



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022  
ISSN 2177-3866

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

**ANA THAIS CARNEIRO CISNE**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

**JOSÉ GLAUBER CAVALCANTE DOS SANTOS**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

**ALESSANDRA CARVALHO DE VASCONCELOS**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

**HUGO SANTANA DE FIGUEIRÊDO JUNIOR**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

Agradecimento à órgão de fomento:

Agradeço o apoio do CNPq que financiou as pesquisas nas quais o texto se baseia.

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

## 1 INTRODUÇÃO

Após a abertura da economia e a relativa estabilidade com a implementação do Plano Real no início dos anos 1990, alguns aspectos da economia brasileira, como juros elevados, alta carga tributária, infraestrutura enfraquecida e baixa oferta de mão de obra qualificada, surgiram como desafios às firmas brasileiras (SAKAGAMI, 2012). A internacionalização emergiu, nesse contexto, como estratégia de diversificação para impulsionar as empresas e estimular a inovação, com possibilidade de crescimento (DEGHETTO; LAMONT; HOLMES, 2020).

No processo de internacionalização, as formas de inserção são associadas ao surgimento de informações assimétricas e de riscos substanciais, principalmente nos mercados emergentes. Assim, a internacionalização enfrenta a diversidade dos cenários estratégicos e das decisões que dependem do comportamento no reporte informacional feito pelas empresas (FILATOTCHEV; POULSEN; BELL, 2019). Nessa perspectiva, firmas com atuação no exterior, via diferentes abordagens de ingresso no mercado internacional, podem divulgar mais informações ao mercado (DUARTE *et al.*, 2019). Isso seria um meio de resguardar e proteger *stakeholders* contra riscos do negócio.

Destarte, a divulgação de informações poderia impactar no modo como os *stakeholders* interagem com a empresa. Com isso, as informações podem ser utilizadas como forma de sinalização para atingir certos grupos de interesse e subsidiar as tomadas de decisão (DOSHI; DOWELL; TOFFEL, 2013). Por esse ângulo, a teoria do *disclosure* explica a evidenciação de informações realizadas pelas empresas ao demonstrar ou ressaltar a determinados grupos de usuários aspectos da empresa importantes sob o viés da gestão 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).

Dentre tais informações, destacam-se aquelas que aludem ao risco da empresa. Deve-se aceitar que não é mais possível ignorar o estudo dos riscos corporativos, pois eles influenciam as empresas e devem auxiliar no processo de decisão e na escolha do melhor caminho para obter vantagens daquilo que, até um momento, constituía-se fonte de apreensão e receio (TAVARES; PACHECO; PIRES, 2016). Mensurar informações sobre riscos corporativos (financeiros e não financeiros), especialmente aquelas voluntárias, é uma das principais limitações reconhecidas em estudos anteriores sobre divulgação de riscos (ABRAHAM; COX 2007; LINSLEY; SHRIVES, 2006).

Apesar da relação entre internacionalização e riscos corporativos já ter sido explorada (ALMENDRA *et al.*, 2018), o relacionamento empírico entre a internacionalização da empresa e o relato de riscos não financeiros ainda não foi devidamente estudado (JAMIL *et al.*, 2020; LEOPIZZI *et al.*, 2020; PASSOS *et al.*, 2017). A tendência das empresas em relatar esse tipo de informação de forma reduzida em comparação a informações sobre riscos financeiros também é uma lacuna (AMEZAGA-ALONSO *et al.*, 2020).

Nesse contexto, o presente estudo aponta a seguinte questão de pesquisa: Como se relacionam a internacionalização e o *disclosure* de riscos nas maiores companhias abertas brasileiras?

Assim, 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 entre as “Melhores e Maiores” da Revista Exame nos anos de 2017 a 2019. Esta pesquisa examina o perfil de internacionalização das empresas a partir de indicadores disseminados nas literaturas nacional e internacional. Averigua-se 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.

Dessa forma, argumenta-se que as empresas tendem a apresentar melhor qualidade informacional na divulgação de riscos quando atuam no mercado internacional de forma mais intensa. Neste estudo, assume-se que, utilizando de seu poder discricionário quanto ao *disclosure* de riscos, é possível que as companhias abertas brasileiras se diferenciem quanto à qualidade e à extensão desse tipo de divulgação, mesmo com exigências de evidenciação de informações sobre os fatores de riscos.

Com isso, em relação à contribuição para a prática da administração de empresas, este estudo se torna relevante aos investidores de modo geral, pois, no caso brasileiro, possibilita verificar a qualidade informacional praticada pelas empresas em documentos obrigatórios e de acesso público (Formulário de Referência) no que tange aos riscos. A pesquisa avança ainda ao não analisar somente a classificação de evidenciações (IBRAHIM; HUSSAINEY, 2019) ou a quantidade dos fatores de riscos divulgados (BERETTA; BOZZOLAN, 2004). Essa é diferença importante frente à literatura.

Os resultados deste estudo permitem também questionar a qualidade da divulgação de riscos não financeiros na perspectiva da internacionalização de empresas, questão ainda pouco explorada em investigações prévias. Essas informações adquirirão *status* de importante recurso capaz de viabilizar a expansão internacional das empresas (DUARTE *et al.*, 2019).

Sublinha-se que a maioria dos estudos se concentra na quantidade da evidenciação, em detrimento da qualidade das informações sobre riscos, aspecto que merece atenção (BERETTA; BOZZOLAN, 2004; LINSLEY; SHRIVES, 2006). Ao examinar a qualidade da evidenciação voluntária de informações sobre os riscos corporativos, acredita-se que este estudo contribui com o aprofundamento da discussão sobre *disclosure* no mercado acionário brasileiro, à luz da teoria do *disclosure* (VERRECCHIA, 2001).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

A seção dedicada à fundamentação teórica da pesquisa apresenta discussão sobre o perfil de internacionalização das empresas, pois existem diferentes estratégias de entrada no mercado externo. Depois, busca-se problematizar a evidenciação dos riscos corporativos à luz da teoria do *disclosure*. Esta parte do estudo finaliza com a argumentação sobre a possível relação que o perfil de internacionalização e a prática de *disclosure* de riscos podem estabelecer.

### 2.1 Perfil de internacionalização das empresas

Os estudos de Floriani e Fleury (2012) e Santos, Vasconcelos e De Luca (2015) dizem 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. Essa lógica estende-se também às práticas da gestão e estratégias.

O perfil de internacionalização das empresas é tema abrangente e explorado sob várias vertentes. Isso porque não existe forma única de avaliação desse o perfil. Estudos prévios não costumam considerar indicadores semelhantes, mas algumas medidas são mais frequentes nas pesquisas já feitas: 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 difundidas na literatura (FLORIANI; FLEURY, 2012; MAIA; VASCONCELOS; DE LUCA, 2013; SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015).

A internacionalização pode impactar significativamente a estrutura das empresas, como por exemplo a governança corporativa, devido a exigências competitivas que são impostas pelo mercado internacional (ALBUQUERQUE FILHO *et al.*, 2020). Nesse trabalho, revela-se que

as firmas com maior nível de internacionalização e com melhor governança seriam propensas a serem mais socialmente responsáveis. Mostra-se a responsabilidade social aumenta à medida que as empresas têm investidores estrangeiros com participação no capital social.

Nessa perspectiva, ao determinar os meios de entrada no mercado internacional e, com isso, definir seu perfil de internacionalização, a empresa deve incluir elementos que minimizam uma série de ameaças que surgirão. Portanto, a divulgação dos fatores que originam os riscos em relatório corporativo pretende reduzir a assimetria informacional entre a administração e os diversos interessados sobre as incertezas e oportunidades de negócios, diminuindo, portanto, a percepção de risco (FUDALINSKI, 2015). Como consequências, as empresas que se lançam no desafio da internacionalização podem ter menores taxas de desconto no seu valor ou mesmo pleitear melhores condições de captação de recursos no mercado internacional.

## 2.2 Teoria do *disclosure* e evidenciação de riscos

De modo cada vez mais intenso, as firmas têm sido pressionadas a divulgar informações com maior transparência sobre seus negócios. Assim, o *disclosure* torna-se questão estratégica para diversas empresas, inclusive as brasileiras, principalmente aquelas que atuam no mercado externo (SOSCHINSKI; BRANDT; KLANN, 2019).

Nesse cenário, maior nível de *disclosure* sugere a divulgação de melhores informações ao mercado, por meio de relatórios financeiros e contábeis de alta qualidade, o que irá resultar em maior confiança junto aos interessados na empresa (VERRECCHIA, 2001). Porém, Serra e Lemos (2020) relatam que, apesar do aumento das exigências de divulgação sobre os riscos nos normativos contábeis aplicáveis, somadas às pressões por aumento da divulgação após a recente crise financeira internacional, muitas firmas não reportam informações suficientes e confiáveis para a tomada de decisões. Isso atrapalha as ações de investidores e demais *stakeholders*, o que dificulta entender o perfil de risco da organização e a gestão de riscos praticada.

Sobre a qualidade da divulgação de riscos, pode-se apontar o estudo de Campbell *et al.* (2014) que examinou o conteúdo das divulgações de fatores de riscos baseados no mercado, na assimetria de informações e nos retornos de ações. Notou-se que um melhor nível de divulgação de riscos está associado à redução da assimetria informacional e da volatilidade do retorno das ações. Constatou-se que os gestores fornecem informações úteis sobre os fatores de riscos e os investidores as incorporam aos valores das ações no mercado.

Em direção similar, Madrigal, Guzmán e Guzmán (2015) buscaram identificar os fatores que explicam até que ponto empresas divulgam informações relacionadas a riscos corporativos. Os resultados indicam que o setor e o nível de risco estariam positivamente relacionados com a extensão das divulgações de riscos corporativos.

Destaca-se que nesta pesquisa o foco são os riscos não financeiros, ainda explorados de modo restrito na literatura. Entre estudos com esse interesse, cita-se Neifar e Jarboui (2018), que observaram o impacto dos mecanismos de governança no *disclosure* de riscos não financeiros (riscos operacionais): riscos de perdas oriundas dos procedimentos, sistemas internos falhos, pessoas e eventos externos. Os resultados dizem que a qualidade das informações divulgadas é considerada relevante aos investidores, pois tem conteúdo informativo na avaliação de riscos.

Leopizzi *et al.* (2020) abordaram o *disclosure* de riscos não financeiros considerando os tipos de riscos (conformidade, estratégicos, operacionais, ambientais, de saúde e de segurança). Foi investigado o nível de divulgação dos riscos não financeiros após a introdução da Diretiva UE 2014/95 sobre informações não financeiras. 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 demonstram que a divulgação de riscos não financeiros em empresas italianas é melhor do que antes da introdução da diretiva e ainda com base na perspectiva do passado e do presente, ao invés de futuro.

Jamil *et al.* (2020) identificaram informações de riscos não financeiros com base na opinião de especialistas em *stakeholders* usando a técnica Delphi. Com isso, foi construído um índice de divulgação de riscos não financeiros. Os resultados mostraram que os relatos de riscos não financeiros em empresas de capital aberto da Malásia ainda são inadequados. Contudo, a divulgação de diversos fatores de riscos não financeiros aumentou no período analisado (2016 a 2018). Os resultados sugerem que as empresas nesse país de economia em desenvolvimento precisam melhorar seu *disclosure* de riscos para o benefício do mercado de capitais.

Percebe-se que a internacionalização pode impactar as práticas de *disclosure* de riscos e isso se deve às características dos diferentes mercados onde as empresas passam a atuar e com isso assumir riscos inerentes a essa operação. Sendo assim, haveria necessidade de uma maior transparência com informações confiáveis e tempestivas que permitam aos interessados fazer avaliação acurada das condições financeiras e do desempenho, bem como do perfil de negócio, perfil de risco e gestão de riscos (LINSLEY; SHRIVES, 2006).

### **2.3 Internacionalização, *disclosure* de riscos e hipótese da pesquisa**

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

Para Alves e Cherobim (2009) e Souza, Murcia e Marcon (2011), a internacionalização está associada a uma melhor transparência corporativa em termos de divulgação de riscos. Esses estudos encontram alinhamento com Beretta e Bozzolan (2004), que afirmam ser essa evidência frequente entre diversas pesquisas acerca do relato de riscos. Destaca-se que Alves e Cherobim (2009) e Souza, Murcia e Marcon (2011) investigaram empresas do setor financeiro. Por outro lado, os resultados de Chin, Chen e Hsieh (2009) e Tong e Wei (2014) indicam que as empresas podem reduzir a transparência corporativa na internacionalização.

Duarte *et al.* (2019) relacionaram o *disclosure* e os níveis de internacionalização das empresas brasileiras listadas em bolsa de valores no período de 2015 a 2017. As medidas de internacionalização observadas foram emissão de *American Depositary Receipt* (ADR) – certificado que permite à empresa participar do mercado estadunidense mesmo sem abrir capital nele; receitas com exportações; e participação estrangeira no capital social. Constatou-se que empresas com maior inserção internacional apresentam maior nível de *disclosure* voluntário.

Em outra frente, 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 mais bem informados sobre as perspectivas futuras da empresa. Isso contribui para melhorar as relações com os interessados no negócio. Eriksson *et al.* (2014) relatam que a mensuração do risco e a diminuição da incerteza em negócios internacionais são complexas de se realizar, pois estão ligadas a diferentes fatores que dependem de normas, valores e regulamentos.

Adicionalmente, Filatotchev, Poulsen e Bell (2019) defendem que as estratégias ou perfis de internacionalização das empresas são associados a informações assimétricas e riscos substanciais, sobretudo quando são comparados mercados emergentes (ambiente jurídico e empresarial em desenvolvimento). Esse se explica pois, com o processo da internacionalização, as empresas enfrentam diversidade dos cenários estratégicos e das decisões que dependem das características de governança e do comportamento na divulgação de cada empresa.

Tendo em vista aspectos da gestão de riscos na 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 como risco comercial, intercultural, monetário e país. Identificou-se que tais empresas utilizam diferentes ações para mitigar riscos, como planejamento, pesquisa de mercado e construção de cenários.

Percebe-se que os estudos têm se posicionado de modo convergente sobre uma possível contribuição da internacionalização na prática de *disclosure* de riscos. A inserção internacional a partir de diferentes estratégias pode impulsionar mudanças na estrutura das empresas, sendo essas alterações refletidas em ações da gestão que pretendem, dentre outros objetivos, sinalizar mitigação dos riscos do negócio causados pela entrada em outros mercados. Nesse sentido, pode-se prospectar que empresas com perfis de internacionalização mais atuantes promovam mais e melhor qualidade no *disclosure* de riscos como resposta ao movimento de ingresso no mercado externo. Do exposto, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H<sub>1</sub>:** O perfil de internacionalização da empresa gera diferenças no nível de *disclosure* de riscos.

### 3 MÉTODO DA PESQUISA

O presente estudo 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 documental e descritiva, com abordagem quantitativa. Os dados foram coletados de fontes secundárias provenientes do *website* da bolsa de valores brasileira onde foram acessadas Demonstrações Financeiras Padronizadas e Formulários de Referência.

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. Para composição da amostra, conta-se a empresa que integra pelo menos uma lista. Para a constituição da amostra final, foram estabelecidos critérios em decorrência da disponibilidade dos dados necessários à realização das análises propostas, sendo 8 exclusões por isso. 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 que integraram as listas. 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.

Para efeitos de análise da pesquisa, se a companhia participou de dois ou mais *rankings*, considerou-se apenas uma participação, porém os Formulários de Referência (FRE) 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 análise de 111 companhias e 333 FRE do triênio 2016-2018, totalizando 18.640 observações.

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 1. Ademais, são apresentadas a fundamentação e a operacionalização das respectivas medidas.

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).

Quadro 1 – Indicadores selecionados para perfilar a internacionalização das empresas

Variável	Referências	Operacionalização	Fonte de coleta
----------	-------------	-------------------	-----------------

Participação estrangeira no capital social (INTCAP)	Maia, Vasconcelos e De Luca (2013), Albuquerque Filho <i>et al.</i> (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 <i>et al.</i> (2018), Santos, Vasconcelos e De Luca (2015),	Quantidade de países onde a empresa negocia suas ações	Formulário de Referência – Item 18.7 – Negociação em mercados estrangeiros
Internacionalização das receitas (INTREC)	Almendra <i>et al.</i> (2018), Santos, Vasconcelos e De Luca (2015)	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 <i>et al.</i> (2018), Floriani e Fleury (2012).	Quantidade de países onde a empresa possui instalações	Formulário de Referência – Item 7.1 – Descrição – atividades do emissor/ Controladas

Fonte: Elaborado com base na literatura (2022).

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 2 apresenta a escala utilizada na pesquisa para mensuração da divulgação dos fatores de riscos não financeiros.

Quadro 2 – 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 2, 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 3 apresenta um resumo dos fatores de riscos e a

pontuação por subcategorias dos riscos não financeiros que foram considerados na análise de conteúdo dos FRE.

Quadro 3 – Fatores de riscos por subcategoria de riscos não financeiros

<b>Divulgação de riscos não financeiros</b>		
<b>Fatores de riscos</b>		<b>Qualidade do disclosure (Pontuação)</b>
<b>1.1 Riscos operacionais</b>	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
<b>Pontuação máxima da subcategoria 1.1</b>		<b>44</b>
<b>1.2 Riscos de dano</b>	1.2.1 Risco de cobertura insuficiente de seguro	0-4
	1.2.2 Risco de decisões judiciais desfavoráveis (ações judiciais significativas)	0-4
<b>Pontuação máxima da subcategoria 1.2</b>		<b>8</b>
<b>1.3 Riscos de integridade</b>	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
<b>Pontuação máxima da subcategoria 1.3</b>		<b>12</b>
<b>1.4 Riscos estratégicos</b>	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
<b>Pontuação máxima da subcategoria 1.4</b>		<b>60</b>

Fonte: Elaborada com base em Linsley e Shrides (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013).

As informações de riscos adotados na pesquisa se baseiam em Linsley e Shrides (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 instrumento reúne 31 fatores de risco distribuídos nas quatro subcategorias de riscos não financeiros. Ele foi usado como base para a análise de conteúdo da seção 4 do FRE dos anos 2016 a 2018 das empresas.

Após a definição das variáveis dos indicadores de internacionalização e do nível de *disclosure* de riscos não financeiros usadas na pesquisa, procedeu-se com a análise 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©. Depois, a fim de alcançar o objetivo proposto e verificar a hipótese levantada, recorreu-se ao *software Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS®). Foram executados testes de Mann Whitney com o intuito de comparar o *disclosure* de risco em relação ao perfil de internacionalização das empresas que compuseram a amostra. A análise foi realizada segundo a categoria individual de riscos não financeiros e também no total, assumindo-se o índice global de cada companhia ao longo dos três anos.

#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

A Tabela 1 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. 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 1 – 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	111	66	59,4%	39,7	32,0%	45	40,5%	35,2	28,4%
Internacionalização das ações	111	57	51,3%	41,2	33,2%	54	48,6%	36,0	29,0%
Internacionalização das receitas	111	39	35,1%	40,6	32,7%	72	64,8%	37,7	30,4%
Internacionalização dos mercados	111	45	40,5%	40,6	32,7%	66	59,4%	37,4	30,2%
		2017							
Internacionalização	Total	Sim		Média Disclosure		Não		Média Disclosure	
Participação estrangeira no capital	111	60	54,0%	36,7	29,6%	51	35,5%	35,3	28,4%
Internacionalização das ações	111	55	49,5%	38,4	31,0%	56	50,4%	33,7	27,1%
Internacionalização das receitas	111	37	33,3%	36,9	29,7%	74	66,6%	35,6	28,7%
Internacionalização dos mercados	111	46	41,4%	37,0	29,8%	65	58,5%	35,4	28,5%
		2018							
Internacionalização	Total	Sim		Média Disclosure		Não		Média Disclosure	
Participação estrangeira no capital	111	51	45,9%	36,2	29,2%	60	54,0%	34,4	27,7%
Internacionalização das ações	111	51	45,9%	37,7	30,4%	60	54,0%	33,1	26,6%
Internacionalização das receitas	111	37	33,3%	36,6	29,5%	74	66,6%	34,5	27,8%
Internacionalização dos mercados	111	45	40,5%	36,5	29,5%	66	59,4%	34,3	27,7%
		2016- 2018							
Internacionalização	Total	Sim		Média Disclosure		Não		Média Disclosure	
Participação estrangeira no capital	333	177	53,1%	37,6	30,4%	156	46,8%	35,5	28,6%
Internacionalização das ações	333	163	48,9%	39,2	31,6%	170	51,0%	34,2	27,6%
Internacionalização das receitas	333	113	33,9%	38,1	30,7%	220	66,0%	35,9	29,0%
Internacionalização dos mercados	333	136	40,8%	38,0	30,7%	197	59,1%	35,7	28,8%

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Por meio das informações da Tabela 1, percebe-se 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.

Em linhas gerais, observa-se que as médias do *disclosure* de riscos não financeiros permaneceram praticamente constantes no triênio 2016-2018, o que 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 Shrives (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. 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.

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 os dados, 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 aos *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 2, 3, 4 e 5.

Foi realizada 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. 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).

Tabela 2 – 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	Não	156	161,0	12875	25121	-1,066	0,286
	Sim	177	172,2				
Internacionalização das ações	Não	170	167,5	13761	27127	-0,107	0,914
	Sim	163	166,4				
Internacionalização das receitas	Não	220	164,8	11955	36265	-0,573	0,567
	Sim	113	171,2				
Internacionalização dos mercados	Não	197	164,4	12888	32391	-0,59	0,555
	Sim	136	170,7				
Perfil de internacionalização	Não	72	166,9	9393,5	12021,5	-0,003	0,997
	Sim	261	167,0				

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Os resultados apresentados na Tabela 2 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 3 – 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	Não	156	174,5	12628,5	28381,5	-1,428	0,153
	Sim	177	160,3				
Internacionalização das ações	Não	170	162,8	13150,5	27685,5	-0,853	0,394
	Sim	163	171,3				
Internacionalização das receitas	Não	220	173,5	10993	17434	-1,837	0,066*
	Sim	113	154,2				
Internacionalização dos mercados	Não	197	179,6	10907	20223	-3,064	0,002***
	Sim	136	148,7				
Perfil de internacionalização	Não	72	185,7	8048,5	42239,5	-1,981	0,048**
	Sim	261	161,8				

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

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Os resultados expostos na Tabela 3 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.

Os resultados apresentados por meio da Tabela 4 mostram que não existem diferenças significativas em termos de *disclosure* de riscos de integridade entre os grupos de empresas internacionalizadas e não internacionalizadas na variável participação estrangeira no capital social. Apesar disso, percebe-se que a divulgação é maior nas firmas internacionalizadas.

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.

Tabela 4 – 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	Não	156	158,7	12516	24762	-1,496	0,135
	Sim	177	174,2				
Internacionalização das ações	Não	170	154,1	11662	26197	-2,538	0,011*
	Sim	163	180,4				
Internacionalização das receitas	Não	220	168,9	11998,5	18439,5	-0,527	0,598
	Sim	113	163,1				
Internacionalização dos mercados	Não	197	164,0	12822	32325	-0,676	0,499
	Sim	136	171,2				
Perfil de internacionalização	Não	72	157,7	8730	11358	-0,936	0,349
	Sim	261	169,5				

Nota: (\*): significante a 10%.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

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 5 – 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	Não	156	148,8	10968	23214	-3,242	0,001***
	Sim	177	183,0				
Internacionalização das ações	Não	170	137,2	8803,5	23338,5	-5,761	0,000***
	Sim	163	197,9				
Internacionalização das receitas	Não	220	155,8	9973,5	34283,5	-2,958	0,003***
	Sim	113	188,7				
Internacionalização dos mercados	Não	197	152,7	10584,5	30087,5	-3,261	0,001***
	Sim	136	187,6				
Perfil de internacionalização	Não	72	114,8	5642	8270	-5,199	0,000***
	Sim	261	181,3				

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

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Os resultados da Tabela 5 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 mais bem informados sobre as perspectivas futuras da empresa, o que contribuirá para melhorar as relações com eles. 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 6 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 6 – 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	Não	156	152,5	11557,5	23803,5	-2,566	0,01***
	Sim	177	179,7				
Internacionalização das ações	Não	170	147,8	10597,5	25132,5	-3,712	0,000***
	Sim	163	186,9				
Internacionalização das receitas	Não	220	161,5	11220	35530	-1,456	0,146
	Sim	113	177,7				
Internacionalização dos mercados	Não	197	158,9	11817,5	31320,5	-1,829	0,067*
	Sim	136	178,6				
Perfil de internacionalização	Não	72	137,1	7247,5	9875,5	-2,973	0,003***
	Sim	261	175,2				

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

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

A Tabela 6 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. O que corrobora com o estudo de Jamil *et al.* (2020) de 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 uma assimetria de informação entre a gestão e os acionistas, levando a um aumento do custo de capital

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 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.

## 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, com foco nos fatores de riscos. 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. Ademais, constatou-se que médias do *disclosure* de riscos não financeiros das empresas nos três anos estudados, permaneceram praticamente constantes.

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. Posto isto, evidencia-se que a hipótese da pesquisa não enfrenta evidências que levem a sua rejeição. Conclui-se que a internacionalização pode se apresentar como um fator capaz de interferir na prática de evidenciação de riscos entre firmas brasileiras. Nesse caso, no geral, a internacionalização tem impulsionado essa divulgação.

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

- 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.
- 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.
- 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.; ZARRABEITIA-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.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.
- 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.
- BOWMAN, E. H. Content analysis of annual reports for corporate strategy and risk. **Interfaces**, v. 14, p. 61-71, 1984.

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.

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 EBAP.BR**, v. 15, n. 1, p. 63-87, 2017.

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. 2020.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

KRIPPENDORFF, K. **Content analysis: an introduction to its methodology**. London: Sage Publications, 2004.

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.

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.

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.; 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.

MIHKINEN, 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.

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.

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.

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.

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.

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.

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

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.

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.

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.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 97-180, 2001.