



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

Ana Thais Carneiro Cisne¹ , José Glauber Cavalcante dos Santos¹ ,
Alessandra Carvalho de Vasconcelos^{1*} , Hugo Santana de Figueirêdo Junior¹

¹Universidade Federal do Ceará – Fortaleza (CE), Brasil.

DETALHES DO ARTIGO

Recebido:
30 Abr., 2024

Aceito:
11 Nov., 2024

Disponível online:
24 Jan, 2025

Sistema de revisão
“Double Blind
Review”

Editora-chefe:
Fernanda Cahen

RESUMO

Objetivo: Investigar a divulgação de riscos não financeiros com base no perfil de internacionalização nas maiores companhias abertas do Brasil. **Método:** Avaliam-se a internacionalização em estratégias — do capital, das ações em bolsa de valores, das receitas e dos mercados — e a divulgação de riscos não financeiros com base em 31 fatores distribuídos em quatro categorias: operacional, dano, integridade e estratégico. Foram analisadas 111 firmas listadas nas “Melhores e Maiores” da revista *Exame*, com dados do triênio 2017–2019, sendo aplicado o teste de Mann-Whitney em avaliação comparativa segundo a internacionalização. **Principais Resultados:** Empresas internacionalizadas adotam estratégias variadas. Sua divulgação de riscos teve média inferior a 35% e pouca variação. Essas empresas têm vantagem na divulgação dos riscos por causa de práticas de *disclosure* mais robustas. Existem diferenças significativas na qualidade da divulgação de riscos entre as empresas conforme estratégia de internacionalização. A análise da relação entre as variáveis sugere que a internacionalização do capital pode impactar o *disclosure* de risco. **Relevância / Originalidade:** Esta pesquisa focou na qualidade dos fatores de risco divulgados e analisou as diferenças, no relato de riscos não financeiros, entre empresas internacionalizadas e não internacionalizadas, uma abordagem ainda não investigada de forma semelhante no mercado de capitais brasileiro, dadas a sua complexidade e abrangência. **Contribuições Teóricas / Metodológicas:** A mensuração da internacionalização sob várias estratégias possibilita compreender de que modo ela impulsiona os negócios. A análise da divulgação do risco conforme diferentes enfoques possibilita entender analiticamente a qualidade de evidenciação de riscos nas atividades da empresa no exterior. **Contribuições Sociais / para a Gestão:** Gestores podem compreender a internacionalização como um direcionador estratégico de práticas associadas à gestão e à divulgação de riscos por parte das maiores companhias, como na redução da assimetria informacional e no aumento da confiança de investidores e outros *stakeholders*.

Palavras-chave: Internacionalização de empresas, Divulgação, Risco não financeiro.

INTERNATIONALIZATION AND RISK DISCLOSURE IN BRAZIL’S LARGEST PUBLIC COMPANIES

ABSTRACT

Objective: Investigate the disclosure of non-financial risks based on the internationalization profile of the largest public companies in Brazil. **Method:** The study evaluates internationalization in strategies — capital, shares on the stock exchange, revenues and markets — and the disclosure of non-financial risks based on 31 factors distributed in four categories: operational, damage, integrity and strategic. One hundred and eleven firms listed in *Exame Magazine’s* “Best and Biggest” were analyzed, with data from the 2017–2019 three-year period, using the Mann-Whitney test in comparative evaluation according to internationalization. **Main Results:** Internationalized companies adopt varied strategies. Risk disclosure had an average of less than 35% and little variation. These companies have an advantage in disclosing risks due to more robust disclosure practices. There are significant differences in the quality of risk disclosure compared to companies according to their internationalization strategy. The analysis of the relationship between the variables suggests that the internationalization of capital can impact risk disclosure. **Relevance / Originality:** This research focuses on the quality of disclosed risk factors and analyzes the differences in the reporting of non-financial risks between internationalized and non-internationalized companies, an approach that has not yet been investigated in a similar way in the Brazilian capital market, given its complexity and scope. **Theoretical / Methodological Contributions:** Measuring internationalization under various strategies makes it possible to understand how it drives business. The analysis of risk disclosure from different perspectives makes it possible to analytically understand the quality of risk disclosure in the company’s activities abroad. **Social / Management Contributions:** Managers can understand how internationalization can be used as a strategic driver of practices associated with risk management and disclosure by the largest companies, for example, reducing information asymmetry and increasing the confidence of investors and other stakeholders.

Keywords: Internationalization of companies, Disclosure, Non-financial risk.

ARTICLE DETAILS

Received:
Apr 30, 2024

Accepted:
Nov 11, 2024

Available online:
Jan 24, 2025

Double Blind
Review System

Editor in Chief:
Fernanda Cahen

*Autor correspondente: aveasconcelos.ufc@gmail.com

<https://doi.org/10.18568/internext.v20i1.763>

INTRODUÇÃO

O principal argumento deste estudo reside no fato de que a internacionalização emerge como estratégia de diversificação para impulsionar as empresas e estimular a inovação, com chance de crescimento e expansão dos negócios (DeGhetto et al., 2020). A diversificação é meio de resguardar e proteger os interesses dos *stakeholders* no negócio, pois a atuação em outros tipos de mercado, além do local, mitiga a exposição a riscos de dependência regional. Nessa perspectiva, firmas com atividades no exterior tendem a divulgar mais informações ao mercado (Duarte et al., 2019). Na internacionalização, especialmente em mercados emergentes, surgem riscos e informações assimétricas, exigindo das empresas estratégias variadas e um reporte informacional mais robusto (Filatotchev et al., 2019). Assim, a internacionalização acaba pressionando empresas a, cada vez mais, esclarecerem o posicionamento estratégico, aprimorando a qualidade de divulgação.

Nesse ponto, a internacionalização, a depender do perfil estratégico da empresa, pode ser uma variável que ajuda a entender diferentes níveis de *disclosure* de risco. Como reflexo, a divulgação de informações pode impactar no modo como os *stakeholders* interagem com a empresa. Isso porque as informações podem ser utilizadas como uma forma de sinalização para atingir certos grupos de interesse e subsidiar as tomadas de decisão (Doshi et al., 2013).

A teoria do *disclosure* explica a evidenciação de informações pelas empresas ao demonstrar a determinados grupos de usuários aspectos únicos do negócio sob o viés da gestão empresarial (Fung, 2014). No contexto brasileiro, foco deste estudo, apesar dos esforços dos órgãos reguladores ao exigir que empresas de capital aberto devem descrever no formulário de referência, de forma quantitativa e qualitativa, os riscos aos quais estão expostas, incluindo os de outros países em que operam (Comissão de Valores Mobiliários, 2009), as empresas possuem discricionariedade na determinação do conteúdo, período e modo de evidenciar algumas informações aos seus usuários externos nos relatórios institucionais (Serra & Lemos, 2020).

Assim, 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 seleção do melhor percurso para obter vantagens daquilo que, até o momento, constituía fonte de apreensão e receio (Tavares et al., 2016). Mensurar os riscos corporativos (financeiros e não financeiros) e traduzir isso por meio de informação com divulgação voluntária permeiam as principais limitações reconhecidas em estudos anteriores sobre o reporte de riscos das empresas (Abraham & Cox, 2007; Linsley & Shrivies, 2006).

Os riscos financeiros referem-se a potenciais perdas nos mercados financeiros, internas e monetárias, afetando diretamente ativos e passivos corporativos. Já os riscos não financeiros, foco desta pesquisa, são externos, não monetários, com impactos indiretos e de longo prazo nos ativos e passivos (Ntim et al., 2013). Ambos são evidenciados nos formulários de referência das companhias abertas do Brasil.

Destaca-se que a interação entre internacionalização e riscos corporativos vem sendo estudada na literatura (Almendra et al., 2018), mostrando que essa expansão das empresas tende a aumentar a necessidade de transparência no *disclosure* de riscos, entretanto não foi devidamente verificado como a internacionalização afeta a qualidade da divulgação de riscos não financeiros (Jamil et al., 2020; Leopizzi et al., 2020; Passos et al., 2017). Um fator que contribui é a tendência das empresas em minimizar o *disclosure* dos riscos não financeiros ante os riscos financeiros, lacuna de investigação que é explorada pela pesquisa internacional desenvolvida por Amezaga-Alonso et al. (2020), enfatizando a necessidade de uma divulgação mais equilibrada entre os tipos de risco para maior transparência e confiança dos *stakeholders*.

Nesse contexto, este estudo teve como questão de pesquisa: como se comporta o *disclosure* de riscos não financeiros em relação ao perfil de internacionalização nas maiores companhias abertas brasileiras? Objetivou-se investigar a divulgação de riscos não financeiros com base no perfil de internacionalização das empresas do *ranking* das maiores empresas de capital aberto do Brasil. Elas são representadas pelas empresas listadas entre as “Melhores e Maiores” da revista *Exame* nos anos de 2017 a 2019, últimas edições publicadas até a conclusão da coleta dos dados necessários ao estudo. Assim, os relatórios referem-se ao corte temporal de 2016 a 2018.

Esta pesquisa examinou o perfil de internacionalização das empresas de acordo com quatro es-

tratégias, aqui dimensionadas por indicadores consistentes disseminados na literatura: participação estrangeira no capital social, internacionalização de ações, internacionalização das receitas e internacionalização dos mercados. Averiguou-se a qualidade do *disclosure* de riscos não financeiros segundo a classificação riscos operacionais, riscos de dano, riscos de integridade e riscos estratégicos (Linsley & Shrides, 2006; Miihkinen, 2012; Ntim et al., 2013) no período delimitado, conforme dados extraídos dos formulários de referência das empresas investigadas.

Argumenta-se nesta pesquisa que a intensidade da inserção/atuação no mercado internacional da empresa propicia condições que estimulem a melhoria da qualidade informacional na divulgação de riscos não financeiros.

Os resultados deste estudo permitem também questionar, pela análise das diferenças entre empresas internacionalizadas e não internacionalizadas, a qualidade da divulgação de riscos não financeiros na perspectiva das estratégias de internacionalização das empresas, questão ainda não explorada de forma semelhante em pesquisas anteriores. Essas informações são importantes recursos capazes de esclarecer e viabilizar a expansão internacional das empresas (Duarte et al., 2019). Os resultados da pesquisa também contribuem para a prática da gestão de empresas internacionais. Eles revelam aos gestores e investidores um meio instrumental de constatar a qualidade informacional do *disclosure* dos riscos não financeiros praticado em documento obrigatório e de acesso público (formulário de referência) pelas empresas com essa estratégia. Isso pode orientar práticas de gestão e divulgação de riscos, visando reduzir a assimetria informacional e aumentar a confiança dos *stakeholders*.

Sublinha-se que a maioria dos estudos se concentra na quantidade da evidência, sem levar em conta a qualidade das informações sobre riscos, aspecto que pede atenção (Beretta & Bozzolan, 2004; Ibrahim & Hussainey, 2019; Linsley & Shrides, 2006). Essa é a diferença importante da presente pesquisa e um avanço em relação à literatura pertinente sobre o tema. Este estudo é relevante ao analisar as diferenças existentes entre empresas internacionalizadas e não internacionalizadas, em virtude principalmente da qualidade da divulgação de riscos não financeiros.

Ao examinar a qualidade da evidência voluntária de informações sobre riscos corporativos, este estudo contribui com o aprofundamento da discussão sobre *disclosure* no mercado acionário brasileiro, dado que há menos estudos em mercados emergentes em comparação com países desenvolvidos, à luz da teoria do *disclosure* (Verrecchia, 2001).

Este artigo é dividido em cinco seções: introdução, com contexto, objetivo e justificativa; referencial teórico sobre internacionalização, *disclosure* de riscos e hipótese do estudo; metodologia de pesquisa; resultados e discussão; e conclusões, com contribuições e sugestões para futuros estudos.

1. REFERENCIAL TEÓRICO

1.1. Perfil de internacionalização das empresas

Os estudos de Floriani e Fleury (2012) e Santos et al. (2015) estabelecem que a internacionalização pode influenciar as estruturas da empresa em razão das imposições competitivas do mercado internacional, que diferem daquelas do país de origem, já que compreendem a adaptação estratégica de recursos e estrutura, incluindo a inserção internacional. Essa lógica estende-se também às práticas da gestão e estratégias do negócio.

O perfil de internacionalização das empresas é um tema abrangente e explorado sob várias vertentes. Isso porque não existe forma única de avaliação desse perfil. Em estudos correlatos, o que se verifica são indicadores de internacionalização distintos, com destaque para alguns em termos de maior frequência: volume de vendas externas *versus* vendas totais, participação estrangeira no capital social, quantidade de países onde a empresa possui instalações e listagem da empresa em bolsas de valores estrangeiras. Estudos como o de Floriani e Fleury (2012) optaram por elaborar um indicador que mede o grau de internacionalização, combinando várias medidas. As *proxies* refletem importantes indicadores de internacionalização e são bastante difundidas na literatura (Floriani & Fleury, 2012; Maia et al., 2013; Santos et al., 2015). O perfil de internacionalização do presente estudo é compreendido pela combinação de quatro estratégias distintas: participação estrangeira no capital social, internacionalização de ações, internacionalização das receitas e internacionalização dos mercados.

A internacionalização pode impactar significativamente a estrutura das empresas, como por exemplo a governança corporativa, por causa das exigências competitivas que são impostas pelo mercado internacional (Albuquerque et al., 2020). O trabalho de Albuquerque et al. (2020) revelou que as firmas com maior nível de internacionalização e com melhor governança seriam propensas a se destacar no campo da responsabilidade social, que cresce 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 estratégicas que surgem. A divulgação dos fatores que originam os riscos em relatório corporativo visa reduzir a assimetria informacional entre a administração e os diversos interessados nas incertezas e oportunidades do negócio, diminuindo, portanto, a percepção de risco (Fudaliński, 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, reflexo da redução da percepção de risco. Steinhauer e Rocha (2023) lembram que os gestores de empresas internacionalizadas com origem em países emergentes podem ter o ganho de aprendizagem e experiência em mercados desenvolvidos.

1.2. Teoria do *disclosure* e evidenciação de riscos

As empresas têm sido pressionadas a divulgar informações com maior transparência sobre seus negócios. Isso ocorre com maior intensidade e frequência a cada dia. Diante disso, o *disclosure* torna-se questão estratégica para os diversos negócios, incluindo os brasileiros, principalmente aqueles que atuam no mercado internacional ou externo/não doméstico (Soschinski et al., 2019).

Nesse cenário, um maior nível de *disclosure* sugere a divulgação de melhores informações ao mercado, por meio de relatórios de alta qualidade, o que resultaria em maior confiança por parte dos interessados na empresa (Verrecchia, 2001). Todavia, Serra e Lemos (2020) relatam que, apesar do aumento das

exigências de divulgação sobre os riscos nos normativos aplicáveis, somadas às pressões por aumento da divulgação após a recente crise financeira internacional, muitas firmas não reportam informações suficientes nem confiáveis à tomada de decisões. Isso atrapalha as ações de investidores e demais *stakeholders*, que precisam entender o perfil e a gestão de risco da organização, refletindo diretamente na qualidade do *disclosure* de risco.

Sobre a qualidade da divulgação de riscos, destacam-se Campbell et al. (2014), que examinaram o conteúdo das divulgações dos fatores de risco de mercado e seu impacto na assimetria de informações e no retorno das 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 risco e os investidores as incorporam no processo de avaliação das empresas. Madrigal et al. (2015), por seu turno, argumentam que a divulgação de informações sobre os riscos corporativos pode estar atrelada a aspectos do negócio, como o setor de atuação e o nível de risco das atividades.

Destaca-se que nesta pesquisa o foco são os riscos não financeiros (riscos operacionais, riscos de dano, riscos de integridade e riscos estratégicos), ainda explorados de modo restrito pela literatura, que tende a se concentrar mais nos riscos financeiros (Amezaga-Alonso et al., 2020).

Os riscos operacionais envolvem perdas potenciais em função de processos, pessoas ou sistemas falhos, além de eventos externos que impactam diversas áreas empresariais (Linsley & Shrivess, 2006). Já os riscos de dano estão ligados à insuficiente cobertura de seguro e litígios importantes (Miihkinen, 2012). Riscos de integridade referem-se a danos à imagem e reputação da empresa, causados por divulgação de informações prejudiciais ou comportamento inadequado dos empregados (Zonatto & Beuren, 2010). Por fim, os riscos estratégicos dizem respeito a perdas resultantes de estratégias malsucedidas que afetam a gestão e a competitividade (Zonatto & Beuren, 2010).

Entre estudos com esse interesse, cita-se o de Neifar e Jarboui (2018), que observou o impacto dos mecanismos de governança no *disclosure* de riscos operacionais:

- riscos de perdas oriundas dos procedimentos;
- sistemas internos falhos;
- pessoas;
- eventos externos.

Os resultados reforçam a relevância da qualidade das informações divulgadas aos investidores, pois têm conteúdo informativo relevante na avaliação de riscos.

A pesquisa de Leopizzi et al. (2020) abordou o *disclosure* de riscos não financeiros considerando os tipos de risco (conformidade, estratégicos, operacionais, ambientais, de saúde e de segurança). Foi investigado o nível de divulgação desses riscos não financeiros após a introdução da Diretiva UE 2014/95 sobre informações não financeiras. Para compreensão da eficácia da gestão de riscos não financeiros, a 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 UE 2014/95 e focaliza a perspectiva do passado e do presente, em vez da de futuro.

Jamil et al. (2020) identificaram *disclosure* de riscos não financeiros com base na opinião de especialistas em *stakeholders* usando a técnica Delphi. 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 risco não financeiros aumentou no período de 2016 a 2018. Os resultados sugerem que as empresas nesse país de economia em desenvolvimento precisam buscar padrões mais elevados na qualidade do seu *disclosure* de riscos para o benefício do mercado de capitais, embora essa prática venha ganhando força.

Em linhas gerais, as informações divulgadas pelas empresas são cruciais para a sinalização aos *stakeholders* e para a tomada de decisões (Doshi et al., 2013). A teoria do *disclosure* ressalta a importância da comunicação de vieses empresariais, porém, mesmo com a presença de regulamentações, as empresas ainda têm certa discricionariedade na escolha do que e como divulgar (Serra & Lemos, 2020). Na internacionalização, essa flexibilidade regulatória é desafiada, pois as empresas se inserem em mercados com diferentes exigências, expondo-se a riscos que podem impactar retornos e estratégias (Eriksson et al., 2014).

Assim, percebe-se que a internacionalização pode impactar as práticas de *disclosure* de riscos em razão das características dos diferentes mercados nos quais as empresas passam a atuar e com isso assumir riscos inerentes a essa posição. Esse cenário requer 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) dada a atuação internacional.

Linsley e Shrives (2006) analisaram riscos financeiros e não financeiros. Jamil et al. (2020) e Leopizzi et al. (2020) deram maior atenção aos riscos não financeiros. Segundo essa literatura, a categoria de riscos financeiros inclui taxa de juros, taxa de câmbio, *commodities*, risco de crédito e de liquidez, aspectos com frequência tratados nas demonstrações contábeis. Além disso, eles são apresentados predominantemente de modo numérico. Riscos não financeiros têm ao menos cinco subcategorias e mais de 30 aspectos, com divulgação majoritária de modo qualitativo. Isso explica a escolha adotada pela proposição da hipótese apenas para riscos não financeiros.

1.3. Internacionalização, disclosure de riscos não financeiros: evidências anteriores

A literatura documenta diversos estudos que propõem algum tipo de relacionamento entre a internacionalização e o *disclosure*, incluindo o *disclosure* de risco. No geral, esses estudos defendem que a exposição ao mercado externo conduz as empresas a melhorarem sua transparência por causa dos riscos adicionais percebidos pelos investidores no mercado externo. Entre os estudos indicados, estão Alves e Cherobim (2009), Chin et al. (2009), Duarte et al. (2019), Filatotchev et al. (2019), Souza et al. (2011), Stocker e Abib (2019) e Tong e Wei (2014).

Nos estudos como os de Alves e Cherobim (2009) e Souza et al. (2011), a internacionalização está associada à 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 et al. (2011) investigaram empresas exclusivamente do setor financeiro.

Por outro lado, Chin et al. (2009) e Tong e Wei (2014) indicam que a transparência corporativa pode reduzir-se com a internacionalização.

Duarte et al. (2019) contribuem para essa discussão ao relacionar 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* — tipo de certificado que permite à empresa participar do mercado estadunidense mesmo sem abrir capital nele —; receitas derivadas das exportações; e participação estrangeira no capital social. Consta-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 relacionados com os objetivos estratégicos do negócio 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 dos riscos e a diminuição da incerteza em negócios internacionais são complexas de se realizar, pois estão ligadas a diferentes fatores, como normas, valores e regulamentos.

Ademais, Filatotchev et al. (2019) pontuam que as estratégias ou perfis de internacionalização das empresas são associados a informações assimétricas e riscos substanciais, sobretudo quando comparados mercados emergentes (ambiente jurídico e empresarial em desenvolvimento). Isso 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 prática de divulgação de cada empresa.

Diante dos aspectos da gestão de riscos na internacionalização de empresas globais nascidas no Brasil, Stocker e Abib (2019) evidenciam como os riscos são percebidos por gestores no processo de internacionalização, classificados em riscos comercial, intercultural, monetário e país. Identificaram que tais empresas utilizam diferentes ações para mitigar riscos, como planejamento, mercado e construção de cenários. Assim, em síntese, o que se percebe é que

os estudos têm se posicionado de modo convergente sobre uma possível contribuição da internacionalização no *disclosure* de riscos.

A literatura apresentada contesta a ideia de que as informações sobre risco possuem apenas uma classe ou tipo. Além disso, as pesquisas, predominantemente aplicadas em empresas de mercados desenvolvidos, têm reforçado a ideia de que, por meio da internacionalização, o *disclosure* deve variar para mais, especialmente o *disclosure* de risco, haja vista que a inserção internacional põe o negócio em contato com riscos inexistentes em mercados domésticos. Sobre essa questão, delinea-se a hipótese de pesquisa que averigua empresas brasileiras.

1.4. Hipótese da pesquisa

A literatura documentada sugere dois aspectos importantes para a formulação da hipótese de pesquisa. Primeiramente, que a evidenciação de riscos se torna um imperativo para as empresas e que há características ou variáveis organizacionais que podem interferir ou impactar nessa evidenciação (Abraham & Cox, 2007; Cabedo & Tirado, 2004; Deumes & Knechel, 2008; Eriksson et al., 2014; Jamil et al., 2020; Leopizzi et al., 2020; Linsley & Shrivies, 2006). O segundo aspecto a ser destacado é que a internacionalização pode atuar como uma importante característica capaz de afetar a evidenciação de riscos (Alves & Cherobim, 2009; Beretta & Bozzolan, 2004; Chin et al., 2009; Duarte et al., 2019; Filatotchev et al., 2019; Souza et al., 2011; Stocker & Abib, 2019; Tong & Wei, 2014). No geral, pode-se observar que o *disclosure* de riscos cresce com a exposição da empresa internacionalmente.

Visando diferenciar-se das pesquisas prévias e maior acurácia dos resultados, este estudo investigou como se comporta o *disclosure* de riscos não financeiros sob contribuição da internacionalização das empresas na formulação da hipótese. Assim, esta pesquisa posiciona-se à luz da literatura apresentada, que introduz a internacionalização como uma variável que pode interferir nessa prática das empresas. Apoiando-se ainda na teoria do *disclosure*, a inserção internacional deve promover diferenças significativas em termos de evidenciação de riscos, uma vez que são ampliados os *stakeholders* da empresa e os seus mercados de atuação. Conforme a literatura citada,

porém, o *disclosure* de riscos poderia variar de acordo com o perfil de internacionalização da empresa, sugerindo a análise em diferentes perspectivas. Espera-se neste estudo que a internacionalização seja capaz de promover variações no *disclosure* de riscos não financeiros por conta da atuação da empresa em diversos mercados e acesso a investimentos e *stakeholders* externos (Alves & Cherobim, 2009; Beretta & Bozzolan, 2004; Chin et al., 2009; Duarte et al., 2019; Filatotchev et al., 2019; Souza et al., 2011; Stocker & Abib, 2019; Tong & Wei, 2014).

A inserção internacional via diferentes estratégias pode impulsionar mudanças na estrutura das empresas, sendo essas alterações refletidas em práticas de gestão que pretendem, entre outros fins, demonstrar a mitigação dos riscos do negócio causados pela entrada em mercados estrangeiros. Nesse sentido, pode-se prospectar que empresas com diferentes perfis de internacionalização se distinguem quanto à qualidade e extensão do *disclosure* dos riscos não financeiros pelo uso da discricionariedade na forma de divulgação e que a internacionalização pode ser uma força externa atuante nessa prática, mesmo que existam exigências de evidenciação de informações sobre fatores de riscos. Do exposto, considerando o contexto das maiores companhias abertas do Brasil, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa: os diferentes perfis estratégicos de internacionalização da empresa geram diferenças no nível de *disclosure* de riscos não financeiros.

2. MÉTODO DA PESQUISA

2.1. Definição da amostra

A pesquisa é documental e descritiva, com abordagem quantitativa. Os dados foram coletados de fontes secundárias, essencialmente o formulário de referência, documento disponibilizado pelas companhias que compuseram o estudo com a Comissão de Valores Mobiliários e no *website* da bolsa de valores brasileira (Brasil Bolsa Balcão — B3). O formulário de referência reúne informações diversas acerca do emissor, nesse caso a empresa, e tem acesso público, com envio periódico e compulsório.

A população da pesquisa reúne firmas listadas no *ranking* das 100 maiores companhias abertas brasileiras listadas entre as Melhores e Maiores da revis-

ta *Exame* dos anos de 2017 a 2019, últimas edições publicadas até a conclusão da coleta dos dados necessários ao estudo. Assim, os relatórios referem-se ao corte temporal de 2016 a 2018, haja vista que o *ranking* tem como base o ano anterior. Salienta-se que a definição do período de análise também sofre interferência do processo de coleta das variáveis do estudo (internacionalização e *disclosure* de riscos). Isso porque, na obtenção dos dados qualitativos, foi realizada a leitura de 333 documentos das empresas. O estudo de Linsley e Shrivies (2006), como comparativo, analisou os relatórios do ano de 2000 de 79 empresas do Reino Unido.

Considerou-se como critério para compor a amostra a participação em ao menos uma das três listas do *ranking*. Ao todo, 119 empresas diferentes foram identificadas, sendo oito excluídas em razão da falta do formulário de referência no período sob análise: 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.

Assim, 111 companhias constituem a amostra do estudo, participantes de pelo menos um dos *rankings* Melhores e Maiores da revista *Exame* do íterim 2017–2019. Deve-se destacar que cada *ranking* é elaborado com base nos dados consolidados das empresas. Assim, a edição de 2017 tem como base dados de 2016 e assim sucessivamente. Por isso, a amostra inclui dados das empresas do triênio 2016–2018. Cada uma dessas empresas divulgou um formulário de referência para cada ano-base, totalizando 333 formulários de referência lidos e analisados para extração dos dados. Durante esse processo, foi possível estabelecer as medidas das variáveis investigadas: internacionalização e *disclosure* de riscos não financeiros.

2.2. Coleta de dados, variáveis e análises

Recorreu-se à técnica de análise de conteúdo (Bardin, 2011; Beattie et al., 2004; Bowman, 1984; Krippendorff, 2004) por categorias, viabilizando principalmente a mensuração do *disclosure* de riscos não financeiros. Em primeiro lugar, foi estabelecido o perfil de internacionalização da amostra por meio dos indicadores participação estrangeira no capital social, internacionalização de ações, internacionaliza-

ção das receitas e internacionalização dos mercados. Essas quatro estratégias permitem inferir sobre não apenas em que medida ocorre a internacionalização, mas por quais meios/estratégias as empresas atuam. A Tabela 1 esclarece como se deram a operacionalização dos indicadores, a fundamentação e o caminho de coleta dos dados.

Os dados sobre a divulgação de riscos não financeiros foram obtidos da seção 4 do formulário de referência emitido pela empresa naquele ano, denominada “Fatores de risco”. Com a leitura do texto exibido no formulário de referência, procedeu-se à operacionalização da escala proposta por Van Staden e Hooks (2007), escolhida por sua sistematicidade e aplicabilidade ao *disclosure*. A Tabela 2 exhibe o tratamento adotado neste estudo na avaliação do *disclosure* de riscos não financeiros.

De acordo com a Tabela 2, na escala adotada na pesquisa para avaliação do *disclosure* de riscos não financeiros, foram atribuídos os seguintes pesos:

- 0, quando o fator de risco é ausente ou quando a empresa evidencia que não está sujeita ao fator;
- 1, quando a informação sobre o fator é qualitativa e tem pequenos detalhes (em termos gerais);
- 2, quando a informação divulgada é descritiva e tem vários detalhes;
- 3, quando a informação divulgada é quantitativa e apresenta pequenos detalhes (em termos gerais);
- 4, para informações quantitativas divulgadas exaustivamente (com vários detalhes).

Nesse sentido, quanto maior a qualidade da divulgação dos fatores de risco, maior será a pontuação. O resultado é um índice de *disclosure* de riscos não

Tabela 1. Indicadores selecionados para perfilar a internacionalização das empresas.

Variável	Referências	Operacionalização	Fonte de coleta
Participação estrangeira no capital social	Albuquerque Filho et al. (2020), Maia et al. (2013)	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	Almendra et al. (2018), DeGhetto et al. (2020), Santos et al. (2015)	Quantidade de países onde a empresa negocia suas ações	Formulário de referência (item 18.7): negociação em mercados estrangeiros
Internacionalização das receitas	Almendra et al. (2018), Sant’Ana et al. (2022), Santos et al. (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	Almendra et al. (2018), Floriani e Fleury (2012)	Quantidade de países onde a empresa possui instalações	Formulário de referência (item 7.1): descrição — atividades do emissor/controladas

Tabela 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 exaustiva	Informações quantitativas com identificação das fontes de risco Políticas, impacto e/ou probabilidade de risco são evidenciados

Fonte: Van Staden e Hooks (2007).

financeiros para medir a qualidade das informações de riscos não financeiros divulgadas pelas 111 empresas brasileiras da amostra. O índice da qualidade do *disclosure* de riscos não financeiros resulta no total de 124 pontos, com a seguinte distribuição de pontos por subcategoria de riscos não financeiros:

- riscos operacionais: 44;
- riscos de dano: 8;
- riscos de integridade: 12;
- riscos estratégicos: 60.

A lista de verificação desenvolvida foi baseada na revisão da literatura sobre *disclosure* de riscos não financeiros: operacionais, de dano, de integridade e estratégicos (Linsley & Shrivies, 2006; Miihkinen, 2012; Ntim et al., 2013). A Tabela 3 apresenta uma síntese dos fatores de risco estudados e a pontuação por subcategorias dos riscos não financeiros que foram considerados na análise do formulário de referência.

As informações que aludem à divulgação de riscos adotadas na pesquisa se baseiam em Linsley e Shrivies (2006), Miihkinen (2012) e Ntim et al. (2013), já que não foram encontrados estudos com o mesmo nível de detalhamento para a análise do relato de riscos não financeiros em relatórios institucionais. O instrumento reúne 31 fatores de risco distribuídos nas quatro subcategorias de riscos não financeiros. Ele foi usado para a análise do conteúdo da seção 4 do formulário de referência das empresas alusivo aos três anos investigados.

Sobre a confiabilidade do procedimento de coleta via análise de conteúdo, relata-se que três pesquisadores atuaram nessa fase. Dois realizaram coleta independente. Depois, procedeu-se à comparação dos dados coletados desses pesquisadores a fim de verificar o nível de alinhamento. Por último, um terceiro pesquisador fez a verificação das duas coletas anteriores, garantindo assim que os dados apresentassem saídas convergentes. Destaca-se que foram realizadas reuniões no ínterim do período de coleta buscando garantir maior retidão dos dados. No início da coleta, fez-se a coleta conjunta dos três pesquisadores com o intuito de aumentar a acurácia do instrumento.

Propondo-se estabelecer uma visão geral das empresas brasileiras com relação a seus níveis de internacionalização e *disclosure* de riscos não fi-

nanceiros, 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. Foram executados testes de Mann-Whitney com o intuito de comparar o *disclosure* de risco em relação ao perfil de internacionalização. A análise foi realizada segundo cada uma das quatro categorias de riscos não financeiros e total, assumindo-se o índice global de cada companhia ao longo do triênio. A aplicação desse teste se justifica pelo fato de as medidas de *disclosure* de riscos não apontarem aderência à distribuição simétrica ($p < 0,05$). Assim, para os fins do estudo, o teste de Mann-Whitney é o mais robusto e adequado.

Análises adicionais foram realizadas a fim de complementar as evidências deste estudo. Nesse sentido, foram processadas regressões lineares múltiplas com o intuito de produzir resultados acerca do possível efeito da internacionalização no *disclosure* de riscos. Considerou-se, para tanto, a Equação 1:

$$DR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INT_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 IDA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

$DR_{i,t}$: *disclosure* de riscos não financeiros, conforme operacionalização das Tabelas 2 e 3;

$INT_{i,t}$: medida de internacionalização, segundo estabelecido na Tabela 1.

Na análise, foram processados oito modelos, um para cada medida da internacionalização, considerando o valor original e *dummy*. As demais medidas representam controles: tamanho das empresas ($TAM_{i,t}$), rentabilidade ($ROA_{i,t}$), endividamento ($END_{i,t}$) e idade ($IDA_{i,t}$). As estimações com dados em painel por efeitos fixos, após realização dos testes de Chow, LM de Breusch-Pagan e Hausman, permitem ampliar a discussão e oferecer uma contribuição mais consistente ao estudo. Todavia, essa é uma análise complementar, haja vista que o objetivo do estudo contorna a busca por observância de possíveis diferenças entre os grupos de empresas tendo em vista o perfil de internacionalização.

Tabela 3. Fatores de risco por subcategoria de riscos não financeiros.

Divulgação de riscos não financeiros		Qualidade do disclosure (Pontuação)
Fatores de risco		
1.1 Riscos operacionais	1.1.1 Efeitos do <i>marketing</i> negativo (boicote do cliente)	0–4
	1.1.2 Reclamações de terceiros	0–4
	1.1.3 Indisponibilidade repentina de recursos e/ou problemas no abastecimento de matérias-primas	0–4
	1.1.4 Riscos no processo de produção e desenvolvimento de produtos	0–4
	1.1.5 Risco de violação de direitos de propriedade industrial e/ou problemas com sua proteção	0–4
	1.1.6 Risco de falhas na tecnologia da informação e/ou risco cibernético	0–4
	1.1.7 Risco de dependência e/ou indisponibilidade de recursos humanos	0–4
	1.1.8 Risco de danos sociais e ambientais	0–4
	1.1.9 Risco de redução de receita e/ou risco de desconto significativo por causa da obsolescência do estoque	0–4
	1.1.10 Risco de erosão de marcas	0–4
	1.1.11 Risco de saúde e segurança no ambiente de trabalho	0–4
Pontuação máxima da subcategoria 1.1		44
1.2 Riscos de dano	1.2.1 Risco de cobertura insuficiente de seguro	0–4
	1.2.2 Risco de decisões judiciais desfavoráveis (ações judiciais significativas)	0–4
Pontuação máxima da subcategoria 1.2		8
1.3 Riscos de integridade	1.3.1 Ações fraudulentas internas ou externas	0–4
	1.3.2 Impacto negativo na reputação ou imagem da empresa	0–4
	1.3.3 Ocorrência de problemas éticos e corrupção nos negócios	0–4
Pontuação máxima da subcategoria 1.3		12
1.4 Riscos estratégicos	1.4.1 Elevado nível de competitividade e risco de concorrência desleal	0–4
	1.4.2 Risco de mudanças específicas do setor	0–4
	1.4.3 Ocorrência de instabilidades geopolíticas	0–4
	1.4.4 Risco de mudanças regulatórias	0–4
	1.4.5 Risco de mudanças políticas, incluindo na legislação tributária	0–4
	1.4.6 Risco de mudanças econômicas	0–4
	1.4.7 Alterações na taxa de inflação	0–4
	1.4.8 Risco de ocorrência de desastres naturais que afetem o ambiente de negócios	0–4
	1.4.9 Risco de perda de controle sobre fornecedores e/ou risco de dependência de fornecedores	0–4
	1.4.10 Mudanças nas preferências dos clientes	0–4
	1.4.11 Risco de perda do controle sobre os clientes e/ou risco de dependência dos clientes	0–4
	1.4.12 Riscos associados ao lançamento de produtos	0–4
	1.4.13 Riscos associados à preparação e execução de fusões e aquisições	0–4
	1.4.14 Obrigação soberana de riscos políticos	0–4
	1.4.15 Riscos associados à diversificação do portfólio de negócios	0–4
Pontuação máxima da subcategoria 1.4		60
Pontuação total possível		124

Fonte: Elaborada pelos autores com base em Linsley e Shrides (2006), Miihkinen (2012) e Ntim et al. (2013).

3. RESULTADOS

3.1. Apresentação dos resultados

A Tabela 4 traz a 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. Empresas que não têm determinado indicador de internacionalização foram classificadas no grupo “não”; as que possuem o indicador de internacionalização foram classificadas no grupo “sim”.

Por meio das informações da Tabela 4, percebe-se que as maiores empresas de capital aberto do Brasil, em sua maioria, atuam no mercado internacional especialmente por meio da participação estrangeira no capital social. Observa-se que as médias do *disclosure* de riscos não financeiros permaneceram pratica-

mente constantes no triênio. No entanto, pelo nível de detalhamento das divulgações sobre os fatores de risco nas maiores companhias abertas do Brasil, constatou-se que o *disclosure* em si não é uniforme. Ao descrever e divulgar seus riscos não financeiros, as empresas evidenciam-nos de forma predominantemente qualitativa, pois, na escala utilizada, a pontuação da maioria das empresas está em 2 (informação descritiva). Com a valoração do risco, o usuário tem melhor condição de avaliar os impactos na empresa.

Diante disso, a divulgação das informações sobre riscos não financeiros é heterogênea, não havendo um nivelamento quanto à qualidade da evidenciação de informações sobre os fatores de risco não financeiros. 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

Tabela 4. Indicadores de internacionalização × *disclosure* de riscos não financeiros, por ano e no triênio.

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%

de valores fora do Brasil. Vê-se que o indicador menos presente é a internacionalização das receitas, porém o indicador que possui a menor média de *disclosure* de riscos não financeiros representa as empresas que possuem participação estrangeira no capital social.

Diante desses resultados introdutórios, pode-se conjecturar que empresas que não dispõem de determinado indicador de internacionalização possuem menores médias de *disclosure* de riscos não financeiros se comparadas a empresas que têm determinado indicador de internacionalização.

Visando verificar a hipótese de pesquisa, foi realizado o teste de diferenças entre médias. Todos

os resultados obtidos estão evidenciados nas Tabelas 5 a 9. Na primeira análise, a Tabela 5 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 adotam e não adotam as estratégias que definem o perfil de internacionalização investigado. Deve-se ressaltar que essa classificação das empresas segundo a internacionalização permanece em todas as análises subsequentes.

A Tabela 5 evidencia que há diferenças significativas no *disclosure* de riscos não financeiros geral

Tabela 5. Teste de Mann-Whitney: *disclosure* de riscos não financeiros de firmas internacionalizadas e não internacionalizadas.

Internacionalização	Grupos	Total	Média do Rank	Mann-Whitney	Wilcoxon W	Z	Sig
Participação estrangeira no capital	Não	156	152,5	11.557,5	23.803,5	-2,566	0,01***
	Sim	177	179,7				
Internacionalização das ações	Não	170	147,8	10.597,5	25.132,5	-3,712	0,000***
	Sim	163	186,9				
Internacionalização das receitas	Não	220	161,5	11.220	35.530	-1,456	0,146
	Sim	113	177,7				
Internacionalização dos mercados	Não	197	158,9	11.817,5	31.320,5	-1,829	0,067*
	Sim	136	178,6				
Perfil de internacionalização ^a	Não	72	137,1	7.247,5	9.875,5	-2,973	0,003***
	Sim	261	175,2				

*Significante a 10%; ***significante a 1%; ^aempresas internacionalizadas concomitantemente nas quatro estratégias diante das demais empresas.

Tabela 6. Teste de Mann-Whitney: *disclosure* de riscos operacionais de 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	12.875	25.121	-1,066	0,286
	Sim	177	172,2				
Internacionalização das ações	Não	170	167,5	13.761	27.127	-0,107	0,914
	Sim	163	166,4				
Internacionalização das receitas	Não	220	164,8	11.955	36.265	-0,573	0,567
	Sim	113	171,2				
Internacionalização dos mercados	Não	197	164,4	12.888	32.391	-0,59	0,555
	Sim	136	170,7				
Perfil de internacionalização ^a	Não	72	166,9	9.393,5	12.021,5	-0,003	0,997
	Sim	261	167,0				

^aEmpresas internacionalizadas concomitantemente nas quatro estratégias diante das demais empresas.

Tabela 7. Teste de Mann-Whitney: *disclosure* de riscos de dano de 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	12.628,5	28.381,5	-1,428	0,153
	Sim	177	160,3				
Internacionalização das ações	Não	170	162,8	13.150,5	27.685,5	-0,853	0,394
	Sim	163	171,3				
Internacionalização das receitas	Não	220	173,5	10.993	17.434	-1,837	0,066*
	Sim	113	154,2				
Internacionalização dos mercados	Não	197	179,6	10.907	20.223	-3,064	0,002***
	Sim	136	148,7				
Perfil de internacionalização ^a	Não	72	185,7	8.048,5	42.239,5	-1,981	0,048**
	Sim	261	161,8				

*Significante a 10%; **significante a 5%; ***significante a 1%; ^aempresas internacionalizadas concomitantemente nas quatro estratégias diante das demais empresas.

Tabela 8. Teste de Mann-Whitney: *disclosure* de riscos de integridade de firmas internacionalizadas e não internacionalizadas.

Internacionalização	Grupos	Total	Média do Rank	Mann-Whitney	Wilcoxon W	Z	Sig
Participação estrangeira no capital	Não	156	158,7	12.516	24.762	-1,496	0,135
	Sim	177	174,2				
Internacionalização das ações	Não	170	154,1	11.662	26.197	-2,538	0,011*
	Sim	163	180,4				
Internacionalização das receitas	Não	220	168,9	11.998,5	18.439,5	-0,527	0,598
	Sim	113	163,1				
Internacionalização dos mercados	Não	197	164,0	12.822	32.325	-0,676	0,499
	Sim	136	171,2				
Perfil de internacionalização ^a	Não	72	157,7	8.730	11.358	-0,936	0,349
	Sim	261	169,5				

*Significante a 10%; ^aempresas internacionalizadas concomitantemente nas quatro estratégias diante das demais empresas.

Tabela 9. Teste de Mann-Whitney: *disclosure* de riscos estratégicos de 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	10.968	23.214	-3,242	0,001***
	Sim	177	183,0				
Internacionalização das ações	Não	170	137,2	8.803,5	23.338,5	-5,761	0,000***
	Sim	163	197,9				
Internacionalização das receitas	Não	220	155,8	9.973,5	34.283,5	-2,958	0,003***
	Sim	113	188,7				
Internacionalização dos mercados	Não	197	152,7	10.584,5	30.087,5	-3,261	0,001***
	Sim	136	187,6				
Perfil de internacionalização ^a	Não	72	114,8	5.642	8.270	-5,199	0,000***
	Sim	261	181,3				

***Significante a 1%; ^aempresas internacionalizadas concomitantemente nas quatro estratégias diante das demais empresas.

entre os grupos de empresas internacionalizadas e não internacionalizadas. Percebe-se que são as internacionalizadas em cada categoria as que apresentam maior nível de *disclosure* de riscos não financeiros geral. Em uma análise do perfil de internacionalização baseado na média do *rank*, verifica-se que as empresas internacionalizadas, independentemente dos indicadores, têm propensão a divulgar mais informações sobre riscos não financeiros. Dessa forma, pode-se considerar que, pela perspectiva abrangente do nível *disclosure* de riscos não financeiros, a internacionalização parece ser um fator de diferenciação entre as empresas analisadas. Assim, são sustentadas as evidências obtidas pelas pesquisas de Souza et al. (2011), Stocker e Abib (2019) e Tong e Wei (2014).

Com isso, os resultados dos testes de diferença entre médias sugerem que o *disclosure* de riscos não financeiros é afetado 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. Souza et al. (2011) indicam que a internacionalização leva a níveis ótimos de *disclosure*, sugerindo que a inserção internacional qualifica a evidenciação. Stocker e Abib (2019) explicam que a internacionalização eleva o mapeamento de riscos. Para Tong e Wei (2014), as oportunidades externas afetam para mais o *disclosure*. Embora esses trabalhos não discutam a informação sobre os riscos não financeiros, diretamente as empresas sinalizam que o foco informacional são os riscos que surgem no mercado externo.

Foi realizada comparação do nível de *disclosure*, dessa vez, em cada subcategoria de riscos não financeiros das empresas (riscos operacionais, de dano, de integridade e estratégicos), com o objetivo de esclarecer se as diferenças em termos de perfil de internacionalização eram presentes também na natureza do risco evidenciado. A Tabela 6 apresenta os resultados da comparação apenas para o *disclosure* de riscos operacionais.

Os resultados apresentados na Tabela 6 indicam que não existem diferenças significativas no *disclosure* de riscos operacionais entre empresas internacionalizadas e não internacionalizadas em nenhuma das estratégias. Também foram comparadas empresas internacionalizadas nas quatro vias de internaciona-

lização concomitantemente (perfil pleno) em relação às demais, obtendo-se constatação semelhante. Apesar de haver diferenças de divulgação, percebidas na comparação das médias dos *rank*s, elas não são estatisticamente significativas a ponto de serem atribuídas ao mecanismo de inserção da firma no mercado internacional (do capital, das ações, das receitas ou dos mercados). Quanto ao *disclosure* de riscos operacionais, a internacionalização não parece ser um fator de diferenciação das empresas. A Tabela 7 evidencia o comparativo para o *disclosure* de riscos de dano. Esse resultado contrapõe Souza et al. (2011), Stocker e Abib (2019) e Tong e Wei (2014). A evidência deve ser questionada em torno do tipo de risco não financeiro, pois riscos operacionais, pressupõe-se, não devem sofrer mudanças significativas, já que dizem respeito à operação, marca, entre outros, aspectos que não devem mudar substancialmente em razão da internacionalização.

Os resultados evidenciam 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%, e a divulgação de risco de dano é maior nas empresas não internacionalizadas. Ademais, diferentemente do esperado, na internacionalização dos mercados, há uma diferença significativa, ao nível de 1%, ou seja, as empresas domésticas divulgam mais informações relacionadas ao risco de dano do que as que têm instalações em outros países. Na análise do perfil pleno de internacionalização, as empresas não internacionalizadas divulgam mais informações sobre riscos de dano que firmas internacionalizadas.

Riscos de dano remetem a fragilidades como seguro e ações judiciais. É possível que a exigência do mercado internacional em razão da competitividade conduza as empresas a se blindarem contra esses riscos, o que não ocorreria da mesma forma para empresas no mercado nacional. O Brasil tem fragilidades quanto ao *enforcement* e depende de melhorias quanto à governança corporativa. Essa é uma variável associada com a internacionalização em alguns estudos (Ntim et al., 2013; Santos et al., 2015; Serra & Lemos, 2020). Os resultados encontram algum suporte na literatura. Ntim et al. (2013) associam até mesmo

a alta concentração de propriedade, marca do mercado brasileiro, com o baixo nível de divulgação de riscos corporativos.

Apresenta-se, na Tabela 8, a análise com base no *disclosure* de riscos de integridade.

Os resultados apresentados na Tabela 8 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. A divulgação é maior nas firmas internacionalizadas, como estabelece a literatura prévia, contudo destaca-se que ainda não existem muitos estudos que verificaram empiricamente esse relacionamento.

Na internacionalização das ações, há uma diferença significativa. 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 de divulgação das bolsas estrangeiras. Na última avaliação comparativa, a Tabela 9 explana a comparação considerando-se o *disclosure* de riscos estratégicos.

Os resultados da Tabela 9 demonstram que existem diferenças significativas no *disclosure* de riscos estratégicos entre os grupos de empresas internacionalizadas e não internacionalizadas em medidas de internacionalização. Esse resultado encontra suporte na literatura, destacando-se os estudos de Duarte et al. (2019) e Fudaliński (2015). Esses estudos sugerem que a internacionalização acaba aumentando a propensão à divulgação de riscos corporativos, especialmente aqueles atinentes à estratégia, ou seja, à forma de atuação e gestão das companhias. Essa evidência é reforçada pela conexão entre *disclosure* de governança e internacionalização, demonstrada por Duarte et al. (2019). Além disso, Souza et al. (2011), Stocker

e Abib (2019) e Tong e Wei (2014) também reforçam como a internacionalização pode provocar diferenças entre as empresas em termos de *disclosure*.

A Tabela 10 apresenta os resultados consolidados do teste de Mann-Whitney, que comparou o nível de *disclosure* de riscos não financeiros entre empresas internacionalizadas e não internacionalizadas.

A Tabela 10 revela uma diferença significativa nas médias para o *disclosure* de riscos não financeiros em geral. Porém, para o *disclosure* de riscos operacionais, a diferença não foi significativa. Em relação aos riscos de dano, os resultados indicam que não houve diferença significativa para os indicadores de participação estrangeira no capital e internacionalização das ações. Já para o *disclosure* de riscos de integridade, não foi observada diferença significativa quando analisado o indicador de participação estrangeira no capital. Por outro lado, para os riscos estratégicos, a diferença de médias foi significativa, apontando-se que empresas internacionalizadas têm um nível mais elevado de *disclosure* nesses casos.

Para além das análises sobre as diferenças de *disclosure* de riscos não financeiros pela internacionalização, o estudo procedeu a análises que auxiliam na compreensão dos efeitos que a atuação internacional teria no *disclosure*. As estimações processadas com base na Equação 1 demonstraram que um maior nível de internacionalização não necessariamente conduz a um maior nível de *disclosure* de riscos não financeiros. O valor de β_1 não se mostrou estatisticamente significativo com as medidas contínuas. Mas, por outro lado, percebeu-se que ao internacionalizar-se, principalmente por meio do capital, a firma incrementa seu *disclosure* de risco não financeiro. Esse resultado reforça as evidências do teste de médias e ainda possibilita discussão sobre o quão internacionalizadas as empresas devem ser para promover uma mudança em termos de práticas de *disclosure* de risco.

Tabela 10. Resultados consolidados do teste de Mann-Whitney: *disclosure* de riscos de empresas internacionalizadas e não internacionalizadas.

Teste de Mann-Whitney	Diferença de médias
<i>Disclosure</i> de riscos não financeiros	Significativa
<i>Disclosure</i> de riscos operacionais	Não significativa
<i>Disclosure</i> de riscos de dano	Não significativa: participação estrangeira no capital social e internacionalização das ações
<i>Disclosure</i> de riscos de integridade	Não significativa: participação estrangeira no capital social
<i>Disclosure</i> de riscos estratégicos	Significativa

3.2. Síntese dos resultados e discussão

A retomada do questionamento basilar deste estudo deve ser realizada de modo a estabelecer discussões claras que produzam apontamentos práticos na seara da gestão. A principal inferência do estudo, avançando em relação ao que já há produzido na literatura prévia, indica que os diferentes perfis de internacionalização podem interferir nas práticas de *disclosure* de riscos não financeiros. O que se observava antes era um conjunto de resultados que aludia à internacionalização como um fenômeno ou processo único, mas os resultados demonstraram que as empresas avançam ou ainda retrocedem nas diversas formas de internacionalização. Observa-se que a maioria das maiores empresas de capital aberto do Brasil atua em âmbito internacional, especialmente mediante a participação estrangeira no capital social, corroborando Albuquerque et al. (2020), que ainda destacaram esse indicador de internacionalização como algo recente no mercado de capitais brasileiro.

Cabe destacar que, apesar de o *disclosure* de riscos não financeiros se manter quase inalterado ao longo do triênio, o detalhamento das divulgações nas maiores companhias abertas do Brasil mostra que o *disclosure* não é uniforme. Além disso, os resultados indicam a necessidade de seguir as recomendações dos estudos internacionais de Beretta e Bozzolan (2004) e Linsley e Shrivies (2006) de que, quando possível, a empresa mensure os efeitos do risco. Com a valoração do risco, o usuário tem melhor condição de avaliar os impactos na empresa.

Portanto, os resultados são congruentes com os apresentados por Almendra et al. (2018), uma vez que, apesar de a Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários 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 estudadas, ainda se evita realizar relatos sobre riscos ou, ao fazerem, apresentam informações de caráter meramente qualitativo, puramente declarativas.

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. Ademais, adverte-se que, apesar do

aumento das exigências normativas de divulgação sobre os riscos, somadas às pressões institucionais por aumento da divulgação, muitas empresas ainda não reportam informações suficientes nem confiáveis à tomada de decisões, refletindo diretamente na qualidade do *disclosure* de risco, conforme elucidam Serra e Lemos (2020).

Empresas que possuem a melhor média de *disclosure* de riscos não financeiros são as empresas que negociam suas ações em bolsas de valores estrangeiras. Conforme Castro et al. (2015), com a globalização dos negócios, várias empresas brasileiras estão negociando suas ações em diferentes mercados de capitais, visando à maior visibilidade e à melhor capacidade de captação de recursos. Nesse sentido, os autores comentam que isso acarreta adaptação das informações que devem ser divulgadas nos diferentes mercados para atendimento da legislação, podendo ocorrer diferenças quanto ao nível das informações divulgadas (Castro et al., 2015).

Além disso, nota-se que empresas sem nenhum indicador de internacionalização têm médias mais baixas de *disclosure* de riscos não financeiros. Isso pode refletir a resposta à crescente demanda por qualidade e transparência na divulgação de informações, especialmente para firmas que buscam expandir suas operações (Savvides & Savvidou, 2012). Em perspectiva abrangente do nível *disclosure* de riscos não financeiros, a internacionalização parece ser um fator de diferenciação entre as empresas analisadas. Destaca-se que esses achados corroboram o estudo de Jamil et al. (2020), que aponta não haver diretrizes específicas disponíveis para informações de riscos, levando a uma divulgação variada entre empresas e o baixo nível de informações. Como reflexo, a assimetria informacional entre gestão e acionistas crescerá, elevando o custo de capital da empresa.

Além disso, o *disclosure* de riscos não financeiros é afetado em razão das diferentes formas de inserção internacional das empresas. Esse resultado assemelha-se ao que foi apontado por Floriani e Fleury (2012) e Santos et al. (2015), que destacaram que a internacionalização pode influenciar de forma significativa as estruturas dos negócios em razão das imposições competitivas do mercado internacional, que diferem daquelas do país de origem, já que compreendem a adaptação estratégica de recursos e estrutura, além do envolvimento internacional.

De forma mais específica, quanto ao *disclosure* de riscos operacionais, a internacionalização não parece ser um fator de diferenciação das empresas. O resultado distancia-se da conclusão de Alves e Cherobim (2009), que indicou serem as instituições financeiras brasileiras piores nesse tipo de divulgação que as instituições financeiras estrangeiras.

Por outro lado, em linhas gerais, quanto ao *disclosure* de riscos de dano, a internacionalização parece ser um fator de diferenciação entre as empresas. Os riscos de dano, conforme apontado por Miihkinen (2012), tratam de perdas por causa de ações judiciais e cobertura de seguro insuficiente. Então, a maior divulgação de risco de dano nas empresas não internacionalizadas pode ser em função da conjuntura da política interna e da economia de determinado país. A participação em negócios internacionais pode envolver diversos tipos de risco, como os associados à escolha da localização geográfica, à existência de diferentes situações econômicas e aos aspectos políticos e governamentais (Stocker & Abib, 2019).

Ademais, empresas que negociam suas ações em bolsas de valores estrangeiras divulgam mais informações sobre riscos de integridade do que empresas que só negociam suas ações na B3. Isso pode ocorrer por conta dos requisitos de divulgação das outras bolsas. 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. Nas bolsas de valores, geralmente existe forte apelo por uma governança corporativa robusta, o que sugere relação entre a internacionalização e esses requisitos de gestão, o que foi evidenciado nos estudos de Maia et al. (2013) e Santos et al. (2015).

Por fim, firmas internacionalizadas têm divulgado mais informações sobre riscos estratégicos do que as não internacionalizadas. Esse achado corrobora os estudos de Abraham e Cox (2007), Cabedo e Tirado (2004) e Deumes e Knechel (2008), que mostraram que a divulgação dos riscos associados a 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 contribui para melhorar as relações com eles. Isso significa que a entrada das empresas no mercado internacional pode interferir

na forma como as empresas prestam suas informações sobre os riscos não financeiros, demonstrando que o contexto econômico e o de competição devem importar no interesse de gerar informação para os diferentes *stakeholders*. Nesse sentido, esta pesquisa produz evidência que pode servir como incentivo a pesquisas futuras com o intuito de reforçar ou contestar as diferenças entre firmas internacionalizadas e não internacionalizadas.

Esse resultado pode indicar um movimento feito por empresas internacionalizadas rumo à criação de relações mais próximas com seus *stakeholders* e agentes financiadores, algo importante dado o contexto de negócios internacionais.

No caso do *disclosure* de riscos de integridade e operacionais, esses resultados servem como ponto de partida para reflexão e discussão, pois a inexistência de diferenças significativas entre firmas internacionalizadas e não internacionalizadas nessas duas subcategorias do *disclosure* de riscos não financeiros pode indicar que a mudança de cenário nacional para internacional pode não produzir grandes mudanças nessas áreas das empresas. Ou seja, a competição interna já pode ser suficiente para estabelecer algumas estruturas que, no mercado internacional, podem ser o ponto de partida da perspectiva do estabelecimento das empresas no cenário externo. Como o *disclosure* de riscos estratégicos apresentou resultados mais contundentes, pode-se notar alinhamento com o que a literatura traz, mas dando-se destaque para o que pode ser mais crítico para *stakeholders*: os rumos estratégicos e o futuro da empresa na atuação internacional, seja na fase de ingresso, seja na fase de consolidação em mercados internacionais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve como objetivo investigar a divulgação de riscos não financeiros com base no perfil de internacionalização das maiores companhias abertas do Brasil. As métricas de internacionalização foram extraídas do 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 com lastro em documento oficial elaborado e publicado pelas empresas (formulário de referência), foram examinadas quatro subcategorias riscos (operacionais, de dano,

de integridade e estratégicos), adotando-se a classificação segundo a literatura.

Foi feita análise da literatura referente aos dois constructos, a internacionalização de empresas e o *disclosure* de riscos não financeiros, nos âmbitos nacional e internacional. São raros os estudos em países emergente, como o Brasil, sobre a interlocução entre esses temas, especialmente tratando-se de riscos não financeiros. A teoria do *disclosure* fundamenta o problema de pesquisa, visto que se adota como pressuposto que ao divulgar mais informações, por meio dos relatórios institucionais de alta qualidade, as empresas alcançam maior confiança dos investidores e demais *stakeholders*.

Concluiu-se que algumas subcategorias do *disclosure* de riscos não financeiros são afetadas em razão da inserção internacional da empresa. O comportamento do nível de *disclosure* de riscos não financeiros geral indica interferência da internacionalização nas empresas da amostra. Logo, os resultados sugeriram que a hipótese não pode ser rejeitada. Foi possível concluir que a internacionalização pode se apresentar como um fator capaz de interferir na prática de evidencição de riscos não financeiros entre firmas brasileiras. Nesse caso, no geral, a internacionalização tem impulsionado essa divulgação, é o que sugere este estudo.

De maneira pontual, foi identificado que a maioria das maiores empresas de capital aberto do Brasil possui pelo menos uma estratégia de internacionalização (do capital, da presença em bolsas de valores de outros países, das receitas externas e da presença operacional em outros países). Ademais, as médias de *disclosure* de riscos não financeiros das empresas no período de análise tiveram pouca variação. 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 com menor presença internacional têm menores médias de *disclosure* de riscos não financeiros em comparação com empresas mais internacionalizadas.

Como principal 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 a investidores e ao mercado acionário em geral, especial-

mente para empresas de países emergentes como o Brasil e que estejam buscando aportes de recursos internacionais para expandir seus negócios em novos e promissores mercados. Ressalta-se que a divulgação de riscos não financeiros nas empresas foi explorada na pesquisa tanto de forma geral quanto conforme as quatro subcategorias utilizadas, o que permitiu maior nível de detalhamento da análise acerca desses constructos. Para o meio acadêmico, salienta-se ainda a investigação dessa relação em empresas de capital aberto em contexto de país emergente e com poucos estudos sobre as temáticas.

A presente pesquisa decompôs a internacionalização segundo diferentes perfis (capital social, ações, receitas e mercados). Dessa forma, torna-se possível entender como o *disclosure* de riscos não financeiros pode responder a cada um desses tipos de perfil, destacando-se aquele que pode ajudar ou não a contribuir tanto assim para a divulgação de informações sobre riscos não financeiros. Além disso, é possível sublinhar que os *stakeholders* devem estar atentos não apenas ao *disclosure* de riscos geral. O estudo revela que os tipos de risco (operacionais, de dano, de integridade e estratégicos) podem se comportar de modo diferente no espectro da divulgação, e isso tem um interesse prático para os *stakeholders*. A contribuição do estudo reside na demonstração de que as informações que retratam o modo como a empresa se internacionaliza e a categoria do *disclosure* de riscos não financeiros descrita podem ser combinadas de acordo com as intenções dos *stakeholders* ao investigar o negócio.

Adicionalmente, o estudo sugere indicativos de que a internacionalização pode impactar o *disclosure* de riscos não financeiros, mas que o impacto não acompanha o crescimento no nível de internacionalização das empresas. Ele se dá pela inserção internacional, corroborando evidências geradas nos testes de comparação de médias. Estudos futuros devem explorar essa lacuna. Destaca-se uma contribuição teórica pertinente nesta pesquisa, dado o contexto examinado. O estudo adiciona um aspecto a ser observado em novas investigações, que é o relacionamento da internacionalização com as práticas de *disclosure* de risco em economias/mercados emergentes. O comportamento das variáveis observado no presente estudo pode ser próprio, considerando-se estágios de internacionalização. Ocorre que, em mercados mais

evoluídos as competências exigidas podem ser diferentes, o que explicaria, em parte, os resultados obtidos (Floriani & Fleury, 2012). Esse ponto apresenta um avanço na teoria.

Apesar da solidez da proposição da hipótese e do delineamento metodológico utilizado, a presente pesquisa apresenta limitações. A primeira refere-se à população utilizada, a qual foi escolhida de forma intencional, o que impede a generalização irrestrita dos resultados. A segunda diz respeito à dificuldade de utilizar uma métrica para capturar a internacionalização e a qualidade do *disclosure* de riscos, uma vez que não há consenso estabelecido na literatura. Outras pesquisas podem avaliar essas estratégias por meio de diferentes prismas além dos já explorados no trabalho. Por isso, sugere-se que pesquisas futuras explorem outras métricas para internacionalização, com uma possível análise qualitativa, coletando dados de um grupo maior de empresas. Ainda, recomenda-se a investigação dos dois constructos com a ampliação do período de análise, bem como a inclusão de outras características relacionadas à internacionalização (emissão de *American depositary receipts*) e ao uso de técnicas estatísticas mais robustas, como a análise de regressão, para verificar possíveis influências entre as variáveis. Ademais, propõe-se um estudo comparativo considerando empresas de diferentes nacionalidades.

REFERÊNCIAS

- Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39(3), 227-248. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.06.002>
- Albuquerque, A. R. F., Freire, M. M. A., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2020). Influência da internacionalização e da inovação na competitividade empresarial. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 15(1), 1-18. <https://doi.org/10.18568/internext.v15i1.521>
- Almendra, R. S., Vasconcelos, A. C., Silva, R. B., & De Luca, M. M. M. (2018). Internacionalização, risco sistemático e disclosure de riscos em empresas listadas na BM&FBovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(3), 73-91. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i3.38090>
- Alves, C. A. M., & Cherobim, A. P. M. S. (2009). 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*, 10(2), 57-86. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000200004>
- Amezaga-Alonso, M. T., Cilleruelo-Carrasco, E., Zarrabeitia-Bilbao, E., & Ruiz-De-Arbulo-López, P. (2020). Present and future of risk disclosure in Spanish non-financial listed companies. *Revista de Contabilidad*, 23(1), 18-49. <https://doi.org/10.6018/rc-sar.389591>
- Bardin, L. (2011). Análise de conteúdo. São Paulo: Edições 70.
- Beattie, V., McInnes, W., & Fearnley, S. (2004). A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28(3), 205-236. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2004.07.001>
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2004.06.006>
- Bowman, E. H. (1984). Content analysis of annual reports for corporate strategy and risk. *Interfaces*, 14(1), 61-71. <https://www.jstor.org/stable/25060520>
- Cabedo, J. D., & Tirado, J. M. (2004). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*, 28(2), 181-200. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2003.10.002>
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396-455. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9258-3>
- Castro, M. C. C. S., Vieira, L. K., & Pinheiro, L. E. T. (2015). Comparação do *disclosure* de contingências ativas e passivas nas empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa e na NYSE. *Revista de*

- Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 20(2), 49-65. <https://doi.org/10.12979/14459>
- Chin, C. L., Chen, Y. U., & Hsieh, T. J. (2009). International diversification, ownership structure, legal origin, and earnings management: evidence from Taiwan. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(2), 233-262. <https://doi.org/10.1177/0148558X0902400205>
- Comissão de Valores Mobiliários (2009). *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. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>
- DeGhetto, K., Lamont, B. T., & Holmes, R. M. (2020). Safety risk and international investment decisions. *Journal of World Business*, 55(6), 101129. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2020.101129>
- Deumes, R., & Knechel, W. R. (2008). Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems. *Auditing*, 27(1), 35-66. <https://doi.org/10.2308/aud.2008.27.1.35>
- Doshi, A. R., Dowell, G. W. S., & Toffel, M. W. (2013). How firms respond to mandatory information disclosure. *Strategic Management Journal*, 34(10), 1209-1231. <https://doi.org/10.1002/smj.2055>
- Duarte, D. L., Araújo, F. B. B., Peixoto, F. M., & Barboza, F. L. M. (2019). Disclosure de governança corporativa e o nível de internacionalização das empresas no mercado de capitais brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(3), 3-21. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2019120301>
- Eriksson, K., Jonsson, S., Lindbergh, J., & Lindstrand, A. (2014). Modeling firm specific internationalization risk: an application to banks' risk assessment in lending to firms that do international business. *International Business Review*, 23(6), 1074-1085. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.06.011>
- Filatotchev, I., Poulsen, A., & Bell, R. G. (2019). Corporate governance of a multinational enterprise: firm, industry and institutional perspectives. *Journal of Corporate Finance*, 57, 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.02.004>
- Floriani, D. E., & Fleury, M. T. (2012). O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(3), 438-458. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552012000300007>
- Fudaliński, J. (2015). Risk taking propensity and firm internationalization process. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 3(2), 85-104. <https://doi.org/10.15678/EBER.2015.030207>
- Fung, B. (2014). The demand and need for transparency and disclosure in corporate governance. *Universal Journal of Management*, 2(2), 72-80. <https://doi.org/10.13189/ujm.2014.020203>
- Ibrahim, A. E. A., & Hussainey, K. (2019). Developing the narrative risk disclosure measurement. *International Review of Financial Analysis*, 64, 126-144. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.05.006>
- Jamil, A., Hassan, M. S., Salleh, N. M., & Yaakob, R. (2020). Non-financial risk disclosure: from narratives to an index based on Delphi Technique. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 14(10), 2020. <https://doi.org/10.17576/AJAG-2020-14-10>
- Krippendorff, K. (2004). *Content analysis: an introduction to its methodology*. Sage.
- Leopizzi, R., Iazzi, A., Venturelli, A., & Principale, S. (2020). Nonfinancial risk disclosure: the "state of the art" of Italian companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 358-368. <https://doi.org/10.1002/csr.1810>
- Linsley, P. M., & Shrivies, P. J. (2006). Risk reporting: a study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387-404. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2006.05.002>
- Madrigal, M. H., Guzmán, B. A., & Guzmán, C. A. (2015). Determinants of corporate risk disclosure

in large Spanish companies: a snapshot. *Contaduría y Administración*, 60(4), 757-775. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.05.014>

Maia, A. B. G. R., Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. (2013). Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, 8(2), 40-60. <https://doi.org/10.18568/1980-4865.8240-60>

Miihkinen, A. (2012). What drives quality of firm risk disclosure? The impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *International Journal of Accounting*, 47(4), 437-468. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2012.10.005>

Neifar, S., & Jarboui, A. (2018). Corporate governance and operational risk voluntary disclosure: evidence from Islamic banks. *Research in International Business and Finance*, 46, 43-54. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.09.006>

Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). 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*, 30, 363-383. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.07.001>

Passos, L. C., Almendra, R. S., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2017). *Disclosure dos riscos de mercado e o custo de capital de empresas*. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 14(3), 169-184. <https://doi.org/10.4013/base.2017.143.02>

Sant'Ana, R. P., Carvalho, L., & Ribeiro, K. C. S. (2022). Intangibilidade, internacionalização e desempenho: uma análise para empresas brasileiras. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 17(3), 382-397. <https://doi.org/10.18568/internext.v17i3.674>

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*, 8(3), 300-319. <https://doi.org/10.14392/asaa.2015080302>

Savvides, S. C., & Savvidou, N. (2012). Market risk disclosures of banks: a cross-country study. *International Journal of Organizational Analysis*, 20(4), 379-405. <https://doi.org/10.1108/19348831211268599>

Serra, S., & Lemos, K. (2020). A influência da governança corporativa e do auditor na divulgação sobre riscos. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 8(3), 106-124. <https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.2020v8n3.47009>

Soschinski, C. K., Brandt, E., & Klann, R. C. (2019). Internacionalização e práticas de responsabilidade social corporativa em empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(1), 47-64. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2019120103>

Souza, F. C., Murcia, F. D., & Marcon, R. (2011). *Bonding hypothesis: análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil*. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 14(2), 62-81. Retrieved from <https://revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/312>

Steinhauser, V. P. S., & Rocha, A. (2023). How an emerging market firm overcomes liabilities and builds legitimacy in a high-quality institutional environment. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 18(1), 86-103. <https://doi.org/10.18568/internext.v18i1.701>

Stocker, F., & Abib, G. (2019). Risk management in born globals: the case of Brazilian craft breweries. *Brazilian Business Review*, 16(4), 334-349. <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.4.2>

Tavares, F. O., Pacheco, L., & Pires, M. R. (2016). Gestão do risco nas "PME de excelência" portuguesas. *Tourism & Management Studies*, 12(2), 135-144. <https://doi.org/10.18089/tms.2016.12215>

Tong, H., & Wei, S-J. (2014). Does trade globalization induce or inhibit corporate transparency? Unbundling the growth potential and product market competition channels. *Journal of International Economics*, 94(2), 358-370. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2014.08.004>

Van Staden, C. J., & Hooks, J. (2007). A comprehensive comparison of corporate environmental reporting and responsiveness. *The British Accounting Review*, 39(3), 197-210. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.05.004>

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*,

32(1-3), 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

Zonatto, V. C. S., & Beuren, I. M. (2010). Categorias de riscos evidenciadas nos relatórios da administração de empresas brasileiras com ADRs. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(35), 141-155. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v12i35.527>

Como citar este artigo:

Cisne, A. T. C., Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C., & Figueirêdo Junior, H. S. (2025). Internacionalização e *disclosure* de riscos nas maiores companhias abertas do Brasil. *Internext*, 20(1), 34-55. <https://doi.org/10.18568/internext.v20i1.763>