

# DISCLOSURE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O NÍVEL DE INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Denize Lemos Duarte<sup>1</sup>  
Flávia Barbosa de Brito Araújo<sup>2</sup>  
Fernanda Maciel Peixoto<sup>3</sup>  
Flávio Luiz de Moraes Barboza<sup>4</sup>

**Resumo:** Este estudo investiga a relação entre o disclosure e os níveis de internacionalização das empresas brasileiras listadas em bolsa no período de 2015 a 2017. O trabalho envolveu a construção de um índice de disclosure voluntário (IDV) com base em orientações da Organização das Nações Unidas (ONU) e da United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) direcionadas ao mercado brasileiro. O IDV envolveu oito aspectos, tais como estimativas contábeis críticas; conflitos de interesse no conselho de administração; e, disponibilização de relatório anual, enquanto o nível de internacionalização das firmas foi mensurado de três formas (emissões de ADRs, receitas com exportações e participação estrangeira no capital social). O método de análise envolveu regressão com dados em painel visando identificar o impacto da internacionalização sobre o IDV, sendo que tal modelo foi investigado em três momentos distintos: usando toda a amostra e também para duas sub-amostras, uma de empresas internacionalizadas e outra de empresas não internacionalizadas. Como principais resultados, considerando a amostra geral, observou-se que empresas com maior nível de internacionalização apresentam maior nível de disclosure voluntário. Para a sub-amostra de empresas internacionalizadas, encontrou-se uma relação positiva e significativa entre emissão de ADRs, exportações e participação de estrangeiros no capital social com o índice de disclosure construído no trabalho. A partir deste estudo, infere-se que as organizações, sejam nacionais ou multinacionais, deveriam usar as estratégias e mecanismos de disclosure para estruturar e delinear adequadamente seu sistema de informações antes de buscarem consolidar suas estratégias de internacionalização.

**Palavras-chave:** Disclosure; Governança Corporativa; Internacionalização; Empresas Brasileiras; Brasil, Bolsa, Balcão.

<sup>1</sup> denize\_id@hotmail.com - Universidade Federal de Uberlândia - Uberlândia-MG, Brasil. <http://orcid.org/0000-0002-5074-3385>

<sup>2</sup> flaviabbrito@yahoo.com.br - Universidade Federal de Uberlândia - Uberlândia-MG, Brasil. <https://orcid.org/0000-0001-6137-379X>

<sup>3</sup> fmacielpeixoto@gmail.com - Universidade Federal de Uberlândia - Uberlândia-MG, Brasil. <http://orcid.org/0000-0002-0969-7567>

<sup>4</sup> flmbarboza@ufu.br - Universidade Federal de Uberlândia - Uberlândia-MG, Brasil. <https://orcid.org/0000-0002-3449-5297>

DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2019120301>

Artigo submetido em: 20/12/2018. Revisões requeridas em: 18/10/2019. Aceito em: 29/10/2019.

# CORPORATE GOVERNANCE DISCLOSURE AND THE INTERNATIONALIZATION OF COMPANIES IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET

**Abstract:** This study examines the relationship between disclosure and internationalization of Brazilian listed companies from 2015 to 2017. The work involved the construction of a voluntary disclosure index (VDI) based on guidelines of the United Nations (UN) and the United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) aimed at the Brazilian stock market. VDI involves eight aspects, such as critical accounting estimates; conflicts of interest on the board of directors; and, annual report availability, while we measure the internationalization of the firms by three items (ADR issues, export revenues and foreign equity participation). Thus, a panel data regression sought to identify the impact of internationalization on VDI, so that we investigated this model in three scenarios: using the entire sample and also for two sub-samples, first of internationalized companies and other from non-internationalized companies. Considering the general sample, we observed internationalized companies have higher level of voluntary disclosure. For the sub-sample of internationalized companies, there was also a positive and significant relationship between ADR issuance, exports and foreign participation in the capital stock with the disclosure index built in the work. Hence, we inferred that organizations, whether national or multinational, should use disclosure strategies and mechanisms to properly structure and outline their information system before seeking to consolidate their internationalization strategies.

**Palavras-chave:** Disclosure; Corporate governance; Internationalization; Brazilian companies; Brasil, Bolsa, Balcão.

## 1. INTRODUÇÃO

Na última década, a governança corporativa tem assumido um papel crescente nas decisões estratégicas dos negócios. No entanto, o modo pelo qual a governança corporativa influencia nas decisões de internacionalização das firmas em economias emergentes ainda apresenta lacunas a serem pesquisadas (M. Wright, Filatotchev, Hoskisson, & Peng, 2005). Este artigo pretende responder ao seguinte questionamento: o nível de disclosure, que é um dos mecanismos de governança corporativa, influenciou na decisão de internacionalização das firmas brasileiras, no período de 2015 a 2017?

Segundo Lu, Xu e Liu (2009), para compreender a decisão de uma firma por se internacionalizar é importante visualizar a firma inserida em um ambiente institucional. A perspectiva institucional afirma que as escolhas estratégicas das empresas não são apenas dirigidas pelas condições do setor ou pelas capacidades das organizações, mas também são um reflexo das restrições formais e informais da rede institucional e legal que envolve a organização (Lu et al., 2009; Peng, Wang, & Jiang, 2008). Dentro desta perspectiva, alguns estudos defendem que, juntamente com o ambiente institucional, a governança corporativa atua como um antecedente da internacionalização. Isto é, sem um ambiente institucional bem estruturado e sem práticas de governança corporativa bem delineadas nas firmas, a decisão de internacionalização se tornaria mais complexa de ser implementada (Gao, Murray, Kotabe, & Lu, 2010; M. N. Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008).

Em suma, pode-se dizer que, quando se melhoram as práticas de governança corporativa, que por sua vez, reduzem os conflitos de agência, e que são consideradas um antecedente da internacionalização (Gao et al., 2010), isso poderia facilitar a escolha da firma pela internacionalização (Lu et al., 2009). Por fim, segundo Liu e Buck (2007), a internacionalização pode ser um canal para elevar o valor da firma e a performance, assim como ocorre com a governança corporativa.

O processo decisório envolvido na internacionalização é complexo. Quando uma empresa segue por esse caminho, ela se depara com novos desafios em termos de diversidade de culturas, consumidores, concorrentes e reguladores em mercados estrangeiros (Sanders & Carpenter, 1998). Como consequência, a alta gestão da firma passa a necessitar de um maior volume de informações para a tomada de decisão e esse processo acaba elevando a assimetria informacional entre gestores e acionistas, o que aumenta os conflitos de agência (Filatotchev, Dyomina, Wright, & Buck, 2001).

A globalização e a integração entre os mercados nacionais e estrangeiros têm promovido uma maior competitividade entre os países e empresas e levado algumas empresas a buscarem a internacionalização (Deng, 2004). O nível de internacionalização da firma é um importante preditor da complexidade que a organização enfrenta, sendo que a estratégia para se buscar investimento estrangeiro dependerá da capacidade da empresa matriz em lidar com as assimetrias informacionais e possíveis conflitos de agência associados aos empreendimentos no exterior (Filatotchev, Poulsen, & Bell, 2019). Portanto, as decisões estratégicas ligadas a internacionalização irão depender do nível de qualidade das práticas e dos mecanismos de governança, controle interno e gerenciamento de riscos da empresa (Mandzila & Zéghal, 2016; Santos, Vasconcelos, & Luca, 2015).

Ao propor a investigação do disclosure juntamente com a internacionalização, este artigo contribui com a literatura ao pesquisar como um dos mecanismos mais importantes da governança corporativa pode ser um antecedente da internacionalização das firmas. Se uma empresa apresentar transparência em suas informações publicadas, minimizando a assimetria entre insiders e outsiders, pressupõe-se que

ela conseguirá maior êxito em sua estratégia de internacionalização. Segundo Lima e Sanvicente (2013), para economias emergentes, a divulgação de informações é o mecanismo da governança corporativa que mais proporciona redução do custo de capital da firma.

Nesta pesquisa, a variável para disclosure foi construída com base nas recomendações da Organização das Nações Unidas (ONU) direcionadas para o mercado brasileiro, o United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD, 2013). No que tange à internacionalização, adotaram-se três proxies: emissão de ADRs (Samaha & Stapleton, 2009); receitas com exportações (Xiao et al, 2013); e participação de estrangeiros no capital social (Santos et al, 2015).

O índice de disclosure construído especialmente para esta pesquisa envolveu os seguintes aspectos sobre divulgação voluntária: (a) realização de assembleias; (b) estimativas contábeis críticas; (c) transações com partes relacionadas; (d) conflitos de interesse no conselho de administração; (e) disponibilização de relatório anual; (f) políticas socioambientais; (g) estruturas de governança; e (h) fatores de risco do negócio. Para construir o índice de disclosure (IDV), as informações de “a” até “h” foram tratadas de forma aditiva, sem a consideração de pesos.

Neste contexto, a questão que estimulou esta investigação foi: qual a relação entre disclosure e o nível de internacionalização das empresas não financeiras do mercado de capitais brasileiro? Tong e Wei (2014) sugerem que as empresas internacionalizadas podem exibir melhor disclosure. No Brasil, existem muitos estudos que abordam separadamente disclosure e internacionalização, no entanto, há poucos estudos que tratam desses dois temas de forma combinada (Lores et al., 2017; Souza, Murcia, & Marcon, 2011). No cenário internacional foram encontrados os seguintes estudos sobre as duas temáticas: Tong e Wei (2014), Cheung, Jiang e Tan, (2010), Samaha e Stapleton (2009), e, Young e Guenther (2003).

Como principais resultados, este estudo comprovou sua hipótese central – empresas com maior nível de internacionalização, apresentam maior nível de disclosure voluntário. Para a amostra geral, encontrou-se uma relação positiva e significativa entre emissão de ADRs e entre Exportações com o índice de disclosure desenvolvido na pesquisa. Quando se separou a amostra em duas sub-amostras, sendo uma de firmas internacionalizadas e outra de firmas não internacionalizadas, encontrou-se para a primeira amostra que todas as variáveis de internacionalização (ADRs, Exp e CSE) apresentaram relação positiva e significativa com o IDV.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Governança Corporativa e Disclosure

Jensen e Meckling (1976) estudam a Governança Corporativa sob a perspectiva da Teoria da Agência, destacando os conflitos da relação entre o principal e o agente. Tais conflitos exigem mecanismos de controle visando reduzir os custos de agência. Sob a perspectiva da Teoria da Agência há cinco mecanismos de governança corporativa: (a) composição do conselho de administração; (b) estrutura de propriedade e controle; (c) compensação dos gestores; (d) proteção ao acionista minoritário; (e) transparência das informações publicadas ou disclosure. Nesta pesquisa, optou-se por estudar mais a fundo o mecanismo do disclosure. A escolha deste mecanismo se justifica, pois segundo Correia, Amaral e Louvet (2017), a qualidade da governança de uma empresa está diretamente associada à qualidade das suas informações prestadas. Tal mecanismo, quando bem atendido, proporciona maior suporte para a tomada de decisão de investimento, sendo inversamente relacionado aos conflitos de agência das firmas.

Nesse sentido, os mecanismos de disclosure são importantes para reduzir a assimetria das informações entre insiders e outsiders, em busca de melhor eficiência na gestão. Collier (1993) e Mangena e Taurigana

(2008) ressaltam como mecanismos de monitoramento da governança, o Comitê de auditoria, formado com o intuito de controlar a gestão e melhorar a qualidade do fluxo de informações entre os agentes, reduzindo os conflitos de agência. Por sua vez, Elfeky (2017) verificou em seu estudo uma relação positiva entre a abrangência da divulgação voluntária e o tamanho, a rentabilidade e a alavancagem da empresa, os conselheiros independentes e a qualidade na auditoria.

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

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

## 2.2 Internacionalização, Governança Corporativa e Disclosure

Quando uma firma decide se expandir internacionalmente, a natureza dos seus conflitos de agência se torna mais complexa. Empresas multinacionais tendem a ter custos de agência mais altos do que empresas domésticas como resultado da maior dificuldade de monitorar o comportamento dos gestores que atuam fora do país (Wright, Madura, & Wiant, 2002). Além disso, segundo Burgman (1996), os acionistas de empresas multinacionais são mais suscetíveis a falhas de comunicação e de disclosure, o que, em consequência, aumenta o custo de monitoramento dos acionistas.

Segundo Lu, Xu e Liu (2009), há diversos fatores do ambiente institucional da firma que irão impactar em sua decisão de internacionalização, tais como: relações entre governo e mercado; definição de preços no varejo e na indústria; mobilidade de mão de obra; acesso a financiamento; proteção da propriedade intelectual, enforcement legal dos negócios; proteção dos direitos do consumidor, etc. Os autores ainda defendem que o ambiente institucional da firma assim como a governança corporativa atuam como antecedentes da internacionalização, isto é, se a empresa não tiver um ambiente institucional bem estruturado e não contar com práticas de governança corporativa bem delineadas, a decisão de internacionalização se tornaria mais complexa de ser implementada (Peng et al., 2008; Young et al., 2008).

A profissionalização e o desenvolvimento institucional do mercado de capitais e as crescentes exigências informacionais dos investidores, tem transformado a governança corporativa em uma aliança atrativa no processo de internacionalização das organizações (Choi, 1973; Souza et al., 2011). Nesse sentido, a literatura tem buscado compreender essa parceria e tem sinalizado que a governança corporativa possui papel significativo no processo de internacionalização das empresas (Maia, Vasconcelos, & Luca, 2013).

As estratégias de internacionalização estão associadas a informações assimétricas e riscos substanciais, principalmente quando se compara os mercados emergentes, com ambientes jurídicos e empresariais ainda em desenvolvimento. Assim, a internacionalização enfrenta a diversidade dos cenários estratégicos e das decisões que dependem das características de governança e do comportamento na divulgação de cada empresa (Filatotchev et al., 2019). Por esse ângulo, o disclosure voluntário pode melhorar a transparência corporativa, e consequentemente a estratégia de internacionalização (Tong & Wei, 2014).

Nesse sentido, Ball e Brown (1968) enfatizam que a divulgação das informações promove alterações na decisão de investimentos no mercado. Durnev e Kim (2005) analisaram a qualidade das práticas de governança e disclosure, e salientam que empresas com classificações mais altas de governança e transparência são mais valorizadas no mercado de capitais. Por sua vez, Lores et al. (2017) avaliaram a frequência da divulgação de atos e fatos relevantes por 34 organizações, no período de janeiro de 2006 a abril de 2012 no Brasil e constataram que empresas que comercializam ADRs em mercados com altos padrões de GC não apresentam maior disclosure.

Kling e Weitzel (2011) buscaram identificar as características da empresa, os efeitos do setor e os mecanismos de governança corporativa que promovem a internacionalização. Os autores concluíram que a internacionalização de empresas chinesas cria valor para os acionistas e que os mecanismos de governança são importantes, tanto de forma conjunta quanto individual e também que uma estrutura favorável do conselho aliada ao disclosure explicam maiores retornos na internacionalização.

Sob ótica similar, Singh e Gaur (2013) examinaram o impacto da estrutura de governança no nível de inovação da empresa e na internacionalização. Os autores identificaram um efeito positivo da estrutura de propriedade familiar e afiliação de grupos em novos investimentos estrangeiros. Eles identificaram como limitações do estudo que foram analisados somente estrutura de propriedade e afiliação de grupos de negócios, apesar de existirem outras formas de mecanismos de governança.

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

O nível de disclosure é destaque nas pesquisas de Diamond e Verrecchia (1991), seus achados apresentam maior disclosure de informações para as empresas internacionalizadas emissoras de ADRs devido às maiores exigências do mercado internacional. No mercado de capitais americano, as ADRs se dividem em cinco níveis, e cada nível possui uma exigência de transparência e requisitos específicos quanto às normas da Securities and Exchange Commission (SEC), das bolsas locais e ainda dos princípios contábeis de cada país - United States Generally Accepted Accounting Principles (USGAAP) - (Bortoli Filho & Pimenta Junior, 2005).

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

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

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

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

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

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

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

A amostra envolveu 328 empresas, com 65 empresas emissoras de ADR's, 102 empresas exportadoras e 155 firmas com participação do capital social estrangeiro, totalizando 211 empresas internacionalizadas. A análise de dados foi pautada em demonstrativos contábeis das empresas, notas explicativas obtidas por meio do site de Relações com Investidores (RI), nos dados disponíveis no site da B3, em informações publicadas nos Formulários de Referência (FR) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no site do grupo JP.Morgan, no banco de dados Economatica e nos relatórios anuais disponibilizados pelas empresas.

Uma das contribuições desta pesquisa foi a construção de um índice de disclosure voluntário (IDV) com base nas pesquisas de Samaha et al. (2012) e no United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD, 2013). Para definir o IDV, empregaram-se os métodos de Cooke (1989) e Samaha et al. (2012), em que as informações são tratadas de forma binária. A pontuação total do índice foi contemplada de forma aditiva, pressupondo que cada item de divulgação é igualmente importante (Cooke, 1989). A coleta das informações de disclosure se deu por meio da análise de conteúdo aplicada a 8.856 relatórios das empresas, em especial o Formulário de Referência (FR) no site da CVM, sites institucionais das empresas e o site da B3. O Quadro 1 apresenta o Check List para a construção do Índice de Disclosure adaptado deste estudo.

Quadro 1 – Índices de divulgação da GC

Índice de Divulgação de Governança Corporativa		Fonte de coleta
1	Processo para realização de assembleias gerais anuais.	CVM - FR - Item - 12 - Assembleia e Administração - 12.2 Regras, políticas e práticas em assembleias
2	Estimativas contábeis críticas.	CVM - FR - Item - 15 - Comentário dos Diretores - 15.2 Acordos de Acionistas



3	Natureza, tipo e elementos das transações com partes relacionadas.	CVM - FR - Item - 16.2 - Transações partes relacionadas
4	O processo de tomada de decisão para aprovar transações com partes relacionadas.	CVM - FR - Item - 16 - Transações, partes relacionadas - 16.1 Regras, políticas e práticas
5	Procedimento(s) para resolver conflitos de interesse entre os membros do conselho.	CVM - FR - Item - 12 - assembleia e administração - 12.2/3 Regras, políticas e práticas CA
6	Disponibilização de relatório anual.	Site da empresa - Relacionamento com Investidores
7	Impacto da política de responsabilidade ambiental e social na sustentabilidade da firma.	CVM - FR - Item - 7 - Atividades do emissor - 7.8 Políticas socioambientais
8	Estruturas de governança, e mecanismos para prevenir conflitos de interesse.	CVM - FR - Consulta - 12 - Assembleia e administração - 12.12 - Práticas de GC
9	Objetivos, sistema e atividades de gerenciamento de riscos.	CVM - FR - Consulta - 5 - Fatores de risco

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

No que tange à internacionalização, o estudo tem como base as pesquisas de Xiao et al. (2013), Lores et al. (2017) e Santos et al. (2015). Foram selecionadas três variáveis que categorizam os níveis de internacionalização: (1) participação de estrangeiros no capital social (Chetty & Agndal, 2007; Santos et al., 2015); (2) exportações sobre vendas totais (Samaha & Stapleton, 2009; Xiao et al., 2013); e (3) emissão de ADRs em bolsas norte-americanas (Lores et al, 2017; Samaha & Stapleton, 2009). A seguir, o Quadro 2 apresenta as variáveis: dependentes, independentes e de controle que foram usadas neste estudo.

Quadro 2 – Descrição das Variáveis

Sigla	Descrição da Variável	Embasamento teórico	SE
Variável Dependente			
IDV	Índice de Disclosure Voluntário	Samaha et al. (2012); Consoni, Colauto, & Lima (2017)	+
Variáveis independentes			
ADR	Emissão de ADRs - variável dummy, 1 caso a empresa emita ADRs e 0 caso contrário.	Silveira et al. (2008); Santos et al. (2015)	+
EXP	Exportação - proporção de receitas de exportação;	Hassel et al. (2003) e Xiao et al. (2013)	+
CSE	Capital Social Estrangeiro - variável dummy, 1 se houver participação de acionistas estrangeiros no capital social e 0 caso contrário.	Chetty e Agndal (2007); Santos et al. (2015)	+
CON	Concentração de propriedade	Consoni, Colauto, & Lima (2017)	+
TAMCONS	Tamanho do Conselho - número de membros do conselho	Kling & Weitzel (2011); Samaha et al. (2012)	+ -
BIG4	Reputação da Auditoria - variável dummy, se for KPMG, Deloitte, PwC e Ernst & Young assume 1, caso contrário 0.	DeAngelo (1981); Craswell & Taylor (1992); Samaha & Stapleton (2009)	+
DUAL	Dualidade na posição - Variável dummy; 1 se o CEO da empresa serve como presidente do conselho, 0 caso contrário	Kling & Weitzel (2011); Samaha et al. (2012)	-
CA	Comitês de Auditoria - Variável dummy; 1 se existe comitê de auditoria, 0 caso contrário.	DeAngelo (1981); Samaha et al. (2012)	+
Variáveis de controle			
NG	Nível de Governança na B3 - Variável dummy; assume 1 para NM e N2 e valor 0 para N1; T; MA; MA2; BO	Francis, Schipper, & Vicent (2002); Carvalhal-da-Silva & Chien (2013); Lores et al. (2017)	+
LIQ	Liquidez – (A.C. + N.A.C.) / (P.C.+ P.N.C.)	Samaha & Stapleton (2009); Consoni, Colauto, & Lima (2017)	+ -
LIQ	Liquidez – (A.C. + N.A.C.) / (P.C.+ P.N.C.)	Samaha & Stapleton (2009); Consoni, Colauto, & Lima (2017)	+
ALAV	Alavancagem – (Dívida Total / Ativo Total)	Wallace et al. (1995); Kling & Weitzel (2011); Samaha et al. (2012)	+
LNTAM	Tamanho da empresa - logaritmo natural do total de ativos	Watts & Zimmerman (1986); Kling & Weitzel (2011);	+
ROE	Rentabilidade – (Lucro Líquido / Patrimônio Líquido)	Cheung et al. (2010); Kling & Weitzel (2011); Samaha et al. (2012)	+
ROA	Rentabilidade – (Lucro Líquido / Ativo Total)	Cheung et al. (2010); Kling & Weitzel (2011); Singh & Gaur (2013); Xiao et al. (2013) e Consoni, Colauto, & Lima (2017)	+

SE= Sinal Esperado. Fonte: elaborado pelos autores.



A partir das variáveis apresentadas no Quadro 3 e dos estudos sobre disclosure e internacionalização, chegou-se ao seguinte modelo econométrico, conforme equação 1 a seguir

$$IDV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ADR_{it} + \beta_2 EXP_{it} + \beta_3 CSE_{it} + \beta_4 CON_{it} + \beta_5 TAMCONS_{it} + \beta_6 DUAL_{it} + \beta_7 BIG4_{it} + \beta_8 CA_{it} + \beta_9 NG_{it} + \beta_{10} LNTAM_{it} + \beta_{11} ALAV_{it} + \beta_{12} ROA_{it} + \beta_{13} ROE_{it} + \beta_{14} LIQ_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

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

Os dados foram winsorizados ao nível de 2%, para redução dos outliers. Foi realizado o teste Variance Inflation Factor (VIF) para detectar multicolinearidade, que apresentou uma média de 1,60, indicando atender aos pressupostos do teste (VIF médio < 10). Procedeu-se então aos testes de diagnóstico para dados em painel conforme Fávero (2013). O Teste LM de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula para o modelo POLS (Pooled Ordinary Least Squares). Na sequência, utilizou-se o teste F de Chow, para testar se há igualdade de interceptos, sendo então rejeitada a hipótese nula. Esses parâmetros são distintos dos obtidos por modelos de efeitos fixos. Assim sendo, seguiu-se para o Teste de Hausman que auxilia a escolha do modelo proposto entre efeitos fixos ou aleatórios. Os Testes de Wald e Wooldridge, detectaram heterocedasticidade e autocorrelação, que foram corrigidos pelo comando robust do Stata. Os resultados constam na Tabela 2 e 3.

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

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Esta seção apresenta os resultados da análise de regressão com dados em painel que tem por finalidade responder ao objetivo da pesquisa. A Tabela 1 apresenta a descrição das variáveis de interesse utilizadas na análise. Os dados revelam que as empresas da amostra possuem baixa variação em relação ao seu porte médio, medido pelos seus ativos totais. Em relação às receitas com exportações, cabe ressaltar que a média do volume de exportação em relação à receita, quando se considera apenas as empresas exportadoras, o volume é de 32,3%, mas quando são incorporadas todas as empresas da amostra, as exportadoras e as não exportadoras, a média cai consideravelmente para 8,7%.

Tabela 1 – Análise descritiva das variáveis do estudo

Variável	Obs.	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo
ID	984	4,9848	2,1928	0,4399	0,0000	9,0000
Exp	959	0,0866	0,2023	2,3371	0,0000	1,0000
TAMCONS	887	6,3089	2,5769	0,4085	1,0000	16,0000
LNTAM	964	7,2201	2,8281	0,3917	-4,7070	13,8745
ALAV	964	0,2873	0,2614	0,9098	0,0000	1,3428
ROA	964	0,2268	0,7068	3,1168	-0,1320	4,5279
ROE	961	0,4283	0,9830	2,2953	-0,1005	5,5349
LIQ	956	4,1627	14,5149	3,4869	0,0000	94,2209

Fonte: resultados da pesquisa.

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

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

	Todas as empresas		
	Modelo 1 IDV	Modelo 2 IDV	Modelo 3 IDV
ADR	0,6236*** (0,2191)		
Exp		0,8295*** (0,2644)	
CSE			0,0972 (0,1358)
com	0,1230 (0,2472)	0,1448 (0,2439)	0,1050 (0,2442)
TAMCONS	0,0567** (0,0256)	0,0530** (0,0254)	0,0621** (0,0258)
DUAL	-0,1518 (0,1096)	-0,1844 (0,1132)	-0,1473 (0,1108)
BIG4	0,1377 (0,1326)	0,1702 (0,136)	0,1265 (0,1338)
CA	0,4863*** (0,1304)	0,5096*** (0,1304)	0,4945*** (0,1277)
NG	0,1380 (0,1604)	0,1563 (0,17)	0,1701 (0,1672)
LNTAM	0,2959*** (0,037)	0,3135*** (0,0375)	0,3230*** (0,0376)
ALAV	-0,2448 (0,2573)	-0,3033 (0,2599)	-0,2539 (0,2599)
ROA	-0,2392* (0,138)	-0,1949 (0,148)	-0,2094 (0,1389)
ROE	0,0516 (0,0468)	0,0496 (0,0474)	0,0498 (0,047)
LIQ	-0,0020 (0,0029)	-0,0018 (0,0028)	-0,0017 (0,0029)
N	875	859	875
R2	0,5367	0,5388	0,5316
Teste VIF	1,66	1,64	1,63
Teste LM de Breusch-Pagan	471,96 0,0000	463,87 0,0000	472,36 0,0000
Teste F de Chow	4,89 0,0000	4,85 0,0000	4,54 0,0000
Teste Hausman	34,26 0,0011	102,56 0,0000	73,29 0,0000

Teste de Wald	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Woodridge	44,307	42,694	44,816
	0,0000	0,0000	0,0000

Notas: (1) \*, \*\*, \*\*\* indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente. (2) os valores de Erro-Padrão dos coeficientes estão entre parênteses. (3) Os testes apresentam as respectivas significâncias logo abaixo do valor auferido, exceto o Teste de Wald que mostra a própria significância.

Fonte: resultados da pesquisa.

Analisando a amostra geral (Tabela 2), que inclui empresas internacionalizadas e não internacionalizadas, observou-se que as firmas que possuem maiores receitas com exportação assumem um maior índice de disclosure voluntário. Esses resultados sugerem que as empresas exportadoras possuem maior divulgação, corroborando com Zarzeski (1996) ao mencionar que as empresas adotam um nível maior de divulgação para atender a demanda relacionada ao atendimento das informações para crescimento de vendas no exterior.

Observa-se também na Tabela 2 que as firmas que emitem ADRs em bolsas norte-americanas apresentam um maior IDV. Este resultado era esperado, dado que as empresas que tem acesso aos mercados de ações internacionais se submetem à maiores exigências em termos de informações e de proteção aos investidores minoritários. Correia et al (2007), em seus testes de comparação de médias, encontraram associação positiva entre emissão de ADRs e a qualidade dos lucros publicados.

Em relação ao CSE, a variável não se mostrou significativa, o que contradiz com os resultados encontrados por Bokpin e Isshaq (2009), que afirmam que quanto maior a proporção de capital estrangeiro (CSE) menor seria o nível de divulgação. Por sua vez, este estudo concluiu que o conselho de administração maior e o tamanho da firma se mostraram positivamente relacionados com o índice de disclosure, ou seja, estes mecanismos de GC melhoram o fluxo de informações entre os principais e os agentes, o que corrobora com os estudos de Al-Janadi et al. (2013).

No que se refere aos mecanismos de governança corporativa, os estudos de Eng e Mak (2003), Barako et al. (2006), destacam que quanto maior o tamanho do conselho mais as empresas são propensas a divulgar informações. O presente estudo comprovou estes trabalhos dada a relação positiva encontrada entre tamanho do conselho e IDV. Dessa forma, pode-se inferir que um conselho de administração maior, com maior variedade de experiências poderá garantir maior qualidade do monitoramento da gestão e do processo decisório, adotando mecanismos e práticas para direcionar o comportamento dos administradores. Por outro lado, contradiz os estudos de Samaha et al. (2012) e Elfeky (2017) que não encontraram significância estatística para esta variável.

A variável relacionada as ferramentas de monitoramento como o comitê de auditoria, indica que o aumento no nível de disclosure é capaz de minimizar os custos de agência. Para a relação entre comitê de auditoria e disclosure, este estudo apresenta relação positiva e significativa para os três modelos, corroborando com Barako et al. (2006) e Samaha e Dahawy (2011), contrariando os estudos de Al-Janadi et al. (2013) e Samaha et al. (2012), que não obtiveram significância para este mecanismo. Dessa forma, sugere-se que a existência dos comitês de auditoria traz eficiência no monitoramento da gestão, sendo um importante mecanismo de controle interno, conduzindo a melhores práticas, padronização de processos, criação e formalização de políticas, e conseqüentemente, para uma maior divulgação de informações voluntárias.

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

Para as empresas internacionalizadas, verifica-se que para as três dimensões tratadas neste estudo, as empresas internacionalizadas apresentaram associação positiva em relação ao índice de disclosure,

ou seja, possuem maior nível de divulgação voluntária. A maior significância encontrada para a variável emissão de ADRs como forma de internacionalização pode indicar que as empresas buscam se adequar as exigências, princípios, regulações e normas de divulgação determinadas pelo mercado internacional, e como consequência, isso eleva seu IDV.

No que se refere aos níveis de governança, as firmas emissoras de ADRs priorizam os segmentos de governança estabelecidos como regras diferenciadas de maior qualidade e transparência de informações oferecidas aos acionistas. Nesse sentido, o fato da firma estar listada nos Níveis 2 e Novo Mercado de GC, contribui para elevação do disclosure voluntário corroborando com os achados de Lores et al. (2017), demonstrando a influência do ambiente institucional e regulatório sobre o ato de fornecer informações.

Xiao et al. (2013) discorrem que exportar é o método mais utilizado das firmas como porta de entrada à internacionalização, esta variável apresentou associação significativa e positiva em relação ao disclosure, indicando um maior nível de exigência dos mercados importadores em relação a divulgação de informações das empresas fornecedoras. Esta situação esclarece que uma maior divulgação, aumenta a transparência e reduz a assimetria informacional, fortalecendo a relação e aumentando a confiança na parceria comercial.

Em relação aos mecanismos de governança corporativa, os resultados apontam que as empresas internacionalizadas buscam melhorar suas práticas, no que diz respeito a transparência e divulgação, a fim de atrair mais investidores e transmitir maior segurança e equidade ao mercado.

De acordo com os resultados, não se pode rejeitar a hipótese central do estudo, que elucida que empresas internacionalizadas apresentam maior nível de disclosure voluntário. Este resultado corrobora Choi (1973), que ressalta que os investidores externos exigem maiores informações do mercado doméstico (não internacionalizado). O autor também destaca outros requisitos básicos como, manter-se na concorrência, reduzir as barreiras da internacionalização e aumentar as oportunidades de crescimento.

Nos Modelos 1, 2 e 3, a variável tamanho da firma apresentou relação significativa e positiva com o IDV, demonstrando que quanto maior a empresa maior é o nível de divulgação voluntária, o que corrobora os trabalhos Samaha e Stapleton (2009) e Consoni, Colauto e Lima (2017).

O comitê de auditoria apresenta relações distintas ao analisar as sub-amostras. Para as empresas não internacionalizadas, as variáveis apresentaram significâncias positivas nos três modelos. Já nas empresas internacionalizadas, a relação entre o índice de disclosure muda de acordo com a variável do modelo, porém mostrou-se significativa em todas. Destaca-se que o comitê de auditoria tem maior influência na amostra cuja variável independente é a exportação, do que nos modelos que incluem ADRs e CSE. Este comitê representa uma ferramenta importante para monitorar os conflitos de agência, reduzir a assimetria informacional, corroborando com as pesquisas de Samaha et al. (2015) que analisou empresas internacionalizadas e Barako et al. (2006), Silveira e Barros (2008) e Samaha e Dahawy (2011) que pesquisaram firmas não internacionalizadas.

No Modelo 1, percebe-se que há uma relação distinta entre a reputação da auditoria e a divulgação voluntária, isto é, as firmas internacionalizadas emissoras de ADRs auditadas pelas grandes empresas de auditoria apresentaram um menor disclosure, enquanto as empresas não internacionalizadas do modelo 1, que não emitem ADRs valorizam as Big4. Samaha e Dahawy (2011) não encontraram significância nesta relação.

Para o Modelo 2 de empresas não exportadoras, verificou-se que o tamanho do conselho de administração está associado positivamente com o índice de disclosure, conforme os estudos de Samaha et al. (2015), contrariando os estudos de Kling e Weitzel et al. (2011) que não encontraram qualquer

significância. Por outro lado, as empresas internacionalizadas que emitem ADRs e que possuem Capital social estrangeiro apontaram que quanto maior o tamanho do conselho maior a divulgação.

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

	Não Internacionalizadas			Internacionalizadas		
	Modelo 1 (ADR)	Modelo 2 (Exp)	Modelo 3 (CSE)	Modelo 1 (ADR)	Modelo 2 (Exp)	Modelo 3 (CSE)
ADR	0,0000			3,2878***		
	(0)			(0,8913)		
Exp		0,0000			1,0017***	
		(0)			(0,3515)	
CSE			0,0000			1,6670***
			(0)			(0,6325)
com	0,1010	0,2710	-0,0001	0,3184	0,1018	0,3005
	(0,2696)	(0,306)	(0,3231)	(0,6801)	(0,3103)	(0,378)
TAMCONS	0,0292	0,0760**	0,0400	0,1033**	0,0210	0,0770**
	(0,0286)	(0,0304)	(0,0317)	(0,0505)	(0,0483)	(0,0354)
DUAL	-0,1739	-0,1760	-0,1605	-0,1024	-0,0316	-0,0944
	(0,1101)	(0,1161)	(0,1275)	(0,2336)	(0,4408)	(0,1823)
BIG4	0,2756*	0,1842	0,1453	-0,4481*	0,0493	0,0575
	(0,1497)	(0,1551)	(0,1889)	(0,2516)	(0,28)	(0,1842)
CA	0,4220***	0,4904***	0,5563***	0,4796*	0,6554***	0,2878**
	(0,1336)	(0,1566)	(0,178)	(0,261)	(0,2458)	(0,1281)
NG	0,3855*	0,2948	0,2975	-0,5820*	-0,1098	-0,1005
	(0,1991)	(0,1992)	(0,253)	(0,3281)	(0,2815)	(0,2254)
LNTAM	0,2673***	0,2726***	0,2875***	0,3452***	0,5144***	0,4185***
	(0,0406)	(0,0408)	(0,0535)	(0,0731)	(0,0649)	(0,0562)
ALAV	-0,2681	-0,2407	-0,1390	-0,5223	-0,0985	-0,1549
	(0,2571)	(0,2886)	(0,1979)	(1,4343)	(0,418)	(0,5428)
ROA	-0,2076	-0,2609*	-0,0175	-0,8630**	-0,4287	-0,4638**
	(0,1495)	(0,1489)	(0,1026)	(0,4079)	(0,5109)	(0,185)
ROE	0,0454	0,0749	-0,0020	-0,0663	0,0213	0,1082
	(0,0488)	(0,0735)	(0,0328)	(0,2084)	(0,0281)	(0,0863)
LIQ	-0,0025	-0,0019	-0,0042*	-0,0951	-0,0284	0,0034
	(0,0026)	(0,0029)	(0,0025)	(0,1432)	(0,0663)	(0,0049)
N	701	632	519	174	243	356
rmse	0,5568	0,6002	0,4941	0,6403	0,4781	0,5828
R2	0,4831	0,5393	0,4921	0,4570	0,5232	0,5529
Teste VIF	1,66	1,78	1,66	1,50	1,47	1,66
T. LM Breusch-Pagan	405,30	307,71	257,96	405,30	124,49	472,36
	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste F de Chow	3,96	4,14	1,66	2,09	1,64	4,82
	0,0000	0,0000	0,0822	0,0271	0,0879	0,0000
Teste de Hausman	85,78	115,92	67,74	15,15	11,73	52,49
	0,0000	0,0000	0,0000	0,2981	0,6278	0,0000
Teste de Wald	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Woodridge	35,924	28,123	14,695	11,190	21,470	37,604
	0,0000	0,0000	0,0002	0,0015	0,0000	0,0000

Notas: (1) \*, \*\*, \*\*\* indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente. (2) os valores de Erro-Padrão dos coeficientes estão entre parênteses. (3) Os testes apresentam as respectivas significâncias logo abaixo do valor auferido, exceto o Teste de Wald que mostra a própria significância.

Fonte: resultados da pesquisa.

Em suma, para ambas as sub-amostras, as variáveis mais importantes são relacionadas ao monitoramento e governança corporativa das firmas como o comitê de auditoria seguidas do tamanho do conselho de administração (relação positiva com o IDV), a rentabilidade sobre os ativos (relação inversa) e as Big4 para amostras internacionalizadas (que emitem ADRs) e não internacionalizadas (Não emitem ADRs). Outro ponto de destaque é a confirmação da hipótese de que as empresas internacionalizadas apresentam maior nível de divulgação voluntária.

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

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa investigou a relação entre disclosure e internacionalização das empresas brasileiras no período de 2015 a 2017. Para medir o disclosure, foi construído um índice de disclosure voluntário (IDV) com base na UNCTAD (2013) envolvendo oito aspectos, dentre eles: estimativas contábeis críticas; conflitos de interesse no conselho de administração; disponibilização de relatório anual; fatores de risco do negócio. O índice IDV especialmente desenvolvido para esta pesquisa envolveu um exaustivo trabalho de coleta de dados e buscou refletir os problemas de agência da realidade brasileira. Para medir a internacionalização foram adotadas três proxies: emissão de ADRs, exportações e participação de estrangeiros no capital social.

O procedimento metodológico envolveu regressão com dados em painel, sendo segmentada em três momentos distintos: - regressão da amostra geral; - regressão da sub-amostra de empresas internacionalizadas; - regressão da sub-amostra de empresas não internacionalizadas; totalizando 9 (nove) regressões.

No geral, os resultados da pesquisa foram fortemente consistentes com o esperado. Dessa forma, não se pode rejeitar a hipótese central do estudo, que elucida que empresas com maior nível de internacionalização apresentam maior nível de disclosure voluntário.

Na primeira etapa das regressões (amostra geral), os resultados apontaram que as empresas que emitem ADRs e possuem vendas decorrentes de exportação apresentam maior índice de divulgação voluntária, comprovando a necessidade de transparência aos investidores. Na segunda etapa (regressão das sub-amostras), os resultados da amostra de empresas internacionalizadas destacam que, independente da proxy de internacionalização adotada, há relação positiva entre a mesma e a divulgação das informações, o que mostra a relevância das três métricas quando estão relacionados com a divulgação voluntária.

Em síntese, as relações mais importantes encontradas neste estudo foram: comitê de auditoria (relação positiva com IDV), o tamanho do conselho (relação positiva com IDV), rentabilidade dos ativos

(relação inversa) e as Big4 para empresas não internacionalizadas (relação positiva) e internacionalizadas (Relação negativa) que emitem ADRs. Ademais, o fato de pertencer aos maiores níveis de governança da bolsa promove elevação do índice de disclosure das firmas não internacionalizadas (Modelo 1) e uma relação inversa para as empresas internacionalizadas, o que pode indicar que os mecanismos de governança corporativa geram impactos diferentes na divulgação de firmas internacionalizadas e não internacionalizadas.

As descobertas desta pesquisa trouxeram importantes implicações práticas e contribuições para investidores e empresas de capital aberto que utilizam de diferentes estratégias para internacionalização e que buscam compreender qual a relação destas com a divulgação de informações de qualidade.

O disclosure voluntário proporciona uma visão mais ampla das atividades sociais e informações estratégicas das organizações, possibilitando a criação de um ambiente de investimentos mais atraente, através da transparência, confiabilidade para a tomada de decisões e compromisso frente à sociedade/mercados, preservação do meio ambiente e desenvolvimento sustentável.

Esta pesquisa oferece grandes contribuições para acadêmicos, profissionais que atuam no mercado de capitais e reguladores. O tema Disclosure tem se tornado um relevante tópico em muitos estudos (Francis et al., 2002; Samaha & Dahawy, 2015; Sun, 2016). Ao aliar as duas temáticas – Disclosure e Internacionalização – algo inovador, pois poucos foram os estudos encontrados nesse sentido, este estudo contribui para melhorar a compreensão dos aspectos comuns e multidisciplinares que tangenciam a transparência e a internacionalização.

Ao mudar de perspectiva e visualizar os mecanismos de disclosure como antecedentes da internacionalização, as empresas brasileiras e estrangeiras passam a ter em mãos uma importante ferramenta que facilitará a preparação para sua expansão internacional. Dado que este estudo comprovou sua principal hipótese e encontrou relação positiva entre disclosure e internacionalização, infere-se que as firmas, sejam nacionais ou estrangeiras, sejam de capital aberto ou fechado deveriam usar as estratégias e mecanismos de disclosure para estruturar e delinear bem seu sistema de informações antes de buscarem estratégias de internacionalização.

Apresentam-se como limitações deste trabalho a dificuldade de estender o estudo para um horizonte temporal maior, dado o intenso trabalho manual para coleta de dados e construção do índice de disclosure. Sugere-se para estudos futuros, a análise de disclosure utilizando o guia completo da UNCTAD (2013) para períodos maiores que os três anos tratados nesta pesquisa. O mercado de capitais brasileiro ainda está em desenvolvimento e traz grandes oportunidades de pesquisas sobre o ambiente institucional e regulatório, em especial quando se trata do tema divulgação de informações.

## REFERÊNCIAS

Al-Janadi, Y., Rahman, R. A., & Haj Omar, N. (2013). Corporate Governance Mechanisms and Voluntary Disclosure in Saudi Arabia. In *Research Journal of Finance and Accounting* (Vol. 4). Retrieved from Online website: [www.iiste.org](http://www.iiste.org)

Alhazaimeh, A., Palaniappan, R., & Almsafir, M. (2014). The Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Voluntary Disclosure in Annual Reports among Listed Jordanian Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 129, 341–348. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.03.686>

Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *J. of Acc. Research*, 6(2), 158–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>



- Barako, D. G., Hancock, P., & Iza, H. Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: An Int. Review*, 14(2), 107–125. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00491.x>
- Biobele, B. S., Igbo, I. E., & John, E. F. (2013). The Significance of International Corporate Governance Disclosure on Financial Reporting in Nigeria. *Int. J. of Business and Management*, 8(8). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n8p100>
- Bokpin, G. A., & Isshaq, Z. (2009). Corporate governance, disclosure and foreign share ownership on the Ghana Stock Exchange. *Managerial Auditing Journal*, 24(7), 688–703. <https://doi.org/10.1108/02686900910975387>
- Bortoli Filho, J. I., & Pimenta Junior, T. (2005). Dupla listagem internacional: a emissão de ADRs de empresas brasileiras e seus impactos no comportamento das ações. *Revista de Administração - RAUSP*, 40(2), 184–192.
- Burgman, T. A. (1996). An empirical examination of multinational corporate capital structure. *Journal of International Business Studies*, 27(3), 553–570. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490143>
- Campos, A. L. S., & Nakamura, W. T. (2015). Rebalanceamento da Estrutura de Capital: Endividamento Setorial e Folga Financeira. *Rev. de Adm. Contem- porânea*, 19(spe), 20–37. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151789>
- Carvalho-da-Silva, A. L., & Chien, A. C. Y. (2013). Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(4), 481–502.
- Chetty, S., & Agndal, H. (2007). Social capital and its influence on changes in internationalization mode among small and medium-sized enterprises. *Journal of Int. Marketing*, Vol. 15, pp. 1–29. <https://doi.org/10.1509/jimk.15.1.001>
- Cheung, Y. L., Jiang, P., & Tan, W. (2010). A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(3), 259–280. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.02.001>
- Choi, F. D. S. (1973). Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market. *Journal of Accounting Research*, 11(2), 159. <https://doi.org/10.2307/2490187>
- Collier, P. (1993). Factors Affecting the Formation of Audit Committees in Major UK Listed Companies. *Accounting and Business Research*, 23(sup1), 421–430. <https://doi.org/10.1080/00014788.1993.9729909>
- Consoni, S., Colauto, R. D., & De Lima, G. A. S. F. (2017). Voluntary disclosure and earnings management: Evidence from the Brazilian capital market. *Rev. Cont. e Finanças*, 28(74), 249–263. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703360>
- Cooke, T. E. (1989). Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies. *Accounting and Business Research*, 19(74), 113–124. <https://doi.org/10.1080/00014788.1989.9728841>
- Core, J. E. (2001). A review of the empirical disclosure literature: Discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 441–456. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00036-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00036-2)
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2017). Governança Corporativa e Earnings Management em Empresas Negociadas na BM&FBOVESPA. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(2), 1–29.
- Craswell, A. T., & Taylor, S. L. (1992). DISCRETIONARY DISCLOSURE OF RESERVES BY OIL AND GAS COMPANIES: AN ECONOMIC ANALYSIS. *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(2), 295–308. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1992.tb00626.x>
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183–199. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)

Deng, P. (2004). Outward investment by Chinese MNCs: Motivations and implications. *Business Horizons*, 47(3), 8–16. [https://doi.org/10.1016/S0007-6813\(04\)00023-0](https://doi.org/10.1016/S0007-6813(04)00023-0)

Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>

Elfeky, M. I. (2017). The extent of voluntary disclosure and its determinants in emerging markets: Evidence from Egypt. *The Journal of Finance and Data Science*, 3(1–4), 45–59. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2017.09.005>

Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325–345. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(03\)00037-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(03)00037-1)

Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *BBR: Brazilian Business Review*, 10(1), 131–156.

Filatotchev, I., Dyomina, N., Wright, M., & Buck, T. (2001). Effects of post-privatization governance and strategies on export intensity in the former Soviet union. *Journal of International Business Studies*, 32(4), 853–871. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490997>

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>

Forker, J. J. (1992). Corporate Governance and Disclosure Quality. *Accounting and Business Research*, 22(86), 111–124. <https://doi.org/10.1080/00014788.1992.9729426>

Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2002). Expanded disclosures and the increased usefulness of earnings announcements. *Accounting Review*, Vol. 77, pp. 515–546. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.3.515>

Gao, G. Y., Murray, J. Y., Kotabe, M., & Lu, J. (2010). A “strategy tripod” perspective on export behaviors: Evidence from domestic and foreign firms based in an emerging economy. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 377–396. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.27>

Hassel, A., Höpner, M., Kurdelbusch, A., Rehder, B., & Zugehör, R. (2003). Two dimensions of the internationalization of firms. *Journal of Management Studies*, 40(3), 705–723. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00357>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)

Kling, G., & Weitzel, U. (2011). The internationalization of Chinese companies: Firm characteristics, industry effects and corporate governance. *Research in International Business and Finance*, 25(3), 357–372. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2011.03.002>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). LA PORTA, et al (2000). Investor Protection.pdf. *Journal of Financial Economics*, 58, 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

Lima, B. F., & Sanvicente, A. Z. (2013). Quality of Corporate Governance and Cost of Equity in Brazil. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(1), 72–80. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2013.12008.x>

Liu, X., & Buck, T. (2007). Innovation performance and channels for international technology spillovers: Evidence from Chinese high-tech industries. *Research Policy*, 36(3), 355–366. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2006.12.003>

Lores, L. L., Gonçalves, C. A., & Pardini, D. J. (2017). Disclosure of Relevant Acts or Facts: A Study of Brazilian Companies Issuing American Deposit Receipts Adrs at American Stock Exchanges. *Archives of Business Research*, 5(1), 135–148. <https://doi.org/10.14738/abr.51.2319>

Lu, J., Xu, B., & Liu, X. (2009). The effects of corporate governance and institutional environments on export behaviour in emerging economies evidence from China. *Management International Review*, 49(4), 455–478. <https://doi.org/10.1007/s11575-009-0004-9>

Maia, B. G. R., Vasconcelos, A. C. de, & Luca, A. M. M. M. De. (2013). Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. *Internext*, 8(2), 40–60.

Mandzila, E. E. W., & Zéghal, D. (2016). Content analysis of board reports on corporate governance, internal controls and risk management: Evidence from France. *Journal of Applied Business Research*, 32(3), 637–648. <https://doi.org/10.19030/jabr.v32i3.9668>

Mangena, M., & Taurigana, V. (2008). Audit Committees and Voluntary External Auditor Involvement in UK Interim Reporting. *International Journal of Auditing*, 12(1), 45–63. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2008.00369.x>

Peng, M. W., Wang, D. Y. L., & Jiang, Y. (2008). An institution-based view of international business strategy: A focus on emerging economies. *J. of Int. Bus. Studies*, 39(5), 920–936. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400377>

Samaha, K., & Dahawy, K. (2011). An empirical analysis of corporate governance structures and voluntary corporate disclosure in volatile capital markets: The Egyptian experience. *Int. Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 7(1–2), 61–93. <https://doi.org/10.1504/IJAAPE.2011.037726>

Samaha, K., & Dahawy, K. (2015). Research in Accounting in Emerging Economies Article information : Research in Accounting in Emerging Economies, 10, 87–118. [https://doi.org/10.1108/S1479-3563\(2010\)0000010009](https://doi.org/10.1108/S1479-3563(2010)0000010009)

Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K., & Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting*, 28(1), 168–178. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2011.12.001>

Samaha, K., Khlif, H., & Hussainey, K. (2015). The impact of board and audit committee characteristics on voluntary disclosure: A meta-analysis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24, 13–28. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2014.11.001>

Samaha, K., & Stapleton, P. (2009). Firm-specific determinants of the extent of compliance with international accounting standards in the corporate annual reports of companies listed on the Egyptian stock exchange: A positive accounting approach. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 1(3), 266–294. <https://doi.org/10.1504/AJFA.2009.024302>

Sanders, W. G., & Carpenter, M. A. (1998). Internationalization and Firm Governance: The Roles of CEO Compensation, Top Team Composition, and Board Structure. *Academy of Management Journal*, 41(2), 158–178. <https://doi.org/10.5465/257100>

Santos, J. G. C. dos, Vasconcelos, A. C. de, & Luca, M. M. M. De. (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. Retrieved from <http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/199>

Silveira, A. D. M. da, & Barros, L. A. B. de C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *REAd: Revista Eletrônica de Administração*, 14(3).

Singh, D. A., & Gaur, A. S. (2013). Governance structure, innovation and internationalization: Evidence from India. *Journal of International Management*, 19(3), 300–309. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2013.03.006>

Souza, F. C. de, Murcia, F. D.-R., & 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://www.revistacgg.org/contabil/article/view/312>

Sun, Y. (2016). Internal Control Weakness Disclosure and Firm Investment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 31(2), 277–307. <https://doi.org/10.1177/0148558X15598027>

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>

UNCTAD, U. N. C. on T. and D. (2013). Review of the Implementation Status of Corporate Governance Disclosures: Brazil.

Wallace, R. S. O., & Naser, K. (1995). Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 14(4), 311–368. [https://doi.org/10.1016/0278-4254\(95\)00042-9](https://doi.org/10.1016/0278-4254(95)00042-9)

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive Accounting Theory. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=928677>

Wright, F. W., Madura, J., & Wiant, K. J. (2002). The differential effects of agency costs on multinational corporations. *Applied Financial Economics*, 12(5), 347–359. <https://doi.org/10.1080/09603100210124984>

Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R. E., & Peng, M. W. (2005, January). Strategy research in emerging economies: Challenging the conventional wisdom. *Journal of Management Studies*, Vol. 42, pp. 1–33. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2005.00487.x>

Xiao, S. S., Jeong, I., Moon, J. J., Chung, C. C., & Chung, J. (2013). Internationalization and Performance of Firms in China: Moderating Effects of Governance Structure and the Degree of Centralized Control. *Journal of International Management*, 19(2), 118–137. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2012.12.003>

Young, D., & Guenther, D. A. (2003). Financial reporting environments and international capital mobility. *Journal of Accounting Research*, 41(3), 553–579. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00116>

Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective: Review paper. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>

Zarzeski, M. T. (1996). Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices. *Accounting Horizons*, 10(1), 18–37.

### Como referenciar

Duarte, D. L.; Araújo, F. B. de B.; Peixoto, F. M.; Barboza, F. L. de M. (2019). Disclosure de governança corporativa e o nível de internacionalização das empresas no mercado de capitais brasileiros. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(3), Set. / Dez. p. 003-021.