

A Relação entre o Disclosure e o Nível de Internacionalização das Empresas no Mercado de Capitais Brasileiro

DENIZE LEMOS DUARTE

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

FLÁVIA BARBOSA DE BRITO ARAÚJO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

FERNANDA MACIEL PEIXOTO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

FLAVIO LUIZ DE MORAES BARBOZA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

A Relação entre o *Disclosure* e o Nível de Internacionalização das Empresas no Mercado de Capitais Brasileiro

1. INTRODUÇÃO

O cenário frequente de crises e bolhas financeiras mundiais não é apenas resultado da perda de confiança dos investidores, mas também, consequência da falta de qualidade nos níveis de Governança Corporativa (GC) e de *disclosure* nos mercados financeiros e nas próprias organizações (Williamson, 1981; Forker, 1992; Liu, Uchida, & Yang, 2012). O incentivo para as empresas divulgarem informações voluntárias no processo de alocação eficiente de capital na economia e nos negócios, é uma questão fundamental no meio empresarial e afeta diretamente o custo de capital (Eng & Mak, 2003; Sun, 2015).

Welker (1995) argumenta que os incentivos no mercado para se divulgar informações voluntárias são motivados por maior liquidez dos títulos negociados e por menores custos de capital, porém as atitudes dos executivos, no que se refere à divulgação, são direcionadas conforme a percepção da relação entre os custos e benefícios próprios envolvidos (Jensen & Meckling, 1976; Demsetz & Lehn, 1985). Loures, Gonçalves e Pardini (2017) refutam que o ato de fornecer informações está relacionado ao ambiente institucional e regulatório, que exige maior transparência e ética para as empresas que são listadas em bolsas de valores (Francis, Schipper, & Vicent, 2002). Nesta linha, Francis et al. (2002) destacam que o *disclosure* e a transparência são os mecanismos de Governança Corporativa (GC) mais utilizados pelas empresas e estão entre os aspectos centrais mais considerados no processo de tomada de decisões dos investidores.

A evolução crescente da globalização dos mercados e a necessidade de expansão e diversificação das empresas traz consigo a demanda por mais mecanismos de controle, pela revisão contínua e melhora dos sistemas regulatórios, em particular, por maior qualidade da GC, o que pode ser implementado por meio de aperfeiçoamentos na transparência e divulgação de informações, de forma a se adequar as exigências dos países de interesse e de fornecer aos investidores meios que assegurem maior proteção (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000; Al-Janadi, Rahman, & Omar, 2013; Xiao, Jeong, Moon, Chung, & Chung, 2013).

Neste sentido, a globalização torna o mercado cada vez mais competitivo, que segundo Deng (2004) este é um dos fatores que levam as empresas a se internacionalizarem, e uma variável considerada para Santos, Vasconcelos e De Luca (2015) influente na Governança Corporativa. O grau de internacionalização é um importante preditor da complexidade que a organização enfrenta, sendo que a estratégia para se buscar investimento estrangeiro dependerá da capacidade da empresa matriz em lidar com as assimetrias informacionais e possíveis conflitos de agência associados aos empreendimentos no exterior (Filatotchev, Poulsen, & Bell, 2018). Portanto, as decisões estratégicas ligadas a internacionalização irão depender do nível de qualidade das práticas e dos mecanismos de governança, controle interno e gerenciamento de riscos da empresa (Wa Mandzila & Zéghal, 2016).

O presente estudo investiga a relação entre o *disclosure* e os níveis de internacionalização das organizações brasileiras. A variável para *disclosure* foi construída com base nas recomendações da Organização das Nações Unidas (ONU) direcionado para o mercado brasileiro, o *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD, 2013). Para as variáveis de internacionalização foram várias as pesquisas que serviram de estímulo. A escolha da variável de exportação foi baseada nos trabalhos de Samaha e Stapleton (2009) e de Xiao et al. (2013). A variável emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs) baseou-se nos estudos de Loures et al. (2017) e Samaha e Stapleton (2009). Por fim, a

participação de estrangeiros no capital social veio das pesquisas de Santos, Vasconcelos, De Luca (2015) e Chetty e Agndal (2007).

O índice de *disclosure* construído especialmente para esta pesquisa, foi baseado no UNCTAD (2013), e envolveu os seguintes aspectos sobre divulgação voluntária: (a) realização de assembleias; (b) estimativas contábeis críticas; (c) transações com partes relacionadas; (d) conflitos de interesse no conselho de administração; (e) disponibilização de relatório anual; (f) políticas socioambientais; (g) estruturas de governança; e (h) fatores de risco do negócio.

Neste contexto, dada a importância da Governança Corporativa, em específico, do *disclosure* para desenvolvimento e crescimento dos mercados e conseqüentemente, melhor desempenho das organizações, o problema que estimulou a realização deste artigo foi: existe relação entre *disclosure* e o nível de internacionalização das empresas não financeiras do mercado de capitais brasileiro?

Dessa forma, o objetivo delineado para o estudo foi de investigar a relação entre o *disclosure*, que compõe uma das principais dimensões da GC, e os níveis de internacionalização das empresas não financeiras de capital aberto listadas na bolsa brasileira Brasil Bolsa e Balcão (B3) no período de 2015 a 2017. No Brasil, existem muitos estudos que abordam separadamente *disclosure* e internacionalização, no entanto, há poucos estudos que tratam desses dois temas de forma combinada (Loures, Gonçalves & Pardini, 2017). No cenário internacional, por sua vez, foram encontrados os seguintes estudos sobre *disclosure* e internacionalização: Durnev e Kim (2005), Kling e Weitzel (2011), Singh e Gaur (2013), Tong e Wei (2014).

Este estudo contribui para um importante corpo de pesquisas sobre *disclosure* e seus efeitos econômicos sobre o processo decisório das organizações. Explorou-se como a relevância das informações é afetada pelos movimentos de capital nacional e estrangeiro. Forneceu-se evidências empíricas de que a mobilidade de capitais, medida pelo nível multidimensional de internacionalização (participação do capital social estrangeiro, níveis das emissões de ADRs e receitas de exportações), está positivamente relacionada com o grau de requisitos da divulgação de informações e das exigências normativas contábeis e institucionais dos diversos mercados. Portanto, os resultados apresentados neste estudo trazem implicações para a melhoria da mobilidade internacional do capital e das estratégias de expansão e diversificação das organizações, por meio de redução de barreiras nos negócios, mediante a melhoria da qualidade na governança e nos níveis de *disclosure* (Xiao et al. 2013; Wa Mandzila & Zéghal, 2016).

Este artigo se encontra dividido em quatro sessões além desta introdução. A seção a seguir oferece uma discussão sobre a revisão da literatura acerca dos temas de interesse. A terceira seção trata dos aspectos metodológicos, das variáveis e dos procedimentos estatísticos que foram utilizados. A quarta seção discute a análise de dados e os resultados da pesquisa e, por fim, são apresentadas as considerações finais do artigo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

Jensen e Meckling (1976) estudam a Governança Corporativa sob a perspectiva da Teoria da Agência, destacando os conflitos da relação entre o principal e o agente. Tais conflitos exigem mecanismos de controle visando reduzir os custos de agência. Para La Porta et al. (2000), Klapper e Love (2002), Samaha, Dahawy, Hussainey, e Stapleton (2012), Samaha e Dahawy (2015) e Consoni, Colauto e Lima (2017) um conjunto de mecanismos, com práticas de Governança Corporativa (GC) mais efetivas, com critérios disciplinares,

reduz a assimetria de informações entre a empresa e os agentes, a fim de assegurar aos investidores que seus interesses estão protegidos e assim melhorar sua confiança na informação contábil.

Nesse sentido, os mecanismos de GC são destaques em estudos que visam o controle e assimetria das informações, em busca de melhor eficiência na gestão. Collier (1993) e Mangena e Tauringa (2008) ressaltam como mecanismos de monitoramento da governança, o Comitê de auditoria, formados com o intuito de controlar a gestão e melhorar a qualidade do fluxo de informações entre os agentes, reduz os conflitos de agência. Por sua vez, Elfeky (2017) verificou em seu estudo uma relação positiva entre a abrangência da divulgação voluntária e o tamanho, a rentabilidade e a alavancagem da empresa, os conselheiros independentes e a qualidade na auditoria.

Biobele et al. (2013) analisaram a importância das divulgações internacionais de GC e identificaram que as divulgações afetam de forma significativa o total de ativos e a rentabilidade das empresas. No entanto, para Alhazaimeh, Palaniappan e Almsafir, (2014) a adoção das normas *International Financial Reporting Standards* (IFRS), emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) e a padronização das Demonstrações Financeiras (DFP), que classificam as informações obrigatórias, não são satisfatórias em sua totalidade para resolver o problema de *disclosure* das organizações entre os diversos países. Em sentido oposto, quando se refere a adoção das normas, os estudos de Samaha e Stapleton (2009) se mostram positivos, e apresentam que essa padronização traz maiores níveis de transparência aos investidores.

Consoni, Colauto e Lima (2017) investigaram a relação entre a divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados, de 66 empresas brasileiras de capital aberto no período de 2005 a 2012. Os resultados encontrados pelos autores são inconclusivos e explicam que talvez muitas empresas do Brasil, não pretendem fazer divulgação voluntária de alta qualidade porque seus acionistas controladores têm posição confortável e se aproveitam dos benefícios próprios que decorrem do seu acesso preferencial às informações. Essa situação reduz a importância na demanda potencial por informações, estratifica a assimetria informacional e não impede o gerenciamento de resultados oportunistas.

2.2 Internacionalização e *Disclosure*

A Internacionalização conforme Lecraw (1977) e Wells (1983) não é um fenômeno contemporâneo. Ainda assim, a literatura sobre este tema limitava-se apenas, a empresas de economias desenvolvidas como, Estados Unidos, China e Japão (Xiao et al. 2013). Contudo, existia uma necessidade maior de entender sobre a internacionalização, com isso, Hassel, Hopner, Kurdelbusch, Rehder e Zugehor (2003) buscaram formas de mensurar a internacionalização das firmas. Hassel et al. (2003) apontam três variáveis para internacionalização: listagem em bolsas de valores estrangeiras, percentual de capital estrangeiro na composição do capital social e internacionalização dos padrões contábeis.

Santos, Vasconcelos e De Luca (2015) ressaltam que as variáveis de internacionalização, são consideradas influentes na Governança Corporativa e destacam as seguintes: (i) internacionalização do capital social da empresa – corresponde a estrangeiros acionistas; (ii) internacionalização das receitas – exportação; (iii) internacionalização dos mercados – número de países onde atua a empresa e (iv) internacionalização por meio de ADRs – emissão de ADRs em bolsas norte-americanas. Neste artigo, foram abordadas três variáveis que categorizam os níveis de internacionalização: (1) participação estrangeira no capital social; (2) participação da receita com exportações; e (3) emissão de ADRs.

Xiao et al. (2013) pesquisaram a relação entre internacionalização e desempenho de empresas chinesas no período de 2001 a 2007. Os autores enfatizaram que as empresas

chinesas estavam no início da etapa de internacionalização e utilizaram a exportação como entrada para os mercados. Os autores afirmam que as empresas passam por diferentes etapas ao tomar a decisão de se internacionalizar, começando pela exportação via agentes e avançando para outras formas de envolvimento internacional. Gao, Murray, Kotabe, e Lu, (2010) destacam que a exportação, no caso de firmas chinesas, é o método mais popular, rápido e fácil, para atingirem os mercados estrangeiros e engajar-se na internacionalização. Porém, Xiao et al. (2013) ressaltam que o caminho para a internacionalização e os benefícios envolvidos no processo nem sempre são os mesmos. Assim, torna-se necessário se adaptar as exigências do mercado de interesse. Nesse sentido, Loures et al. (2017) avaliaram a frequência da divulgação de atos e fatos relevantes por 34 organizações, no período de janeiro de 2006 a abril de 2012 no Brasil e destacaram que a transparência e o nível de divulgação se tornam ainda mais evidentes quando são relacionados ao tamanho da empresa. Corroborando com o estudo de Consoni, Colauto e Lima (2017), que argumentaram que quanto maior o tamanho da empresa, maior é o nível de divulgação.

O nível de divulgação é destaque nas pesquisas de Diamond e Verrecchia (1991), seus achados apresentam maior divulgação de informações para as empresas emissoras de ADRs devido às maiores exigências do mercado internacional. No mercado de capitais americano as ADRs, se dividem em cinco níveis, e cada nível possui uma exigência padrão de transparência e requisitos específicos quanto às normas da *Securities and Exchange Commission* (SEC), das bolsas locais e ainda dos princípios contábeis de cada país - *United States Generally Accepted Accounting Principles* (USGAAP) - (BORTOLI FILHO & PIMENTA JUNIOR, 2005). Assim, as ADRs são classificadas nos seguintes níveis: I, II, III, 144-A e Reg-S, *Regulation S*, sendo este último, para investidores não americanos (BORTOLI FILHO & PIMENTA JUNIOR, 2005). Desse modo, cada nível tem um objetivo específico como, a 144-A e Reg-S de levantar capital nos EUA entre os *Qualified Institutional Buyers* (QIBs), o nível I e II, desenvolver ou ampliar a base de investidores nos EUA utilizando ações existentes e o nível III levantar capital nos EUA e ampliar a base de investidores.

O Quadro 1 trata dos níveis de classificação de ADRs conforme normas e exigências da bolsa americana.

	Regra 144 A e Reg-S	Level I	Level II	Level III
Padrões de transparência	Mercado doméstico	Mercado doméstico	USGAAPs e SEC	USGAAPs e SEC
Nível de requisitos EUA	Inexistente	Baixo	Alto	Alto
Ambiente de Negociação	Mercado de Balcão	Mercado de Balcão	NYSE, NASDAQ	NYSE, NASDAQ
Aumento de capital	Não	Não	Não	Sim

Quadro 1 – Níveis de ADR

Fonte: Adaptado de Sakamoto, (2011) e Deutsche Bank - Depositary Receipts (2011)

Nesse sentido, a interação entre os parceiros para obtenção de recursos é mencionada por Chetty e Agndal (2007), os autores destacam que quanto mais as empresas interagem com seus parceiros, mais recursos elas adquirem, gerando um efeito positivo no desempenho do grupo. No entanto, Bokpin e Isshaq (2009) mencionam um relacionamento inverso entre investidores estrangeiros e divulgação, isto é, quanto menos uma empresa divulga informações, mais acionistas estrangeiros ela atrai. Contudo, Al-Janadi et al. (2013) destacam que os mecanismos de governança desempenham um papel relevante na qualidade dos relatórios, no tamanho do conselho, na dualidade de posição, na qualidade da auditoria e na participação do governo, com uma contribuição no fornecimento de divulgação voluntária de qualidade.

Craswell e Taylor (1992) e DeAngelo (1981) ressaltam que a existência das auditorias *BigFour* (nomenclatura genérica dada às grandes empresas de auditorias - Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG e PWC), sinalizam a qualidade da divulgação e evitam consequências em relação à reputação da empresa no mercado. Nesse contexto, estudos apontaram diversos resultados sobre o tema e que os ambientes institucionais de governança corporativa influenciam a prática de divulgação.

A relação entre a Governança Corporativa, *Disclosure* de Empresas e internacionalização foi pesquisada e analisada pelos seguintes autores: Barako, Hancock e Izan (2006) e Samaha et al. (2012) sobre Estrutura de propriedade; Forker (1992), Samaha et al. (2012) e Samaha, Khlif, e Hussainey (2015) analisaram a relação com o Comitê de auditoria e Durnev e Kim (2005), Bokpin e Isshaq (2009), Kling e Weitzel (2011) e Tong e Wei (2014) a sua relação com Internacionalização.

Os estudos sobre internacionalização e *disclosure* dividem opiniões, devido a evidência de resultados contraditórios. Desse modo, procura-se entender melhor esta relação no contexto brasileiro. Assim, de acordo com a literatura apresentada e os estudos empíricos sobre o assunto, chegou-se então à hipótese central deste estudo.

H₁: Empresas com maior nível de internacionalização, apresentam maior nível de *disclosure* voluntário.

3. BASE DE DADOS E METODOLOGIA

A amostra envolveu as empresas que mantiveram o registro ativo na B3 no período de 2015 a 2017, com exclusão das empresas financeiras e companhias de seguros, devido às peculiaridades destes setores quanto à estrutura de capital (CAMPOS & NAKAMURA, 2015). O período foi delimitado em decorrência do intenso trabalho manual referente a coleta de dados, que segundo Core (2001), é viável apenas para pequenas amostras quando se tem como objetivo construir um índice de divulgação.

A amostra envolveu 328 empresas, com 65 empresas emissoras de ADR's, 102 empresas exportadoras e 155 firmas com participação do capital social estrangeiro, totalizando 211 empresas internacionalizadas. A análise de dados foi pautada em demonstrativos contábeis das empresas, notas explicativas obtidas por meio do site de Relações com Investidores (RI), nos dados disponíveis no site da B3, em informações publicadas nos Formulários de Referência (FR) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no site do grupo J.P.Morgan, no banco de dados Economática e nos relatórios anuais disponibilizados pelas empresas. O *check list* de *disclosure* utilizado no Quadro 2 baseia-se nas pesquisas de Samaha et al. (2012) e no *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD, 2013). Ademais, o estudo tem como base as pesquisas sobre internacionalização de Xiao et al. (2013), Loures et al. (2017) e Santos, Vasconcelos e De Luca (2015).

Para a definição do modelo econométrico, fundamentou-se no modelo de Samaha e Stapleton (2009) e de Consoni, Colauto e Lima (2017) conforme equação 1 apresentada a seguir:

$$IDV_{it} = \beta_0 + \beta_1 NADR_{it} + \beta_2 EXP_{it} + \beta_3 CSE_{it} + \beta_4 CON_{it} + \beta_5 TAMCONS_{it} + \beta_6 DUAL_{it} + \beta_8 BIG4_{it} + \beta_9 CA_{it} + \beta_{10} NG_{it} + \beta_{12} LNTAM_{it} + \beta_{13} ALAV_{it} + \beta_{14} ROA_{it} + \beta_{15} ROE_{it} + \beta_{16} LIQ_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

Em que IDV_{it} é o índice de divulgação voluntária da firma i no período t ; $NADR_{it}$ é o nível de ADR da firma i emitido no período t ; EXP_{it} é a participação da receita de vendas com

exportação da firma i no período t ; CSE_{it} é o capital estrangeiro na participação societária da firma i no período t ; CON_{it} é a concentração de propriedade da firma i no período t ; $TAMCONS_{it}$ é o tamanho do conselho da firma i no período t ; $DUAL_{it}$ é a dualidade do CEO da firma i no período t ; $BIG4_{it}$ é a reputação da auditoria da firma i no período t ; CA_{it} é a existência de comitê de auditoria da firma i no período t ; NG_{it} é o nível de governança da firma i no período t ; $LNTAM_{it}$ é o logaritmo natural do ativo total da firma i no período t ; $ALAV_{it}$ é a alavancagem financeira da firma i no período t ; ROA_{it} é o retorno sobre os ativos da firma i no período t ; ROE_{it} é o retorno sobre o patrimônio líquido da firma i no período t ; LIQ_{it} é a liquidez em bolsa da firma i no período t ; ε_{it} representa o termo erro estocástico.

A definição das variáveis de internacionalização foi extraída de diversos estudos. A escolha da variável de exportação foi baseada nos trabalhos de Samaha e Stapleton (2009) e de Xiao et al. (2013). A variável emissão de ADR's baseou-se nos estudos de Loures et al. (2017) e Samaha e Stapleton (2009). Por fim, a participação de estrangeiros no capital social foi proveniente das pesquisas de Santos, Vasconcelos, De Luca (2015) e Chetty e Agndal (2007). No caso da emissão de ADR's, foi criada uma variável categórica para classificar as empresas entre os níveis de emissão de ADRs; onde; (0) não possui emissão de ADRs; (1) Regra 144 A e Reg-S; (2) Nível I; (3) Nível II e (4) Nível III.

Para definir o índice de *disclosure* voluntário (IDV), empregou-se neste estudo, os métodos utilizados por Cooke (1989) e Samaha et al. (2012) onde as informações são tratadas de forma binária. A pontuação total do índice de *disclosure* foi contemplada de forma aditiva, pressupondo que cada item de divulgação é igualmente importante (Cooke, 1989). A coleta das informações de *disclosure* se deu por meio da análise de conteúdo aplicada a 8.856 relatórios das empresas, em especial o Formulário de Referência (FR) no site da CVM, sites institucionais das empresas e o site da B3.

O Quadro 2 apresenta o *Check List* de *Disclosure* para a construção do Índice de *Disclosure* adaptado deste estudo.

Índice de Divulgação de Governança Corporativa		Fonte de coleta
1	Processo para realização de assembleias gerais anuais.	CVM - FR - Item - 12 - Assembleia e Administração - 12.2 Regras, políticas e práticas em assembleias
2	Estimativas contábeis críticas.	CVM - FR - Item - 15 - Comentário dos Diretores - 15.2 Acordos de Acionistas
3	Natureza, tipo e elementos das transações com partes relacionadas.	CVM - FR - Item - 16.2 - Transações partes relacionadas
4	O processo de tomada de decisão para aprovar transações com partes relacionadas.	CVM - FR - Item - 16 - Transações, partes relacionadas - 16.1 Regras, políticas e práticas
5	Procedimento(s) para resolver conflitos de interesse entre os membros do conselho.	CVM - FR - Item - 12 - assembleia e administração - 12.2/3 Regras, políticas e práticas CA
6	Disponibilização de relatório anual.	Site da empresa - Relacionamento com Investidores
7	Impacto da política de responsabilidade ambiental e social na sustentabilidade da firma.	CVM - FR - Item - 7 - Atividades do emissor - 7.8 Políticas socioambientais
8	Estruturas de governança, e mecanismos para prevenir conflitos de interesse.	CVM - FR - Consulta - 12 - Assembleia e administração - 12.12 - Práticas de GC
9	Objetivos, sistema e atividades de gerenciamento de riscos.	CVM - FR - Consulta - 5 - Fatores de risco

Quadro 2 – Índices de divulgação da GC

Fonte: Adaptado de Samaha et al. (2012) e de UNCTAD (2013).

A seguir, o Quadro 3 apresenta as variáveis: dependentes, independentes e de controle que foram usadas neste estudo.

Sigla	Descrição da Variável	Embasamento teórico	SE
Variável Dependentes			
IDV	Índice de <i>Disclosure</i> Voluntário	Consoni, Colauto, & Lima (2017); Samaha et al. (2012)	+
Variáveis independentes			
NADR	Níveis de ADRs - emissão e níveis de ADRs (Regra 144 A e Reg-S; Level I; Level II e Level III);	Samaha & Stapleton (2009); Santos, Vasconcelos, & De Luca (2015); Loures et al. (2017)	+
EXP	Exportação -Proporção de receitas de exportação;	Hassel et al. (2003) e Xiao et al. (2013)	+
CSE	Capital Social Estrangeiro - variável dummy, 1 se houver participação de acionistas estrangeiros no capital social e 0 caso contrário.	Chetty e Agndal (2007); Santos, Vasconcelos, & De Luca (2015)	+
CON	Concentração de propriedade	Consoni, Colauto, & Lima (2017)	+
TAMCONS	Tamanho do Conselho - número de membros do conselho	Kling & Weitzel (2011); Samaha et al. (2012)	+ -
BIG4	Reputação da Auditoria - variável dummy, se for KPMG, Deloitte, PwC e Ernst & Young assume 1, caso contrário 0.	Craswell & Taylor (1992); DeAngelo (1981); Samaha & Stapleton (2009)	+
DUAL	Dualidade na posição - Variável dummy; 1 se o CEO da empresa serve como presidente do conselho, 0 caso contrário	Samaha et al. (2012); Kling & Weitzel (2011)	-
CA	Comitês de Auditoria -Variável dummy; 1 se existe comitê de auditoria, 0 caso contrário.	DeAngelo (1981); Samaha et al. (2012)	+
Variáveis de controle			
NG	Nível de Governança na B3 - Variável dummy; assume 1 para NM e N2 e valor 0 para N1; T; MA; MA2; BO	Francis, Schipper, & Vicent (2002); Carvalhal da Silva & Chien (2013) Loures et al. (2017)	+
LIQ	Liquidez – (A.C. + N.A.C.) / (P.C.+ P. N.C.)	Samaha & Stapleton (2009) e Consoni, Colauto, & Lima (2017)	+ -
ALAV	Alavancagem – (Dívida Total / Ativo Total)	Wallace et al. (1994); Kling & Weitzel (2011); Samaha et al. (2012)	+
LNTAM	Tamanho da empresa - logaritmo natural do total de ativos	Watts & Zimmerman (1986); Kling & Weitzel (2011)	+
ROE	Rentabilidade – (Lucro Líquido / Patrimônio Líquido)	Cheung et al. (2010); Kling & Weitzel (2011); Samaha et al. (2012)	+
ROA	Rentabilidade – (Lucro Líquido / Ativo Total)	Cheung et al. (2010); Kling & Weitzel (2011); Singh & Gaur (2013); Xiao et al. (2013) e Consoni, Colauto, & Lima (2017)	+
SE= Sinal Esperado			

Quadro 3 – Descrição das Variáveis
Fonte: Elaborado pelos autores.

Os dados foram winsorizados ao nível de 2%, para redução dos *outliers*. Foi realizado o teste *Variance Inflation Factor* (VIF) para detectar multicolinearidade, que apresentou uma média de 1,60, indicando atender aos pressupostos do teste (VIF médio < 10). Procedeu-se então aos testes de diagnóstico para dados em painel – Teste Lagrange Multiplier (LM), Teste *Breusch Pagan* e Teste de *Hausman* que apontaram a preferência pelo modelo de efeitos aleatórios. Os Testes de *Wald* e *Wooldridge*, detectaram heterocedasticidade e autocorrelção, que foram corrigidos pelo comando *robust* do Stata.

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Esta seção apresenta os resultados da análise de regressão com dados em painel que tem por finalidade responder ao objetivo da pesquisa, que envolveu uma amostra total de 328 empresas que mantiveram o registro ativo na B3 no período de 2015 a 2017, sendo 211 empresas internacionalizadas e 117 empresas não internacionalizadas.

A Tabela 1 apresenta a descrição das variáveis de interesse utilizadas na análise.

Tabela 1 – Análise descritiva das variáveis do estudo

Variável	Obs.	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo
IDV	984	4,985	2,193	0,440	0	9
NADR	984	0,500	1,074	2,148	0	4
EXP	959	0,087	0,202	2,337	0	1
CSE	984	0,399	0,490	1,227	0	1
CON	984	0,671	0,272	0,405	0	1
TAMCONS	887	6,309	2,577	0,408	1	16
DUAL	984	0,141	0,348	2,467	0	1
BIG4	984	0,689	0,463	0,672	0	1
CA	984	0,314	0,464	1,479	0	1
NG	984	0,427	0,495	1,159	0	1
LNTAM	964	7,220	2,828	0,392	-4,707	13,875
ALAV	961	0,287	0,261	0,910	0,000	1,343
ROA	964	0,227	0,707	3,117	-0,025	4,528
ROE	961	0,428	0,983	2,295	-0,100	5,535
LIQ	956	4,163	14,515	3,487	0,000	94,221

Fonte: Resultados da pesquisa.

A análise de regressões foi dividida em duas etapas: (1) regressão da amostra geral - análise dos determinantes do índice de *disclosure* das firmas; (2) regressão de duas sub-amostras – empresas internacionalizadas e não internacionalizadas – com o mesmo objetivo da etapa 1. A etapa 1 envolveu 3 (três) modelos de regressão, sendo que cada um deles teve como variável explicativa de teste uma das variáveis proxies de internacionalização – ou ADR's, ou EXP ou CSE. A etapa 2 envolveu 6 (seis) modelos de regressão, também divididos segundo o mesmo critério da etapa 1.

Os resultados da regressão geral, etapa 1, são reportados na Tabela 2.

Tabela 2 – Análise dos determinantes do índice de *disclosure* – Amostra geral

	Todas as empresas		
	Modelo 1 IDV	Modelo 2 IDV	Modelo 3 IDV
NADR	0,2849***		
	-0,0704		
EXP		0,8295***	
		-0,2644	
CSE			0,0972
			-0,1358
CON	0,1137	0,1448	0,1050
	-0,2469	-0,2439	-0,2442
TAMCONS	0,0529**	0,0530**	0,0621**
	-0,0255	-0,0254	-0,0258
DUAL	-0,1590	-0,1844	-0,1473
	-0,1090	-0,1132	-0,1108
BIG4	0,1427	0,1702	0,1265
	-0,1322	-0,1360	-0,1338
CA	0,4791***	0,5096***	0,4945***
	-0,1300	-0,1304	-0,1277
NG	0,1569	0,1563	0,1701
	-0,1621	-0,1700	-0,1672
LNTAM	0,2848***	0,3135***	0,3230***
	-0,0369	-0,0375	-0,0376
ALAV	-0,2512	-0,3033	-0,2539
	-0,2560	-0,2599	-0,2599
ROA	-0,2476*	-0,1949	-0,2094
	-0,1376	-0,1480	-0,1389
ROE	0,0519	0,0496	0,0498
	-0,0466	-0,0474	-0,0470
LIQ	-0,0021	-0,0018	-0,0017
	-0,0029	-0,0028	-0,0029
N	875	859	875
R ²	0,5777	0,5678	0,5809

Nota: *, **, *** Indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Constatou-se uma relação positiva e significativa entre os níveis de ADRs e o IDV (índice de *disclosure*) e entre a proporção das receitas com exportação e o IDV, comprovando que as empresas internacionalizadas divulgam mais informações. Em relação ao CSE, a variável não se mostrou significativa, o que contradiz com os resultados encontrados por Bokpin e Isshaq (2009), que afirmam que quanto maior proporção de capital estrangeiro (CSE) menor é nível de divulgação. Por sua vez, este estudo concluiu que o conselho de administração maior e o tamanho da firma se mostraram positivamente relacionados com o índice de *disclosure*, ou seja, estes mecanismos de GC melhoram o fluxo de informações entre os principais e os agentes, o que corrobora com os estudos de Al-Janadi et al. (2013).

O tamanho da firma apresentou relação significativa e positiva com o IDV para os três modelos, corroborando também com os resultados de Watts e Zimmerman (1986), Diamond e Verrecchia (1991), Samaha et al. (2012), Samaha e Dahawy (2015), Consoni, Colauto e Lima (2017) e Elfeky (2017), confirmando que quanto maior a empresa, maior a extensão da

sua divulgação. Os resultados corroboram também parcialmente com os estudos de Eng e Mak (2003), Barako et al. (2006), onde destacam que quanto maior o tamanho do conselho mais as empresas são propensas a divulgar informações e portanto, geram maior qualidade do monitoramento da gestão, o que contradiz com os estudos de Samaha et al. (2012) e Elfeky (2017) que não encontraram significância estatística para esta variável.

Para a relação entre comitê de auditoria e *disclosure*, este estudo apresenta relação positiva e significativa para os três modelos, corroborando com Barako et al. (2006) e Samaha e Dahawy (2011), que tratam este aspecto como um mecanismo de monitoramento e melhora da governança corporativa, que contribui para intensificar o fluxo informacional entre os participantes do mercado, capaz de reduzir os custos de agência. Pode-se inferir que quando a empresa possui o comitê de auditoria, seu índice de *disclosure* é maior, confirmando que independente das empresas serem internacionalizadas ou não, existe uma relação positiva entre o comitê de auditoria e o nível de divulgação das empresas, contrariando os estudos de Al-Janadi et al. (2013) e Samaha et al. (2012), que não obtiveram significância para este mecanismo. Por sua vez, o retorno sobre os ativos (ROA) apresentou uma relação inversa com o *disclosure*, indicando que quanto maior o retorno menor o *disclosure* da firma, contrariando os resultados de Elfeky (2017).

A Tabela 3 traz uma análise similar, no entanto, segmenta as firmas entre internacionalizadas e não internacionalizadas – etapa 2 das regressões.

Para as empresas internacionalizadas, verifica-se que para as três dimensões tratadas neste estudo, as empresas internacionalizadas apresentaram associação positiva em relação ao índice de *disclosure*, ou seja, possuem maior nível de divulgação voluntária, o que comprova a hipótese central do estudo, em que empresas com maior grau de internacionalização apresentam maior nível de *disclosure* voluntário. Tal resultado corrobora os estudos de Silveira e Barros (2008) e Murcia e Santos (2009). Nos Modelos 1, 2 e 3, a variável tamanho da firma apresentou relação significativa e positiva com o IDV, demonstrando que quanto maior a empresa maior é o nível de divulgação voluntária, o que corrobora os trabalhos Samaha e Stapleton (2009) e Consoni, Colauto e Lima (2017). Nos três modelos das empresas internacionalizadas, a presença de um comitê de auditoria apresentou influência positiva com o ID, indicando que este comitê está associado com a divulgação voluntária, o que está de acordo com a pesquisa de Samaha e Stapleton (2009) e Samaha et al. (2015). Nos Modelos 1 e 3, verificou-se que o tamanho do conselho de administração está associado positivamente com o índice de *disclosure*, conforme os estudos de Samaha et al. (2015), contrariando os estudos de Kling e Weitzel et al. (2011) que não encontraram qualquer significância.

No Modelo 1, percebe-se uma relação inversa e significativa em relação a reputação da auditoria e a divulgação voluntária, isto é, as firmas auditadas pelas grandes empresas de auditoria apresentaram um menor *disclosure*, contrariando o estudo de DeAngelo (1981). Samaha e Dahawy (2011) não encontraram significância nesta relação. No modelo 1 e 3, observa-se uma relação inversa entre rentabilidade e ID, ou seja, sugere-se que firmas com maior rentabilidade (ROA) revelam menor índice de divulgação, sustentando os achados de Wallace e Naser (1995). Por outro lado, para a sub-amostra de empresas não internacionalizadas, verifica-se que a presença do comitê de auditoria eleva o índice de *disclosure* das firmas nos 3 (três) modelos de regressão. Tal achado corrobora os trabalhos de Barako et al. (2006), Silveira e Barros (2008) e Samaha e Dahawy (2011).

O Modelo 2 mostrou que o conselho de administração maior apresenta melhor divulgação voluntária, consistente com a pesquisa Samaha et al. (2012) e Al-Janadi et al. (2013). O Modelo 2 revelou também que a dualidade de funções entre conselho e CEO gera redução no nível de divulgação, corroborando a pesquisa de Eng e Mak (2003), Samaha et al. (2012), Samaha et al. (2015) e Elfeky (2017). O fato da firma estar listada nos Níveis 2 e Novo Mercado de GC, modelo 1, contribui para elevação do *disclosure* voluntário corroborando

com os achados de Loures et al. (2017) sobre a influência do ambiente institucional e regulatório sobre o ato de fornecer informações. O modelo 2 dispõe que firmas maiores apresentam maior índice de *disclosure*, consistente com a pesquisa de Watts e Zimmerman (1986), Eng e Mak (2003), Samaha et al. (2012), Samaha e Dahawy (2015) e de Elfeky (2017).

Tabela 3 – Análise dos determinantes do índice de *disclosure* nas empresas internacionalizadas e não internacionalizadas

	Não internacionalizadas			Internacionalizadas		
	Modelo 1 ID	Modelo 2 ID	Modelo 3 ID	Modelo 1 ID	Modelo 2 ID	Modelo 3 ID
NADR	0,0000 (0,0000)			0,3102** -2,1000		
EXP		0,0000 (0,0000)			1,0017*** -2,8500	
CSE			0,0000 (0,0000)			1,6670*** -2,6400
CON	0,1010 -0,2696	0,2753 -0,3089	-0,0001 -0,3231	0,2513 -0,3700	0,1018 -0,3300	0,3005 -0,8000
TAMCONS	0,0292 -0,0286	0,0693** -0,0301	0,0400 -0,0317	0,0934* -1,8700	0,0210 -0,4300	0,0770** -2,1700
DUAL	-0,1739 -0,1101	-0,1976* -0,1176	-0,1605 -0,1275	-0,1192 (-0,52)	-0,0316 (-0,07)	-0,0944 (-0,52)
BIG4	0,2756* -0,1497	0,2645* -0,1588	0,1453 -0,1889	-0,4464* (-1,78)	0,0493 -0,1800	0,0575 -0,3100
CA	0,4220*** -0,1336	0,4812*** -0,1560	0,5563*** -0,1780	0,4558* -1,7600	0,6554*** -2,6700	0,2878** -2,2500
NG	0,3855* -0,1991	0,2781 -0,2032	0,2975 -0,2530	-0,5380* (-1,71)	-0,1098 (-0,39)	-0,1005 (-0,45)
LNTAM	0,2673*** -0,0406	0,2675*** -0,0412	0,2875*** -0,0535	0,2874*** -4,1200	0,5144*** -7,9200	0,4185*** -7,4500
ALAV	-0,2681 -0,2571	-0,2826 -0,2881	-0,1390 -0,1979	-0,5553 (-0,39)	-0,0985 (-0,24)	-0,1549 (-0,29)
ROA	-0,2076 -0,1495	-0,2335 -0,1598	-0,0175 -0,1026	-0,9140** (-2,17)	-0,4287 (-0,84)	-0,4638** (-2,51)
ROE	0,0454 -0,0488	0,0649 -0,0743	-0,0020 -0,0328	-0,0500 (-0,24)	0,0213 -0,7600	0,1082 -1,2500
LIQ	-0,0025 -0,0026	-0,0020 -0,0028	-0,0042* -0,0025	-0,0848 (-0,59)	-0,0284 (-0,43)	0,0034 -0,7000
N	701	616	519	174	243	356
R²	0,5568	0,6037	0,4941	0,6387	0,4781	0,5828

Nota: *. **. *** Indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: Resultados da pesquisa.

O Modelo 3, por sua vez, revelou que a liquidez tem relação inversa com o *disclosure*, corroborando com os estudos de Wallace et al. (1994), contrariando os achados de Barako et al. (2006), Cheung et al. (2010) e Samaha e Dahawy (2011) que mencionam que esta variável não afeta a divulgação das empresas.

Em suma, para ambas as sub-amostras, as variáveis mais importantes foram o comitê de auditoria (relação positiva com IDV), o tamanho da firma (relação positiva), seguidas do tamanho do conselho de administração (relação positiva), a rentabilidade sobre os ativos (relação inversa) e as *Big4* para empresas não internacionalizadas (relação positiva). Outro

ponto de destaque é a confirmação da hipótese de que as empresas internacionalizadas apresentam maior nível de divulgação voluntária.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No Brasil, existem muitos estudos que abordam separadamente *disclosure* e internacionalização, no entanto, há poucos estudos que tratam desses dois temas de forma combinada. No cenário internacional, foram encontrados alguns estudos sobre *disclosure* e internacionalização, mas numa abordagem e contextos diferentes. Este trabalho se estende nessa linha e contribui com a literatura ao desenvolver um índice de *disclosure* voluntário adaptado para os problemas de agência brasileiros. Tal índice envolveu um extenso trabalho manual de coleta de dados. Para os determinantes do *disclosure* foram testadas duas sub-amostras: firmas internacionalizadas e firmas não internacionalizadas.

Neste panorama, este estudo teve por objetivo investigar a relação entre o *disclosure* e os níveis de internacionalização das empresas não financeiras de capital aberto listadas na B3 no período de 2015 a 2017. O trabalho envolveu a construção de um índice de *disclosure* baseado em coleta de dados manual, fundamentada nos critérios da UNCTAD (2013) e utilizou três proxies para internacionalização (ADR's, Exportações e capital estrangeiro na participação societária-CSE).

No geral, os resultados são fortemente consistentes com o esperado. A hipótese central do estudo – Empresas com maior nível de internacionalização apresentam maior nível de *disclosure* voluntário – foi comprovada por meio de nove (9) modelos de regressão, considerando numa primeira etapa a amostra geral de empresas e em uma segunda etapa a divisão entre firmas internacionalizadas e não internacionalizadas. Na análise da amostra geral (etapa 1), os modelos 1 e 2 (ADRs e Exportações), apresentaram associação positiva e significativa com o Índice de *Disclosure* (ID), comprovando que as firmas internacionalizadas por estas estratégias divulgam mais informações. Na análise da amostra subdividida (etapa 2), ao se estudar a sub-amostra de firmas internacionalizadas, constatou-se uma relação positiva e significativa entre internacionalização e *disclosure* para as três proxies de internacionalização (ADR's, EXP e CSE), o que mostra a relevância das três métricas quando estão relacionados com a divulgação voluntária no Brasil.

Em síntese, as relações mais importantes encontradas neste estudo foram: comitê de auditoria (relação positiva com IDV), o tamanho da firma (relação positiva com IDV), tamanho do conselho de administração (relação positiva), rentabilidade dos ativos (relação inversa) e as Big4 para empresas não internacionalizadas (relação positiva). No que se refere aos níveis de governança da bolsa foi encontrado que para a sub-amostra de empresas não internacionalizadas, há uma relação positiva entre NG e IDV, isto é, o fato de pertencer aos maiores níveis de GC da bolsa promove elevação do índice de *disclosure* das firmas não internacionalizadas (Modelo 1). No entanto, para as firmas internacionalizadas, a relação encontrada foi inversa, o que pode indicar que os mecanismos de governança corporativa geram impactos diferentes na divulgação de firmas internacionalizadas e não internacionalizadas.

As descobertas desta pesquisa trouxeram importantes contribuições para empresas de capital aberto que utilizam de diferentes estratégias para internacionalização e buscam compreender qual a relação destas com a divulgação de informações de qualidade. Para os gestores, credores e investidores, o estudo demonstra claramente que as firmas internacionalizadas, possuem um maior nível de divulgação e que as empresas que possuem um comitê de auditoria como monitoramento, sinalizam um melhor índice de divulgação.

Apresentam-se como limitações deste trabalho a dificuldade de estender o estudo para um horizonte temporal maior, dado o intenso trabalho manual para coleta de dados e

construção do índice de *disclosure*. Sugere-se para estudos futuros, a análise de *disclosure* utilizando o guia completo da UNCTAD (2013) para períodos maiores que os três anos tratados nesta pesquisa. O mercado de capitais brasileiro ainda está em desenvolvimento e traz grandes oportunidades de pesquisas sobre o ambiente institucional e regulatório, em especial quando se trata do tema divulgação de informações.

REFERÊNCIAS

- Alhazaimeh, A., Palaniappan Alhazaimeh, A., Palaniappan, R., & Almsafir, M. (2014). The impact of corporate governance and ownership structure on voluntary disclosure in annual reports among listed Jordanian companies. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 129, p. 341-348. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.03.686>
- Al-Janadi, Y., Rahman, R. A., Omar, N. H. (2013). Corporate Governance Mechanisms and Voluntary Disclosure in Saudi Arabia. **Research Journal of Finance and Accounting**, ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.4, No.4.
- Barako, D.G., Hancock, P., & Izan, H.Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. **Corporate Governance: An International Review**, 14 (2), 107–125. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00491.x>
- Biobebe, B. S., Igbo, I. E., & John, E. F. (2013). The significance of international corporate governance disclosure on financial reporting in Nigeria. **International Journal of Business and Management**, 8(8), 100-106. <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v8n8p100>
- Bokpin, G. A., & Isshaq, Z. (2009). Corporate governance, disclosure and foreign share ownership on the Ghana Stock Exchange", **Managerial Auditing Journal**, Vol. 24 Issue: 7, pp.688-703. <https://doi.org/10.1108/02686900910975387>
- Bortoli Filho, J. I., & Pimenta Junior, T. (2005). Dupla listagem internacional: a emissão de ADRs de empresas brasileiras e seus impactos no comportamento das ações. **Revista de Administração**, 40(2), 184-192.
- B3. **Brasil Bolsa e Balcão**. (2018). Níveis diferenciados de governança corporativa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 19 Out. 2018.
- Campos, A. L. S., & Nakamura, W. T. (2015). Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento setorial e folga financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(spe), 20-37. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151789>
- Carvalho da Silva, A. L., & Chien, A. C. Y. (2013). Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. **Revista Brasileira de Finanças (Online)**, Rio de Janeiro, Vol. 11, No. 4, pp. 481–502.
- Chetty, S., & Agndal, H. (2007). Social Capital and Its Influence on Changes in Internationalization Mode Among Small and Medium-Sized Enterprises. **Journal of International Marketing, American Marketing Association**, V. 15, No. 1, pp. 1–29. <https://doi.org/10.1509/jimk.15.1.001>
- Cheung, Y., L., Jiang, P., & Tan, W. (2010) A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies. **Journal Account. Public Policy** 29. 259–280. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.02.001>.
- Collier, P. (1993). Factors affecting the formation of audit committees in major UK listed companies. *Accounting and Business Research*, 23, 421–430. DOI; <https://doi.org/10.1080/00014788.1993.9729909>
- Consoni, S., Colauto, R. D., & de Lima, G. A. S. F. (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, 28(74), 249-263. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703360>

- Cooke, T. E. (1989). Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies, *Accounting and Business Research*, 19:74, 113-124. DOI; <https://doi.org/10.1080/00014788.1989.9728841>
- Core, J. (2001). A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 441-456. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00036-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00036-2)
- Craswell, A. T., & Taylor, S. L. (1992). Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: An economic analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(2), 295–308. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1992.tb00626.x>
- DeAngelo, L.E. (1981). ‘Auditor size and auditor quality’, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 3, No. 3, pp.183–199. DOI; [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v.93, 6, p.1155-1177. DOI; <https://doi.org/10.1086/261354>
- Deng, P. (2004). Outward investment by Chinese MNCs: Motivations and implications, *Business Horizons*, Vol 47, Issue 3, Pages 8-16.
- Deutsche Bank. (2018). **Deutsche Bank - Depository Receipts**. Disponível em: <https://www.adr.db.com/drwebrebrand/about-drs/adrs>, acesso em: nov. 2018.
- Diamond, D., & Verrecchia, R. (1991), “Disclosure, liquidity, and the cost of capital”. *The Journal of Finance*, 1325–60. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Durnev, A., & Kim, E.H. (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal Finance*, 60 (3), 1461–1493. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x>
- Elfeky, M. I. (2017). The extent of voluntary disclosure and its determinants in emerging markets: Evidence from Egypt. *The Journal of Finance and Data Science*, 3(1-4), 45-59. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2017.09.005>
- Eng, L.L., & Mak, Y.T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325–345. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(03\)00037-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(03)00037-1)
- Filatotchev, I, Poulsen, A., & Bell, R. G. (2018). Corporate governance of a multinational enterprise: Firm, industry and institutional perspectives. *Journal of Corporate Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.02.004>.
- Forker, J.J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research*, 22 (86), 111–124, 1992. <https://doi.org/10.1080/00014788.1992.9729426>
- Francis, J., Schipper, K. & Vicent, L. (2002). Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements. *The Accounting Review*. Vol. 77, No. 3, pp. 515-546. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.3.515>
- Gao, G.Y., Murray, J.Y., Kotabe, M., & Lu, J. (2010). A ‘strategy tripod’ perspective on export behaviors: evidence from firms based in an emerging economy. *Journal of International Business Studies* 41, 377 - 396. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.27>
- Hassel, A., Höpner, M., Kurdelbusch, A., Rehder, B., & Zugehör, R. (2003). Two dimensions of the internationalization of firms. *Journal of Management Studies*, v. 40, n. 3, 701-720. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00357>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*. v. 3, n. 4, p. 305-360.
- J. P. Morgan. JPMorgan Chase & Co. (2018). Disponível em <https://www.adr.com/Investors/Markets>. Acesso em: out. 2018.

- Klapper, L. F., & Love, I. (2002). Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper**, USA, n. 2.818. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2818>
- Kling, G. & Weitzel, U. (2011). The internationalization of Chinese companies: Firm characteristics, industry effects and corporate governance. **Research in International Business and Finance**, Volume 25, Issue 3, p. 357-372. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2011.03.002>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. **J. of Financial Economics**, n. 58, p. 1-37. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lecraw, D. J. (1977). Dezermwants of capacity utilization by firms in less developed countries. **Journal of Development Economics**, 139-I 53. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(78\)90003-2](https://doi.org/10.1016/0304-3878(78)90003-2)
- Liu, C., Uchida, K., & Yang, Y. (2012). Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China, **International Review of Financial Analysis**, 21, 70–80. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2011.11.002>
- Loures, L.L., Gonçalves, C.A., & Pardini, D.J. (2017). *Disclosure of Relevant Acts or Facts: A Study of Brazilian Companies Issuing American Deposit Receipts – Adrs at American Stock Exchanges*, **Archives of Business Research**, 5(1), 135-148. <http://dx.doi.org/10.14738/abr.51.2319>
- Mangena, M., & Tauringana, V. (2008). Audit committees and voluntary external auditor involvement in UK interim reporting. **International Journal of Auditing**, 12(1), 45–63. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2008.00369.x>
- Murcia, Dal-Ri, F., & dos Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, vol. 3, núm. 2, pp. 72-95. <https://doi.org/10.17524/repec.v3i2.68>
- Sakamoto, F. A. (2011). Diferença de preços entre ADRs e ações de empresas brasileiras como oportunidade de arbitragem, **Finanças Aplicadas**, pp. 1-14.
- Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C. & De Luca, M. M. M., (2015). Internacionalização De Empresas e Governança Corporativa: Uma Análise Das Maiores Companhias Abertas do Brasil, **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo v.8, n.3 p. 300 – 319. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2015080302>
- Samaha, K., P. & Stapleton. (2009). Firm-specific determinants of the extent of compliance with international accounting standards in the corporate annual reports of companies listed on the Egyptian Stock Exchange: a positive accounting approach, **Afro-Asian J. Finance and Accounting**, Vol. 1, No. 3. <https://doi.org/10.1504/AJFA.2009.024302>
- Samaha, K., & Dahawy, K. (2011). An empirical analysis of corporate governance structures and voluntary corporate disclosure in volatile capital markets: the Egyptian experience. **Int. J. Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, V. 7, I. 1-2. <https://doi.org/10.1504/IJAPE.2011.037726>
- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K., & Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt, *Advances in Accounting, incorporating. Advances in International Accounting*. 28 168–178. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2011.12.001>
- Samaha, K., Khlif, H. & Hussainey, K. (2015). The impact of board and audit committee characteristics on voluntary disclosure: A meta-analysis. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, Volume 24, Pages 13-28. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2014.11.001>
- Samaha, K., & Dahawy, K. (2015). Factors influencing corporate disclosure transparency in the active share trading firms: An explanatory study. **Research in Accounting in**

- Emerging Economies**, 10, 87–118. [http://dx.doi.org/10.1108/S1479-3563\(2010\)0000010009](http://dx.doi.org/10.1108/S1479-3563(2010)0000010009)
- Silveira, A. D. M., & Barros, L. A. B. C. (2008). Determinantes da Qualidade da Governança das Companhias Abertas Brasileiras, **REAd**, Edição 61, Vol. 14, N°3.
- Singh, D. A., & Gaur, A. S. (2013). Governance Structure, Innovation and Internationalization: Evidence from India. **Journal of International Management**, 19, p. 30-309. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2013.03.006>
- Sun, Y. (2015). Internal Control Weakness Disclosure and Firm Investment. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**. p. 1-31. <https://doi.org/10.1177/0148558X15598027>
- Tong, H., & Wei, Shang-Jin. (2014). Does trade globalization induce or inhibit corporate transparency? Unbundling the growth potential and product market competition channels. **Journal of International Economics**, Volume 94, Issue 2, Pages 358-370. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2014.08.004>
- UNCTAD – **United Nations Conference on Trade and Development**. (2013). Review of the Implementation Status of Corporate Governance Disclosures: Brazil. Intergovernmental Working Group of Experts on International Standards of Accounting and Reporting 30th Session, 6-8, Palais des Nations, Geneva.
- Wa Mandzila, E. E., & Zéghal, D. (2016). Content Analysis Of Board Reports On Corporate Governance, Internal Controls And Risk Management: Evidence From France. **The Journal of Applied Business Research**, vol 32, n. 3.
- Wallace, R.S.O., Naser, K., & Mora, A., (1994). The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain. **Accounting and Business Research** 25, 41–53. <https://doi.org/10.1080/00014788.1994.9729927>
- Wallace, R. S. O., & Naser, K. (1995). Firm-specific determinants of comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms on the stock exchange of Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, 14(4), 311–368.
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1986) **Positive Accounting Theory**. Englewood Cliff, NJ: Prentice- Hall Inc. [https://doi.org/10.1016/0278-4254\(95\)00042-9](https://doi.org/10.1016/0278-4254(95)00042-9)
- Welker, M. (1995). Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets. **Contemporary Accounting Research**, 11, 801-827.
- Wells, L. T. (1983). Third world multinationals: The rise of foreign investment from developing countries. MIT Press Books, The MIT Press, edition 1, volume 1, number 026273169x, January. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00467.x>
- Williamson, O. E. (1981). The modern corporation: origins, evolution, attributes. **Journal of Economic Literature**, 91 (10), 1537–1568.
- Xiao, S. S., Jeong, I., Moon, J. J., Chung, C. C., & Chung, J. (2013). Internationalization and Performance of Firms in China: Moderating Effects of Governance Structure and the Degree of Centralized Control, **Journal of International Management**, 19, 118–137. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2012.12.003>