas e internacionalização dos mercados), onde empresas internacionalizadas divulgam mais informações sobre riscos estratégicos do que empresas não internacionalizadas. Em linhas gerais, esse achado corrobora os estudos de Abraham e Cox (2007), Cabedo e Tirado (2004) e Deumes (2008) que mostraram que a divulgação dos riscos associados aos objetivos estratégicos da empresa pode eliminar as assimetrias da informação, fazendo com que os

investidores estejam melhor informados sobre as perspectivas futuras da empresa, o que contribuirá para melhorar as relações com os mesmos. Dessa forma, pode-se conjecturar que, quanto ao *disclosure* de riscos estritamente estratégicos, a internacionalização parece ser um fator de diferenciação entre as empresas analisadas.

Por fim, a Tabela 12 demonstra a comparação do nível de *disclosure* de riscos não financeiros geral, utilizando todas as subcategorias de riscos não financeiros (operacionais, de dano, de integridade e estratégicos) com as empresas que possuem cada variável dos indicadores de internacionalização (participação estrangeira no capital social, internacionalização das ações, internacionalização das receitas, internacionalização dos mercados) e do perfil de internacionalização e empresas que não possuem cada variável dos indicadores de internacionalização.

Tabela 12 – Teste de Mann-Whitney: *Disclosure* de riscos não financeiros geral nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas

Internacionalização	Grupos	Total	Média do Rank	Mann-Whitney	Wilcoxon W	Z	Sig																																							
Participação estrangeira no capital social	Não	156	152,59	11557,5	23803,5	-2,566	0,01***																																							
	Sim	177	179,7					Internacionalização das ações	Não	170	147,84	10597,5	25132,5	-3,712	0,000***	Sim	163	186,98	Internacionalização das receitas	Não	220	161,5	11220	35530	-1,456	0,146	Sim	113	177,71	Internacionalização dos mercados	Não	197	158,99	11817,5	31320,5	-1,829	0,067*	Sim	136	178,61	Perfil de internacionalização	Não	72	137,16	7247,5	9875,5
Internacionalização das ações	Não	170	147,84	10597,5	25132,5	-3,712	0,000***																																							
	Sim	163	186,98					Internacionalização das receitas	Não	220	161,5	11220	35530	-1,456	0,146	Sim	113	177,71	Internacionalização dos mercados	Não	197	158,99	11817,5	31320,5	-1,829	0,067*	Sim	136	178,61	Perfil de internacionalização	Não	72	137,16	7247,5	9875,5	-2,973	0,003***	Sim	261	175,23						
Internacionalização das receitas	Não	220	161,5	11220	35530	-1,456	0,146																																							
	Sim	113	177,71					Internacionalização dos mercados	Não	197	158,99	11817,5	31320,5	-1,829	0,067*	Sim	136	178,61	Perfil de internacionalização	Não	72	137,16	7247,5	9875,5	-2,973	0,003***	Sim	261	175,23																	
Internacionalização dos mercados	Não	197	158,99	11817,5	31320,5	-1,829	0,067*																																							
	Sim	136	178,61					Perfil de internacionalização	Não	72	137,16	7247,5	9875,5	-2,973	0,003***	Sim	261	175,23																												
Perfil de internacionalização	Não	72	137,16	7247,5	9875,5	-2,973	0,003***																																							
	Sim	261	175,23																																											

Nota: (*): significante a 10%; (***) significante a 1%.

Fonte: Output do SPSS (2021).

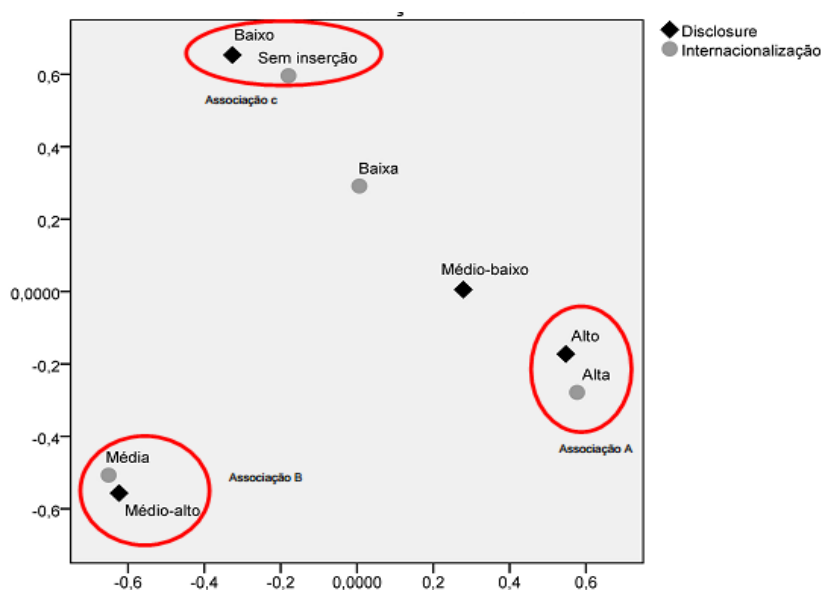
A Tabela 12 evidencia que existem diferenças significativas no *disclosure* de riscos não financeiros geral entre os grupos de empresas internacionalizadas e não internacionalizadas, no qual as empresas internacionalizadas apresentam maior nível geral de *disclosure* de riscos não financeiros em relação as empresas não internacionalizadas. Em uma análise do perfil de internacionalização, baseado na média do *rank*, percebe-se que as empresas internacionalizadas, independentemente de seus indicadores, têm uma propensão a divulgar mais informações sobre riscos não financeiros. Dessa forma, pode-se considerar que, pela perspectiva geral das variáveis do nível *disclosure* de riscos não financeiros, a internacionalização parece ser um fator de diferenciação entre as empresas analisadas.

Com isso, os resultados dos testes de diferenças entre médias sugerem que algumas variáveis do *disclosure* de riscos não financeiros são afetadas em razão das diferentes formas de inserção internacional das empresas. Além disso, o comportamento do *disclosure* de riscos

não financeiros geral indica sofrer interferência da internacionalização no grupo das 111 companhias da amostra (Apêndice A) dos *rankings* “100 maiores de capital aberto”. Esse resultado se assemelha ao que foi apontado por Floriani e Fleury (2012) e Santos, Vasconcelos e De Luca (2015) que destacaram que a internacionalização pode influenciar de forma significativa as estruturas da empresa, em decorrência das imposições competitivas do mercado internacional, que se diferem daquelas do país de origem, já que compreendem a adaptação estratégica de recursos e estrutura, além do envolvimento internacional.

Logo após, foi realizado uma Anacor a partir dos parâmetros expostos no Quadro 6. Inicialmente, foi realizado o teste de Qui-quadrado para examinar a associação entre as categorias previamente definidas. Os resultados mostraram que a estatística do teste foi 26,788, com significância a nível inferior a 1% ($p\text{-value} = 0,002$). Ou seja, para essa amostra e à luz das categorias apresentadas, existe associação relevante entre as classes para *disclosure* de riscos e internacionalização. Isso permite a confecção do mapa perceptual categórico exposto na Figura 1.

Figura 1 – Associação entre o perfil de internacionalização e *disclosure* de riscos não financeiros



Fonte: Output do SPSS (2021).

Conforme a Figura 1, o teste de associação por correspondência categórica indica que empresas com inserção internacional acentuada, ou seja, com três ou mais indicadores de internacionalização, pertencem ao grupo das observações com alto nível de *disclosure* de riscos não financeiros. Esse resultado pode indicar que a internacionalização pode atuar como contingência que pressiona as firmas a adotarem mecanismos de proteção dos investidores em relação aos riscos não financeiros. Com isso, a gestão das empresas “internacionalizadas”

responde com um nível de informações mais elevado a respeito de eventos adversos que podem afetar as empresas. Além disso, a exposição maior a outros mercados, para além do doméstico, pode, naturalmente, impor maiores riscos ao negócio e isso ajudaria a explicar essa evidência. Esse resultado pode ser justificado pelo estudo de Soschinski, Brandt e Klann (2019) que apontou que cada vez mais as empresas se veem pressionadas a divulgar informações com maior transparência sobre seus negócios, tornando-se uma questão estratégica para diversas empresas brasileiras, principalmente aquelas que atuam no mercado externo. Por outro lado, os resultados dos estudos de Chin, Chen e Hsieh (2009) e Tong e Wei (2014) indicam que à medida que as empresas se internacionalizam, há uma redução da transparência corporativa em linhas gerais.

Com base nas informações da Figura 1, cabe destacar a existência de associação entre baixo nível de *disclosure* de riscos não financeiros e o grupo de empresas sem qualquer forma de inserção internacional. Esse resultado pode ser indicado pela discricionariedade que as companhias abertas brasileiras possuem na forma de apresentação do *disclosure* dos fatores de riscos aos quais estão expostas e pelo fato da percepção de riscos influenciar diretamente o processo decisório quando da realização de investimentos, o que leva a empresa evitar divulgar informações desfavoráveis, de modo a suprimir riscos, apesar dos regulamentos que contornam essa manobra, exigindo tal evidenciação (ALMENDRA et al., 2018).

A terceira associação encontrada na Figura 1 indica a chamada “média internacionalização”, quando a empresa possui 2 indicadores e esta encontra-se associada à categoria médio-alto nível de *disclosure* de riscos não financeiros.

Do exposto, em síntese, os resultados da análise de correspondência realizada apontam que níveis de *disclosure* de riscos não financeiros mais elevados podem estar acompanhados de uma forte atuação das empresas no mercado internacional.

4.4 Relação entre o perfil de internacionalização e o nível de *disclosure* de riscos não financeiros

Para atender o objetivo geral do estudo, investigar a relação entre a internacionalização e o *disclosure* de riscos não financeiros nas maiores companhias abertas do Brasil, foi delineada a regressão linear múltipla, com o intuito de se comprovar o efeito da influência das variáveis de internacionalização na variável *disclosure* de riscos não financeiros geral.

Cabe informar que os dados foram Winsorizados como meio de reduzir a exposição a dados extremos e concentrar mais os dados. Os modelos apresentaram-se adequados com a

Winsorização de 5% nas duas caudas, nos quais foram cortados os valores extremos nos limites de 5% acima e abaixo.

É importante destacar que a proposição da hipótese foca, à luz da teoria do *disclosure*, na operacionalização da relação entre internacionalização e o *disclosure* de riscos não financeiros. Com isso, no processamento, os modelos de regressão foram verificados com variáveis contínuas e variáveis *dummy*. Através das seguintes equações foi analisada a hipótese da pesquisa (**H1**: O perfil de internacionalização da empresa influencia o nível de *disclosure* de riscos não financeiros), observando a possível influência da internacionalização (variável independente) no *disclosure* de riscos não financeiros (variável dependente).

As especificações das *proxies* apresentadas na equação são assim descritas: *i*, empresa; *t*, ano; β , constante; INTCAP, Participação estrangeira no capital social; INTBOL, Internacionalização das ações; INTREC, Internacionalização das receitas; INTMERC, Internacionalização dos mercados; DR, nível de *disclosure* de riscos; TAM, tamanho da empresa; ROA, rentabilidade; END, endividamento; IDA, idade; e, ε é o erro.

$$\text{Modelo 1: } DR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INTCAP_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 IDA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modelo 2: } DR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INTBOL_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 IDA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modelo 3: } DR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INTREC_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 IDA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modelo 4: } DR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INTMERC_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 IDA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Ao realizar o teste de Chow observou-se que o melhor modelo foi o de efeito fixo, já o LM de Breusch-Pagan foi o de efeitos aleatórios. Por fim, o teste de Hausman indicou o modelo de efeito fixo. Assim, com os testes realizados, os melhores modelos foram aqueles com efeitos fixos, que reforçam a individualidade das unidades de análise.

Os resultados das regressões foram testados de duas formas distintas: em variáveis contínuas, pois se procurou inferir se os indicadores de internacionalização têm influência no nível de *disclosure* de riscos não financeiros das empresas e em variáveis *dummies*, pois se avalia, *a priori*, se a atuação da empresa no ambiente internacional, independentemente do nível, influencia o nível de *disclosure* de riscos não financeiros geral. A Tabela 13 apresenta o resultado da regressão linear múltipla com variáveis contínuas.

Tabela 13 – Efeito dos indicadores de internacionalização no nível de *disclosure* - variáveis contínuas

Variáveis independentes	Variáveis dependentes			
	Modelo 1 DR	Modelo 2 DR	Modelo 3 DR	Modelo 4 DR
INTCAP	0,105	-	-	-
INTBOL	-	0,007	-	-
INTREC	-	-	-0,042	-
INTMER	-	-	-	-0,001
TAM	-0,034**	-0,033**	-0,032**	-0,032**
IDA	-0,096**	-0,110**	-0,012***	-0,116***
ROA	-0,072	-0,089	-0,087	-0,088
END	-0,046	-0,046	-0,045	-0,045
Constante	1,203	1,237	1,251	1,253
Teste F de Chow	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo
Teste LM	Aleatório	Aleatório	Aleatório	Aleatório
Teste de Hausman	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo
Teste F	7,52***	7,01***	7,01***	6,93***
R ²	0,1417	0,139	0,139	0,138
VIF médio	1,41	1,25	1,27	1,28
Observação	333	333	333	333
Heterocedasticidade	Não	Não	Não	Não
Erros robustos	Não	Não	Não	Não

Nota: (*): significativa a 10%; (**): significativa a 5%; (***) significativa a 1%.

Fonte: Output do STATA (2021).

Através da Tabela 13, observa-se que nenhum indicador de internacionalização, pelas variáveis contínuas, influencia o nível de *disclosure* de riscos não financeiros geral. Esse achado se assemelha ao indicado nos estudos de Chin, Chen e Hsieh (2009) e Tong e Wei (2014) que apontam que à medida que as empresas se internacionalizam, há uma redução da transparência corporativa em linhas gerais, mas diverge do achado de Diamond e Verrecchia (1991) que destacaram que empresas internacionalizadas apresentam maior *disclosure* de informações devido às maiores exigências do mercado internacional.

Por sua vez, é possível notar que o tamanho da empresa afeta negativamente o nível de *disclosure* de riscos não financeiros geral, com significância de 5%, ou seja, as empresas maiores apresentam menos divulgação de informações de riscos não financeiros. Esse resultado diverge dos estudos de Linsley e Shrivies (2006), Abraham e Cox (2007) e Elshandidy et al. (2013) que revelaram que o tamanho da empresa tem correlação positiva com a divulgação de risco. No mesmo sentido, pode-se perceber que a idade também afeta negativamente, com significância de 5%, a participação estrangeira de capital e a internacionalização de ações, e com significância de 1 %, a internacionalização de receitas e a internacionalização de mercados, o que converge com o resultado de Shivaani, Jain e Yadav (2019) que encontraram que a idade da empresa tem um impacto positivo significativo nos níveis de divulgação. A rentabilidade e o endividamento não apresentaram significância em nenhum dos modelos testados.

Em seguida, a Tabela 14 apresenta a regressão linear múltipla variáveis *dummy*, onde 1 foi aplicado nas empresas que possuem pelo menos um indicador de internacionalização e 0 foi aplicado nas empresas que não possuem nenhum indicador de internacionalização, visando identificar possível influência no nível de *disclosure* de riscos não financeiros geral.

Tabela 14 - Efeito dos indicadores de internacionalização no nível de *disclosure* - variáveis *dummy*

Variáveis independentes	Variáveis dependentes			
	Modelo 1 DR	Modelo 2 DR	Modelo 3 DR	Modelo 4 DR
INTCAP	0,179**	-	-	-
INTBOL	-	0.007	-	-
INTREC	-	-	-0,022	-
INTMER	-	-	-	-0,022
TAM	-0,036***	-0,032**	-0,030**	-0,030**
IDA	-0,094**	-0,111**	-0,122***	-0,121***
ROA	-0,055	-0,088	-0,081	-0,085
END	-0,042	-0,045	-0,042	-0,047
Constante	1,223	1,239	1,259	1,253
Teste F de Chow	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo
Teste LM	Aleatório	Aleatório	Aleatório	Aleatório
Teste de Hausman	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo
Teste F	8,24***	6,99***	7,40***	7,31***
R ² .	0,160	0,139	0,146	0,144
VIF médio	1,38	1,24	1,27	1,28
Observação	333	333	333	333
Heterocedasticidade	Não	Não	Não	Não
Erros robustos	Não	Não	Não	Não

Nota: (*): significante a 10%; (**): significante a 5%; (***) significante a 1%.

Fonte: Output do STATA (2021).

Através da Tabela 14, verifica-se que o indicador de participação estrangeira de capital, pelas variáveis *dummies*, afeta positivamente o nível de *disclosure* de riscos não financeiro geral, entretanto, os outros indicadores de internacionalização estudados não apresentaram significância. Esse resultado converge com o estudo de Santos, Vasconcelos e De Luca (2015) que concluíram que a internacionalização tem impacto positivo significativo considerando a dimensão da internacionalização do capital social.

Percebe-se ainda que o tamanho também afeta negativamente na participação estrangeira de capital, com significância de 1%, e na internacionalização de ações, na internacionalização de receitas e internacionalização de mercados, com significância de 5%. A idade também afeta negativamente na participação estrangeira de capital e na internacionalização de ações, com significância de 5%, e na internacionalização de receitas e na internacionalização de mercados, com significância de 1%. A rentabilidade e o endividamento não apresentaram significância com nenhum dos modelos testados.

Com isso, conclui-se que a intensidade da internacionalização das empresas, considerando os indicadores estudados, não tem efeito sobre o nível de *disclosure* de riscos não financeiros, ou seja, se a empresa tem 1% de capital estrangeiro e a outra 98%, isso não parece fazer diferença na transparência de informações de riscos não financeiros ao mercado. Agora, por seu turno, a presença do capital estrangeiro na estrutura de propriedade da empresa, isso sim, “força” a maior qualidade do *disclosure* de riscos não financeiros. Com isso, a inserção internacional e não o grau de inserção, pode explicar o nível de divulgação de riscos não financeiros para o mercado. Esse resultado corrobora o estudo de Duarte et al. (2019), que analisou a relação entre os níveis de internacionalização e o *disclosure* das empresas brasileiras listadas na bolsa no período de 2015 a 2017, e constatou que empresas com maior inserção internacional apresentam maior nível de divulgação voluntário.

5 CONCLUSÃO

A presente pesquisa teve por objetivo investigar a relação entre a internacionalização e o *disclosure* de riscos não financeiros nas maiores companhias abertas do Brasil. As métricas de internacionalização foram extraídas dos Formulário de Referência do triênio 2016-2018 de 111 empresas listadas entre as “Melhores e Maiores” da Revista Exame. Quanto à análise do *disclosure* de riscos não financeiros, baseada na seção 4 do Formulário de Referência, recorreu-se as subcategorias riscos operacionais, de dano, de integridade e estratégicos identificadas na literatura.

Foi realizada uma análise cuidadosa da literatura referente aos dois constructos – internacionalização de empresas e *disclosure* de riscos não financeiros, tanto no âmbito nacional quanto no internacional, destacando-se os poucos estudos nacionais sobre *disclosure* de riscos, em especial investigando a relação com a internacionalização. A teoria do *disclosure* foi adotada como base teórica tendo em vista que divulgar mais informações, através dos relatórios institucionais de alta qualidade, resulta em uma maior confiança do investidor.

De forma pontual, foi identificado que a maioria das maiores empresas de capital aberto do Brasil possui pelo menos um indicador de internacionalização e em sua maioria, internacionalizaram-se através da participação estrangeira no capital social.

Ademais, constatou-se um crescimento das médias do *disclosure* de riscos não financeiros das empresas nos três anos estudados, apesar de não ser considerado um crescimento expressivo. A análise por subcategorias de riscos não financeiros mostrou que as médias em todas as subcategorias permaneceram praticamente constantes, com um aumento mais expressivo da divulgação de informações dos riscos estratégicos entre os anos 2016 e 2017 e uma diminuição entre os anos 2017 e 2018 nas empresas. A análise setorial proporcionou evidências que indicam que o setor que possui a maior média geral do *disclosure* de riscos não financeiros é o Petróleo, gás e biocombustíveis e o que possuiu a menor média geral é o de Saúde. Observou-se também que no decorrer dos anos não houve uma alteração expressiva entre as médias do *disclosure* de riscos não financeiros em todos setores.

Foi possível observar que as empresas que possuem as melhores médias de *disclosure* de riscos não financeiros são as empresas com internacionalização das ações. Além disso, ao visualizar de forma geral, constatou-se que empresas que não praticam determinado indicador de internacionalização possuem menores médias de *disclosure* de riscos não financeiros, quando comparado com as empresas que possuem determinado indicador de internacionalização.

Os resultados do teste de Mann-Whitney sugeriram que algumas subcategorias de riscos

não financeiros são afetadas em razão da inserção internacional das empresas. Além disso, o comportamento do nível de *disclosure* de riscos não financeiros geral indica sofrer interferência da internacionalização nas empresas da amostra.

Os resultados da análise de correspondência múltipla, evidenciados por meio do mapa perceptual, apontaram algumas associações entre a internacionalização e o nível de *disclosure* de riscos não financeiros, a saber: a) empresas com um nível alto de *disclosure* associam-se à alta internacionalização, ou seja, quando as empresas possuem 3 ou mais indicadores dentre os estudados (capital, bolsa de valores, receitas e mercados); b) empresas com baixo nível de *disclosure* de riscos associam-se à empresas sem inserção internacional via indicadores estudados; c) a chamada “média internacionalização”, quando a empresa possui 2 indicadores, está associada à empresas da categoria médio-alto *disclosure*.

Os resultados da regressão linear múltipla evidenciaram que o nível de inserção internacional, considerando os indicadores de internacionalização estudados, não tem efeito sobre o nível de *disclosure* de riscos não financeiros. Porém, a presença do capital estrangeiro na estrutura de propriedade da empresa induz a um maior *disclosure* de riscos não financeiros. Assim, a inserção internacional, não o grau de inserção, pode explicar o relato de risco da empresa, isso na amostra das maiores companhias abertas brasileiras, segundo a revista Exame.

Posto isto, evidencia-se que a hipótese da pesquisa (**H1**: O perfil de internacionalização da empresa influencia o nível de *disclosure* de riscos não financeiros) foi testada e os objetivos, geral e específicos, foram alcançados.

Como contribuição da pesquisa, destaca-se o estudo da internacionalização como uma variável que pode estar relacionada ao *disclosure* de riscos não financeiros, sendo um indicativo de atenção para os investidores e mercado acionário em geral, especialmente para empresas que estejam buscando aportes de fundos internacionais para crescimento. Ressalta-se que a divulgação de riscos não financeiros nas empresas foi explorada na pesquisa tanto de forma geral quanto a partir das quatro subcategorias utilizadas, o que permitiu maior nível de detalhamento acerca desses constructos. Para o meio acadêmico, salienta-se ainda a investigação dessa relação em empresas de capital aberto de um país emergente e com poucos estudos sobre as temáticas.

No entanto, apesar do cuidado na proposição da hipótese e do delineamento metodológico utilizado, a presente pesquisa apresenta limitações. A primeira se refere a população utilizada, a qual foi escolhida de forma intencional, o que impede a generalização dos resultados encontrados. A segunda se refere a dificuldade em utilizar uma métrica para capturar a internacionalização e a qualidade do *disclosure* de riscos, uma vez que não há um

consenso na literatura.

Diante disso, sugere-se que pesquisas futuras explorem outras métricas para internacionalização, como a partir de análise qualitativa, aplicando também a um grupo maior de empresas. Ainda, sugere-se a investigação dos dois constructos com ampliação do período de análise, bem como inclusão de outras características relacionadas à internacionalização, como a utilização de ADRs. Além disso, propõe-se um estudo comparativo considerando empresas de diferentes nacionalidades.

REFERÊNCIAS

- ABDULLAH, M.; ABDUL SHUKOR, Z.; MOHAMED, Z.M.; Ahmad, A. Risk management disclosure: a study on the effect of voluntary risk management disclosure toward firm value. **Journal of Applied Accounting Research**, v.16, n. 3, p. 400-432, 2015
- ABRAHAM, S.; COX, P. Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. **The British Accounting Review**, v. 39, n. 3, p. 227-248, 2007.
- ABRAHAM, S.; SHRIVES, P. J. Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. **The British Accounting Review**, v. 46, n. 1, p. 91-107, 2014.
- ALBUQUERQUE FILHO, A. R.; FREIRE, M. M. A.; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Influência da internacionalização e da inovação na competitividade empresarial. **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, v. 15, n. 1, p. 1-18, 2020.
- ALBAITY, M. S.; CHUAN, A. H. S. Internationalization and capital structure: evidence from Malaysian manufacturing firms. **Asian Journal of Finance & Accounting**, v. 5, n. 2, p. 329-342, 2013.
- ALMENDRA, R. S.; VASCONCELOS, A. C.; SILVA, R. B.; DE LUCA, M. M. M. Internacionalização, risco sistemático e disclosure de riscos em empresas listadas na BM&FBovespa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 37, n. 3, p. 73-91, 2018.
- ALVES, C. A. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do comitê da Basileia: estudo em bancos do país e do exterior. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 2, p. 57-86, 2009.
- AMEZAGA-ALONSO, M. T.; CILLERUELO-CARRASCO, E.; ZARRABETIA-BILBAO, E.; RUIZ-DE-ARBULO-LÓPEZ, P. Present and future of risk disclosure in Spanish non-financial listed companies. **Revista de Contabilidad**, v. 23, n. 1, p. 18-49, 2020.
- ANAGNOSTOPOULOU, S. C; TSEKREKOS, A. E. Earnings management in firms seeking to be acquired. **The British Accounting Review**, v. 47, n. 4, p. 351-375, 2015.
- ANNAVARJULA, M.; BELDONA, S. Multinationality-performance relationship: a review and reconceptualization. **International Journal of Organizational Analysis**, v. 8, p. 48-67, 2000.
- ANTUNES, M. T. P.; CORRAR, L. J.; KATO, H. T. A eficiência das informações divulgadas em. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, p. 41-50, 2004.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- BAO, Y.; DATTA, A. Simultaneously discovering and quantifying risk types from textual risk disclosures. **Management Science**, v. 60, n. 6, p. 1371-1391, 2014.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.
- BEAMISH, P. W. The internationalization process for smaller Ontario firms: A research agenda. **Research in Global Business Management**, v. 1, p. 77-92, 1990.
- BEATTIE, V.; MCINNES, W.; FEARNLEY, S. A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. **Accounting Forum**, v. 28, n. 3, p. 205-236, 2004.
- BERETTA, S.; BOZZOLAN, S. A framework for the analysis of firm risk communication. **The International Journal of Accounting**, v. 39, n. 3, p. 265-288, 2004.

- BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A. A re-examination of disclosure level and the cost of equity capital. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 21-40, 2002.
- BOWMAN, E. H. Content analysis of annual reports for corporate strategy and risk. **Interfaces**, v. 14, p. 61-71, 1984.
- BRAMMER, S. J.; PAVELIN, S.; PORTER, L. A. Corporate charitable giving, multinational companies and countries of concern. **Journal of Management Studies**, v. 46, n. 4, p. 575-596, 2009.
- BROWM, N. C.; KIMBROUGH, M. D. Intangible investment and the importance of firm-specific factors in the determination of earnings. **Review of Accounting Studies**, v.16, n. 3, p. 539-573, 2011.
- BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, A. J. What determines corporate transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 2, p. 207-252, 2004.
- CABEDO, J. D.; TIRADO, J. M. The disclosure of risk in financial statements. **Accounting Forum**, v. 24, p. 181-200, 2004.
- CAMPBELL, J. L.; CHEN, H.; DHALIWAL, D. S.; LU, H.; STEELE, L. B. The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. **Review of Accounting Studies**, v. 19, n. 1, p. 396-455, 2014.
- CARVALHO, L. N. G.; TRAPP, A. C. G.; CHAN, B. L. Disclosure e risco operacional: uma abordagem comparativa em instituições financeiras que atuam no Brasil, na Europa e nos Estados Unidos. **Revista de Administração**, v. 39, n. 3, p. 264-273, 2004.
- CHAPPLE, W.; MOON, J. Corporate social responsibility (CSR) in Asia: A seven-country study of CSR web site reporting. **Business & Society**, v. 44, n. 4, p. 415-441, 2005.
- CHEROBIM, A. P. M. S.; ALVES, C. A. M. Investigação sobre evidenciação do risco operacional: estudo multicase em instituições financeiras brasileiras. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 3, n. 2, p. 124-138, 2006.
- CHIN, C. L.; CHEN, Y. U.; HSIEH, T. J. International diversification, ownership structure, legal origin, and earnings management: Evidence from Taiwan. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 24, p. 233-262, 2009.
- COSTA, L. P. S.; FIGUEIRA, A. C. R. Risco político e internacionalização de empresas: uma revisão bibliográfica. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 15, n. 1, p. 63-87, 2017.
- CUERVO-CAZURRA, A. How the analysis of developing country multinational companies helps advance theory: solving the goldilocks debate. **Global Strategy Journal**, v. 2, n. 3, p. 153-167, 2012.
- CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>>. Acesso em: 07 set. 2019.
- CUNHA, P. R.; SILVA, J. O.; FERNANDES, F. C. Riscos empresariais divulgados nas ofertas públicas de ações no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 13, n. 41, p. 454-471, 2011.
- DAI, L.; MAKSIMOV, V.; GILBERT, B. A.; FERNHABER, S. A. Entrepreneurial orientation and international scope: the differential roles of innovativeness, proactiveness, and risk taking. **Journal of Business Venturing**, v. 29, n 4, p. 511-524, 2014.

- DAINELLI, F.; BINI, L.; GIUNTA, F. Signaling strategies in annual reports: evidence from the disclosure of performance indicators. **Advances in Accounting**, v. 29, p. 267-277, 2013.
- DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **Revista Economia e Gestão**, v. 5, n. 11, p. 56-76, 2005.
- DEGHETTO, K.; LAMONT, B. T.; HOLMES, R. M. Safety risk and international investment decisions. **Journal of World Business**, v. 55, n. 6, p. 101-129, 2020.
- DELIGONUL, S. Z. Multinational country risk: exposure to asset holding risk and operating risk in international business. **Journal of World Business**, v. 55, n. 2, p. 1-11, 2020.
- DENBERG, M. W. S.; GOMES, J. S. Impactos ocasionados pela internacionalização em empresas brasileiras: um estudo de caso múltiplo. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 14, n. 3, p. 77-99, 2011.
- DERVISHI, A.; KADRIU, I. Decision making under the conditions of risk and uncertainty in some enterprises of Prishtina and Ferizaj. **European Scientific Journal**, v. 1, n. Special, p. 224-228, 2014.
- DETOMASI, D. A. The political roots of corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, v. 82, n. 4, p. 807-819, 2008.
- DEUMES, R.; KNECHEL, W. R. Economic Incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems. **Auditing**, v. 27, n. 1, p. 35-66, 2008.
- DIA, M.; ZÉGHAL, D. Fuzzy evaluation of risk management profiles disclosed in corporate annual reports. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 25, n. 3, p. 237-254, 2008.
- DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.
- DOBLER, M. Incentives for risk reporting – A discretionary disclosure and cheap talk approach. **The International Journal of Accounting**, v. 43, n. 2, p. 184-806, 2008.
- DOSHI, A. R.; DOWELL, G. W. S.; TOFFEL, M. W. How firms respond to mandatory information disclosure. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 10, p. 1209-1231, 2013.
- DUARTE, D. L.; ARAÚJO, F. B. B.; PEIXOTO, F. M.; BARBOZA, F. L. M. *Disclosure* de governança corporativa e o nível de internacionalização das empresas no mercado de capitais brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 12, n. 3, p. 3-21, 2019.
- ECKER-LALA, W. Risk management for enterprises. Hyperion International. **Journal of Econophysics & New Economy**, v. 3, n. 2, p. 217-223, 2010.
- ELAMER, A. A.; NTIM, C. G.; ABDU, H. A. Islamic governance, national governance, and bank risk management and disclosure in MENA Countries. **Business & Society**, p. 1-42, 2017.
- ELSHANDIDY, T.; FRASER, I.; HUSSAINEY, K. Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: evidence from UK FTSE all-share companies. **International Review of Financial Analysis**, v. 30, p. 320-333, 2013.
- ELSHANDIDY, T.; SHRIVES, P.; BAMBER, M.; ABRAHAM, S. Risk reporting: A review of the literature and implications for future research. **Journal of Accounting Literature**, v. 40, n. 1, p. 54-82, 2018.
- ELZAHAR, H.; HUSSAINEY, K. Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. **The Journal of Risk Finance**, v. 13, n. 2, p. 133-147, 2012.

- ERIKSSON, K.; JONSSON, S.; LINDBERGH, J.; LINDSTRAND, A. Modeling firm specific internationalization risk: An application to banks' risk assessment in lending to firms that do international business. **International Business Review**, v. 23, n. 6, p. 1074-1085, 2014.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.
- FERNANDES, S. M. Fatores que influenciam o *disclosure* ambiental: um estudo nas empresas brasileiras no período de 2006 a 2010. **Revista Ambiente Contábil**, v. 5, n. 2, p. 250-267, 2013.
- FILATOTCHEV, I.; POULSEN, A.; BELL, R. G. Corporate governance of a multinational enterprise: Firm, industry and institutional perspectives. **Journal of Corporate Finance**, v. 57, p. 1-8, 2019.
- FLORIANI, D. E.; FLEURY, M. T. O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, n. 3, p. 438-458, 2012.
- FUDALIŃSKI, J. Risk taking propensity and firm internationalization process. **Entrepreneurial Business and Economics Review**, v. 3, n. 2, p. 85-104, 2015.
- FUNG, B. The demand and need for transparency and disclosure in corporate governance. **Universal Journal of Management**, v. 2, n. 2, p. 72-80, 2014.
- GAO, P. Disclosure quality, cost of capital, and investor welfare. **Accounting Review**, v. 85, n. 1, p. 01-31, 2010.
- GAO, Y. Toward a set of internationally applicable indicators for measuring university internationalization performance. **Journal of Studies in International Education**, v. 19, n. 2, p. 182-200, 2015.
- GARCIA, S.; LIMA, G. B.; GALLI, L. C. L. A.; CARVALHO, D. T. Práticas para o planejamento da negociação internacional na pequena empresa: o caso do setor médico-hospitalar-odontológico da cidade de Ribeirão Preto- SP. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 13, n. 2, p. 295-319, 2014.
- GERINGER, J. M.; BEAMISH, P. W.; DACOSTA, R. C. Diversification strategy and internationalization: implications for MNE performance. **Strategic Management Journal**, v. 10, n. 2, p. 109-119, 1989.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. Trad. de Allan Vidigal Hasting; Técnica Jean Jacques Salim. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- GONÇALVES, R. S. WEFFORT, E. F. J. PELEIAS, I. R. GONÇALVES, A. O. Social disclosure das empresas brasileiras listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os níveis de governança corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, n. 9, p. 71-94, 2008.
- GUIA, L. D.; JUNIOR, C. B. M.; SERRANO, A. L. M.; FRANCO, V. R. O impacto de disclosure sobre o desempenho das empresas brasileiras listadas na Nyse. **Revista Reuna**, v. 22, n. 3, p. 74-91, 2017.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

- GULAMHUSSEN, M. A.; PINHEIRO, C.; POZZOLO, A. F. International diversification and risk of multinational banks: Evidence from the pre-crisis period. **Journal of Financial Stability**, v. 13, p. 30-43, 2014.
- HASSEL, A.; HÖPNER, M.; KURDELBUSCH, A.; REHDER, B.; ZUGEHÖR R. Two dimensions of the internationalization of firms. **Journal of Management Studies**, v. 40, n. 3, p. 701-720, 2003.
- HEJAZI, W.; SANTOR, E. Foreign asset risk exposure, DOI, and performance: An analysis of Canadian banks. **Journal of International Business Studies**, v. 41, n. 5, p. 845-860, 2010.
- HONÓRIO, L. C. Determinantes organizacionais e estratégicos do grau de internacionalização de empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, p. 162-175, 2009.
- HSU, C. C.; PEREIRA, A. Internationalization and performance: The moderating effects of organizational learning. **Omega**, v. 36, n. 2, p. 188-205, 2008.
- IBRAHIM, A. E. A.; HUSSAINEY, K. Developing the narrative risk disclosure measurement. **International Review of Financial Analysis**, v. 64, p. 126-144, 2019.
- JAMIL, A.; HASSAN, M. S.; SALLEH, N. M.; YAAKOB, R. Non-financial risk disclosure: from narratives to an index based on Delphi Technique. **Asian Journal of Accounting and Governance**, v. 14, n. 10, p. 1-19, 2020.
- JOHANSON, J.; VAHLNE, J. The internationalization process of the firm - A model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of International Business Studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.
- JORGENSEN, B. N.; KIRSCHENHEITER, M. T. Discretionary risk disclosures. **The Accounting Review**, v. 78, p. 449-469, 2003.
- KIMURA, H.; PERERA, L. C. J. Modelo de otimização da gestão de risco em empresas não financeiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 37, p. 59-72, 2005.
- KLANN, R. C.; KREUZBERG, F.; BECK, F. Fatores de risco evidenciados pelas maiores empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade**, v. 3, n. 3, p. 78-89, 2014.
- KOGUT, B. Designing global strategies: Comparative and competitive value-added chains. **Sloan Management Review**, v. 26, n. 4, p. 15, 1985.
- KOLK, A.; PINKSE, J. The integration of corporate governance in corporate social responsibility disclosures. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 17, n. 1, p. 15-26, 2010.
- KRIPPENDORFF, K. **Content analysis: An introduction to its methodology**. London: Sage Publications, 2004.
- KWOK, C. C. Y.; REEB, D. M. Internationalization and firm risk: An upstream-downstream hypothesis. **Journal of International Business Studies**, v. 3, n. 4, p. 611-629, 2000.
- LARRINAGA, O. V. La internacionalización de la empresa y la empresa multinacional: una revisión conceptual contemporánea. **Cuadernos de Gestión**, v. 5, n. 2, p. 55-74, 2005.
- LÉLIS, D. L. M.; PINHEIRO, L. E. T.; JORDÃO, R. V. D.; COLAUTO, R. D. Comparação das práticas de evidenciação de informações financeiras nas empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA e na NYSE dos setores de consumo não cíclicos e de telecomunicações. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 22, n. 4, p.145 -172, 2011.

- LEOPIZZI, R.; IAZZI, A.; VENTURELLI, A.; PRINCIPALE, S. Nonfinancial risk disclosure: The “state of the art” of Italian companies. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 1, p. 358-368, 2020.
- LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 91-124, 2000.
- LI, Y.; HE, J.; XIAO, M. Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. **International Review of Economics & Finance**, v. 63, p. 138-151, 2019.
- LIM, C. Y.; TAN, P. M. S. Value relevance of value-at-risk disclosure. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 29, n. 4, p. 353-370, 2007.
- LIN, W. T.; LIU, Y.; CHENG, K. Y. The internationalization and performance of a firm: moderating effect of a firm’s behavior. **Journal of International Management**, v. 17, p. 83-95, 2011.
- LINSLEY, P. M.; SHRIVES, P. J. Transparency and the disclosure of risk information in the banking sector. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, v. 13, n. 3, p. 205-214, 2005.
- LINSLEY, P. M.; SHRIVES, P. J. Risk reporting: a study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. **The British Accounting Review**, v. 38, n. 4, p. 387-404, 2006.
- LINSLEY, P. M.; SHRIVES, P. J.; CRUMPTON, M. Risk disclosure: an exploratory study of UK and Canadian banks. **Journal of Banking Regulation**, v. 7, n. 3-4, p. 268-282, 2006.
- LOPES, A. B.; ALENCAR, R. C. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. **The International Journal of Accounting**, v. 45, n. 4, p. 443-464, 2010.
- LORES, L. L.; GONÇALVES, C. A.; PARDINI, D. J. Disclosure of relevant acts or facts: A study of Brazilian companies issuing American Deposit Receipts ADRs at American stock exchanges. **Archives of Business Research**, v. 5 n. 1, p. 135-148, 2017.
- LU, J. W.; BEAMISH, P. W. International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis. **Academy of Management Journal**, v. 47, n. 4, p. 598-609, 2004.
- LUNKES, R. J. **Controle de gestão estratégico, tático, operacional, interno e de risco**. São Paulo: Atlas, 2010.
- MACEDO NETO, H.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M.; FIGUEIRÊDO JUNIOR, H. S. D. Fatores incentivadores da publicação de guidance pelas empresas do Ibovespa e sua conformidade com o Pronunciamento de Orientação n. 04/2008 do Codim. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 9, n. 1, p. 105-123, 2014.
- MACHADO-DA-SILVA, C. L.; FERNANDES, B. H. R. O impacto da internacionalização nos esquemas interpretativos dos dirigentes dos dirigentes do Banco Bamerindus. **Revista de Administração de Empresas**, v. 39, n. 1, p. 14-24, 1999.
- MADRIGAL, M. H.; GUZMÁN, B. A.; GUZMÁN, C. A. Determinants of corporate risk disclosure in large Spanish companies: a snapshot. **Contaduría y Administración**, v. 60, n. 4, p. 757-775, 2015.
- MAIA, A. B. G. R.; BARBOSA, C. O.; VASCONCELOS, A. C.; VASCONCELOS, V. D. Categorização dos programas de capacitação das maiores companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 20, n. 1, p. 27-45, 2020.
- MAIA, A. B. G. R.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e

transportes. **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM**, v. 8, n. 2, p. 40-60, 2013.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

MASULLO, D. G.; LEMME, C. F. Um exame da relação entre o nível de internacionalização e a comunicação ambiental nas grandes empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 15, n. 3, p. 557-580, 2009.

MAZZIONI, S.; KLANN, R. C. Determinantes da qualidade da informação contábil sob a perspectiva das características empresariais. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 1, p. 55-73, 2016.

MICHEL, A.; SHAKED, I. Multinational corporations vs. domestic corporations: Financial performance and characteristics. **Journal of International Business Studies**, v. 17, n. 3, p. 89-100, 1986.

MIIHKINEN, A. What drives quality of firm risk disclosure? The impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. **The International Journal of Accounting**, v. 47, n. 4, p. 437-468, 2012.

MILLER, K. D. A framework for integrated risk management in international business. **Journal of International Business Studies**, v. 23, n. 2, p. 311-331, 1992.

MITTER, C.; DULLER, C.; FELDBAUER-DURSTMÜLLER, B.; KRAUS, S. Internationalization of family firms: the effect of ownership and governance. **Review of Managerial Science**, v. 6, n. 4, p. 1-28, 2012.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Principais práticas de disclosure voluntário das 100 maiores empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 1, n. 1, 2009.

MUZYCHENKO, O.; LIESCH, P. W. International opportunity identification in the internationalization of the firm. **Journal of World Business**, v. 50, n. 4, p. 704-717, 2015.

NASCIMENTO, I. C. S.; SANTOS, A. R. S.; PESSOA, A. F. P.; GUIMARAES, D. B.; REBOUCAS, S. M. D. P. Internacionalização e sustentabilidade empresarial no Brasil. **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM**, v. 15, n. 3, p. 63-79, 2020.

NEIFAR, S.; JARBOUI, A. Corporate governance and operational risk voluntary disclosure: Evidence from Islamic banks. **Research in International Business and Finance**, v. 46, p. 43-54, 2018.

NIGRO, G. L.; ABBATE, L. Risk assessment and profit sharing in business networks. **International Journal of Production Economics**, v. 131, n. 1, p. 234-241, 2011.

NTIM, C. G.; LINDOP, S.; THOMAS, D. A. Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre-and post-2007/2008 global financial crisis periods. **International Review of Financial Analysis**, v. 30, p. 363-383, 2013.

OLIVEIRA, A. F.; BENETTI, J. E.; VARELA, P. S. Disclosure das provisões e dos passivos e ativos contingentes: um estudo em empresas listadas na BM&FBovespa. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 5., 2011, Vitória. **Anais...** Vitória: Anpcont, 2011.

- PAMPLONA, E.; FIIRST, C.; HAAG, S.; DA SILVA, M; Z. Nível e determinantes de evidenciação de riscos em empresas brasileiras do setor de energia elétrica listadas na bolsa B3. **ConTexto**, v. 20, n. 45, p. 19-33, 2020.
- PASSOS, L. C.; ALMENDRA, R. S.; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Disclosure dos riscos de mercado e o custo de capital de empresas. **Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 14, n. 3, p. 169-184, 2017.
- PELEIAS, I. R.; SILVA, A. J. M.; GUIMARÃES, I. C.; MACHADO, L. S.; SEGRETI, J. B. Demonstrações contábeis de bancos brasileiros: análise da evidenciação oferecida à luz do gerenciamento de riscos. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 4, n. 1, p. 22-36, 2007.
- PÉRIGNON, C.; SMITH, D. R. The level and quality of value-at-risk disclosure by commercial banks. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, p. 362-377, 2010.
- REUBER, A. R.; FISCHER, E. The influence of the management team's international experience on the internationalization behaviors of small and medium-sized enterprises. **Journal of International Business Studies**, v. 28, n. 4, 1997.
- RIBEIRO, I.; SERRA, F. A. R.; BERTOLINI, G. R. F. Influências da experiência internacional e da diversificação de negócios no grau de internacionalização das multinacionais brasileiras. **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, v. 11, n. 3, p. 36-49, 2016.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Corporate finance**. 10. ed. Nova Iorque: McGrawHill, 2013.
- ROVER, S.; TOMAZZIA, E. C.; MURCIA, F. D.-R.; BORBA, J. A. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. **Revista de Administração da USP**, v. 47, n. 2, p. 217-230, 2012.
- RUIGROK, W.; WAGNER, H. Internationalization and performance: an organization all earning perspective. **Management International Review**, v. 43, n. 1, p. 63-83, 2003.
- SAKAGAMI, C. A. **Estratégias de internacionalização de empresas**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças de São Paulo - IBEF. 2012.
- SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005.
- SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, M. P. B. **Metodologia de pesquisa**. 5. ed. Porto Alegre: Penso, 2013.
- SANTOS, L. B. Políticas públicas e internacionalização de empresas brasileiras. **Sociedade & Natureza**, v. 27, n. 1, p. 37-52. 2015.
- SANTOS, J. G. C.; COELHO, A. C. Value-relevance of disclosure: risk factors and risk management in Brazilian firms. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, n. 78, p.390-404, 2018.
- SANTOS, C. A.; PEREIRA, V. S; QUIROS, D. D. C.; PENEDO, A. S. T. A influência da concentração acionária e da exportação em um fator de desempenho das empresas de capital aberto da B3. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 20, n. 3, p. 179-195, 2020.

- SANTOS, J. G. C.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 3, p. 300-319, 2015.
- SANTOS, J. G. C.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Perfil da inovação e da internacionalização de empresas transnacionais. **Revista de Administração e Inovação**, v. 10, n. 1, p. 189-211, 2013.
- SAVVIDES, S. C.; SAVVIDOU, N. Market risk disclosures of banks: a cross-country study. **International Journal of Organizational Analysis**, v. 20, n. 4, p. 379-405, 2012.
- SAWANT, R. J.; NACHUM, L.; PANIBRATOV, A.Y. The effect of interpersonal political embeddedness on firm internationalization scope. **British Journal of Management**, v. 32, n. 3, p. 812-831, 2020.
- SCHWEIZER, R.; VAHLNE, J-e.; JOHANSON, J. Internationalization as an entrepreneurial process. **Journal of International Entrepreneurship**, v. 8, n. 4, p. 343-370, 2010.
- SERRA, S.; LEMOS, K. A influência da governança corporativa e do auditor na divulgação sobre riscos. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 8, n. 3, p. 106-124, 2020.
- SERRASQUEIRO, R. A divulgação da informação sobre os riscos empresariais. In: **XIV Encontro AECA**. Coimbra, 2009.
- SHIVAANI, M.; JAIN, P. K.; YADAV, S. S. Development of a risk disclosure index and its application in an Indian context. **Managerial Auditing Journal**, v. 35, n. 1, p. 1-23, 2019.
- SILVA, M. L.; CORONEL, D. A.; FREITAS, C. A.; SILVA, R. A. O impacto da Parceria Transatlântica de Comércio e Investimento (TTIP) para as economias norte-americana e europeia. **Perspectiva Econômica**, v. 11, n. 2, p. 143-154, 2015.
- SOSCHINSKI, C. K.; BRANDT, E.; KLANN, R. C. Internacionalização e práticas de responsabilidade social corporativa em empresas brasileiras. **Advances In Scientific And Applied Accounting**, v. 12, n. 1, p. 47-64, 2019.
- SOUZA, F. C.; MURCIA, F. D.; MARCON, R. Bonding hypothesis: análise da relação entre *disclosure*, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 14, n. 2, p. 62-81, 2011.
- STAL, E. Internacionalização de empresas brasileiras e o papel da inovação na construção de vantagens competitivas. **Revista de Administração e Inovação**, v. 7, n. 3, p. 120-149, 2010.
- STOCKER, F.; ABIB, G. Risk management in born globals: the case of Brazilian craft breweries. **Brazilian Business Review**, v. 16, n. 4, p. 334-349, 2019.
- SULLIVAN, D. Measuring the degree of internationalization of a firm. **Journal of International Business Studies**, v. 34, n. 2, p. 165-186, 1994.
- SUNDER, S. **Teoria da contabilidade e do controle**. São Paulo: Atlas, 2014.
- TANG, C.; TANG, Y.; SU, S. R&D internationalization, product diversification and international performance for emerging market enterprises: An empirical study on Chinese enterprises. **European Management Journal**, v. 37, n. 4, p. 529-539, 2019.
- TAO, N. B.; HUTCHINSON, M. Corporate governance and risk management: The role of risk management and compensation committees. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 9, n. 1, p. 83-99, 2003.
- TAVARES, V. B.; MAESTRI, C. O. N. M.; PENEDO, A. S. T.; PEREIRA, V.S. Grau de internacionalização influencia a previsão da rentabilidade de ações? Evidências do mercado

- de ações brasileiro, por meio de redes neurais artificiais. **Desenvolve Revista de Gestão do Unilasalle**, v. 8, n. 1, p. 137-148, 2019.
- TAVARES, F. O.; PACHECO, L.; PIRES, M. R. Gestão do risco nas “PME de excelência” portuguesas. **Tourism & Management Studies**, v. 12, n. 2, p. 135-144, 2016.
- TONG, H.; WEI, S-J. Does trade globalization induce or inhibit corporate transparency? Unbundling the growth potential and product market competition channels. **Journal of International Economics**, v. 94, n. 2, p. 358-370, 2014.
- TSAI, C. T.; CHEN, K. F. When transformational leadership and learning orientation impact on innovation behavior: the importance of ambidextrous organization. **Paper presented at the International Conference on Business and Information**, Japan, 2010.
- TUNICO, F. R. L.; RODRIGUES, R. N. Disclosure sobre risco de crédito pelos bancos públicos no Brasil e sua aderência ao Acordo da Basiléia. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**, v. 4, n. 11, p. 108-123, 2016.
- VANDEMAELE, S.; VERGAUWEN, P.; MICHIELS, A. **Management risk reporting practices and their determinants: A study of Belgian listed firms**, 2009. Recuperado em 6 outubro, 2020, em <https://uhdSPACE.uhasselt.be/dSPACE/handle/1942/9392>.
- VAN STADEN, C. J.; HOOKS, J. A comprehensive comparison of corporate environmental reporting and responsiveness. **The British Accounting Review**, v. 39, n. 3, p.197-210, 2007.
- VERBANO, C.; VENTURINI, K. Managing risks in SMEs: A literature review and research agenda. **Journal of Technology Management Innovation**, v. 8, n. 3, p. 186-197, 2013.
- VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 97-180, 2001.
- WANG, C.; HONG, J.; KAFOUROS, M.; BOATENG, A. What drives outward FDI of Chinese RMS? Testing the explanatory power of three theoretical frameworks. **International Business Review**, v. 21, n. 3, p. 425-438, 2012.
- WEI, L.; LI, G.; LI, J.; ZHU, X. Bank risk aggregation with forward-looking textual risk disclosures. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 50, p. 01-16, 2019.
- WRUBEL, F.; SOUZA, T. R.; CUNHA, P. R. Características do perfil de riscos que afetam a qualidade. **ConTexto**, v. 15, n. 31, p. 114-128, 2015.
- WU, J, WANG, C.; HONG, J.; PIPEROPOULOS, P.; ZHUO, S. Internationalization and innovation performance of emerging market enterprises: The role of host-country institutional development. **Journal of World Business**, v. 51, n. 2, p. 251-263, 2016.
- XIMENES, P. K. M.; CABRAL, J. E. O.; CAMARA, S. F.; TASSIGNY, M. M. A dinâmica da relação entre inovação e internacionalização em empresas de TIC. **Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria**, v. 13, n. 3, p. 625-642, 2020.
- YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil: Estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2006.
- ZADEH, F. O.; RASID, S. Z. A.; BASIRUDDIN, R.; ZAMIL, N. A. M.; VAKLIBASHI, A. Risk disclosure practices among Malaysian listed firms. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 6, n. 3, 2016.
- ZONATTO, V. C. S.; BEUREN, I. M. Evidenciação das características básicas recomendadas pelo COSO (2004) para a gestão de riscos em ambientes de controle no relatório da

administração de empresas brasileiras com ADRs. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 10, n. 1, p. 77-98, 2012.

APÊNDICE A – AMOSTRA DO ESTUDO

Ranking "100 Melhores e Maiores de capital aberto" - Edições de 2017, 2018 e 2019		
	Empresa	Setor de atuação
1	AES TIETE ENERGIA S.A.	Energia
2	ALIANSCA SONAE SHOPPING CENTERS S.A.	Serviços
3	ALPARGATAS S.A.	Têxtil
4	ALUPAR INVESTIMENTO S.A.	Energia
5	AMBEV S.A.	Bens de consumo
6	AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	Energia
7	AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	Têxtil
8	ATACADÃO S.A.	Varejo
9	AZUL S.A.	Transporte
10	B2W - COMPANHIA DIGITAL	Varejo
11	B3 S.A. - BRASIL. BOLSA. BALCÃO	Serviços
12	BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	Seguros
13	BCO BRADESCO S.A.	Finanças
14	BCO BRASIL S.A.	Finanças
15	BCO BTG PACTUAL S.A.	Finanças
16	BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	Finanças
17	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	Finanças
18	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	Serviços
19	BR PROPERTIES S.A.	Diversos
20	BRADESPAR S.A.	Diversos
21	BRASKEM S.A.	Química e Petroquímica
22	BRF S.A.	Bens de consumo
23	CCR S.A.	Infraestrutura
24	EQUATORIAL MARANHÃO DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S.A.	Energia
25	CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	Energia
26	CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	Energia
27	CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	Energia
28	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	Varejo
29	CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG	Energia
30	CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	Energia
31	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	Energia
32	CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	Energia
33	CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	Energia
34	CIA HERING	Têxtil
35	CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Energia
36	CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	Infraestrutura
37	CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	Infraestrutura
38	CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	Infraestrutura
39	CIA SIDERURGICA NACIONAL	Siderurgia e Metalurgia
40	CIELO S.A.	Serviços
41	COSAN LOGISTICA S.A.	Energia
42	COSAN S.A.	Transporte
43	CPFL ENERGIA S.A.	Energia
44	CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	Energia
45	CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	Energia
46	CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	Serviços
47	CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDE E PART	Indústria da construção
48	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	Saúde
49	DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	Varejo
50	DURATEX S.A.	Indústria da construção
51	ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	Infraestrutura
52	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Energia
53	ELEKTRO REDES S.A.	Energia
54	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	Energia

55	EMBRAER S.A.	Autoindústria
56	ENERGISA S.A.	Energia
57	ENERGISA MATO GROSSO-DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S.A.	Energia
58	ENEVA S.A.	Energia
59	ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	Energia
60	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	Energia
61	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	Serviços
62	FLEURY S.A.	Saúde
63	GERDAU S.A.	Siderurgia e Metalurgia
64	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	Transporte
65	GRENDENE S.A.	Têxtil
66	GUARARAPES CONFECOES S.A.	Têxtil
67	HYPERA S.A.	Farmacêutico
68	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	Serviços
69	INSTITUTO HERMES PARDINI S.A.	Saúde
70	IRB - BRASIL RESSEGUROS S.A.	Seguros
71	ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	Finanças
72	JBS S.A.	Bens de consumo
73	KLABIN S.A.	Papel e Celulose
74	KROTON EDUCACIONAL S.A.	Serviços
75	LIGHT S.A.	Energia
76	LINUX S.A.	Indústria digital
77	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Serviços
78	LOJAS AMERICANAS S.A.	Varejo
79	LOJAS RENNER S.A.	Varejo
80	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Bens de consumo
81	MAGAZINE LUIZA S.A.	Varejo
82	MAHLE-METAL LEVE S.A.	Autoindústria
83	MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	Produção Agropecuária
84	MINERVA S.A.	Produção Agropecuária
85	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	Indústria da construção
86	MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	Serviços
87	NATURA COSMETICOS S.A.	Bens de consumo
88	ODONTOPREV S.A.	Saúde
89	PETROBRAS DISTRIBUIDORA S/A	Atacado
90	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	Energia
91	PORTO SEGURO S.A.	Seguros
92	QUALICORP CONSULTORIA E CORRETORA DE SEGUROS S.A.	Saúde
93	RAIA DROGASIL S.A.	Varejo
94	REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A.	Energia
95	RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.	Energia
96	RUMO S.A.	Transporte
97	SAO MARTINHO S.A.	Energia
98	SER EDUCACIONAL S.A.	Serviços
99	SUL AMERICA S.A.	Seguros
100	SUZANO S.A.	Papel e Celulose
101	TELFÔNICA BRASIL S.A.	Telecomunicações
102	TIM PARTICIPACOES S.A.	Telecomunicações
103	TOTVS S.A.	Indústria digital
104	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	Energia
105	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	Atacado
106	UNIDAS S.A.	Serviços
107	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.- USIMINAS	Siderurgia e Metalurgia
108	VALE S.A.	Mineração
109	VIA VAREJO S.A.	Varejo
110	WEG S.A.	Bens de capital
111	WHIRLPOOL S.A.	Eletroeletrônicos

