

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Adriano Silva Monteiro

**EFEITOS DA DIVULGAÇÃO AMBIENTAL, SOCIAL E DE
GOVERNANÇA (ESG) E DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA
ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO DE EMPRESAS DA AMÉRICA
LATINA**

Santa Maria, RS
2024

Adriano Silva Monteiro

**EFEITOS DA DIVULGAÇÃO AMBIENTAL, SOCIAL E DE GOVERNANÇA (ESG)
E DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO
DE EMPRESAS DA AMÉRICA LATINA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**, área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa Governança e Sustentabilidade Organizacional.

Orientadora: Prof^ª. Dr^ª. Larissa Degenhart

Santa Maria, RS
2024

MONTEIRO, ADRIANO
EFEITOS DA DIVULGAÇÃO AMBIENTAL, SOCIAL E DE
GOVERNANÇA (ESG) E DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA
ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO DE EMPRESAS DA AMÉRICA LATINA /
ADRIANO MONTEIRO.- 2024.

97 p.; 30 cm

Orientadora: Larissa Degenhart
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa
Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de
Pós-Graduação em Ciências Contábeis, RS, 2024

1. Divulgação ESG 2. Conselho de Administração 3.
Governança Corporativa 4. Assimetria de Informação 5.
América Latina. I. Degenhart, Larissa II. Título.

sistema de geração automática de ficha catalográfica da usm. dados fornecidos pelo
 autor(a). sob supervisão da direção da divisão de processos técnicos da biblioteca
 central. bibliotecária responsável paula schoenfeldt vatta cm 10/1728.

Declaro, ADRIANO MONTEIRO, para os devidos fins e sob as penas da lei, que a pesquisa constante neste trabalho de conclusão de curso (Dissertação) foi por mim elaborada e que as informações necessárias objeto de consulta em literatura e outras fontes estão devidamente referenciadas. Declaro, ainda, que este trabalho ou parte dele não foi apresentado anteriormente para obtenção de qualquer outro grau acadêmico, estando ciente de que a inveracidade da presente declaração poderá resultar na anulação da titulação pela Universidade, entre outras consequências legais.

Adriano Silva Monteiro

**EFEITOS DA DIVULGAÇÃO AMBIENTAL, SOCIAL E DE GOVERNANÇA (ESG)
E DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO
DE EMPRESAS DA AMÉRICA LATINA**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis, área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade**, Linha de Pesquisa Governança e Sustentabilidade Organizacional

Aprovada em 26 de março de 2024.

Larissa Degenhart, Dr^a. (UFSM)
(Presidente/Orientadora)

Marcia Helena dos Santos Bento, Dr^a. (UFSM)
(Membro Interno)

Fernanda Kreuzberg, Dr^a. (UFRGS)
(Membro Externo)

Santa Maria, RS
2024

AGRADECIMENTOS

Ao concluir este trabalho, pude olhar para trás e perceber que ele só foi possível graças à participação de muitas pessoas. Por isso, agradeço a todos que contribuíram, direta ou indiretamente, para a sua realização.

Não posso deixar de agradecer de forma especial aos meus colegas e professores do PPGCC da UFSM, foi gratificante dividir os momentos de dúvidas, aprendizagem e crescimentos com vocês dentro e fora da sala de aula.

Gostaria de expressar meu profundo agradecimento ao Professor Vinicius Costa da Silva Zonato, uma figura essencial em minha jornada de aprendizado e crescimento. Seus ensinamentos, incentivos e, acima de tudo, seu incansável empenho e dedicação são fundamentais para que o mestrado em Ciências Contábeis da UFSM funcionasse perfeitamente. A cada dia, minha admiração por ele, tanto como profissional quanto como pessoa, só cresce.

Também sou imensamente grato à minha orientadora, Prof^a. Dr^a. Larissa Degenhart pelo incentivo e parceria. Sem dúvida, foi a melhor orientadora que eu poderia ter tido. Pois enfrentar o processo pode ser desafiador, mas ter alguém tão competente para guiar e sempre disposto a ajudar torna tudo muito mais tranquilo. Agradeço imensamente por ser uma profissional excepcional e por transformar o processo da dissertação uma experiência de muito aprendizado e muito mais tranquilo. Todo o meu respeito, gratidão e admiração.

Agradeço imensamente a minha família pelo apoio emocional incondicional nos momentos mais desafiadores. Também expressei minha gratidão aos meus colegas de trabalho da Universidade Federal do Pará (UFPA) que generosamente se sacrificaram para que eu pudesse ser liberado para estudar na UFSM.

Tenho também muito a agradecer a UFSM, pela oportunidade de ter acesso ao ensino gratuito e de altíssima qualidade, sendo isso um diferencial em minha formação acadêmica. A todos um muito obrigado!

RESUMO

EFEITOS DA DIVULGAÇÃO AMBIENTAL, SOCIAL E DE GOVERNANÇA (ESG) E DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO DE EMPRESAS DA AMÉRICA LATINA

AUTOR: Adriano Silva Monteiro
ORIENTADORA: Larissa Degenhart

Esta pesquisa objetiva analisar os efeitos da divulgação ambiental, social e de governança (ESG) e do conselho de administração na assimetria de informação de empresas da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru), no período de 2016 a 2022. A pesquisa é classificada como quantitativa em relação a abordagem do problema, descritiva quanto aos objetivos e documental no que tange os procedimentos técnicos (coleta dos dados). Os dados foram obtidos no banco de dados disponíveis na *Refinitiv Eikon*[®]. A análise dos dados foi realizada, para um total de 222 empresas (amostra), com base na regressão OLS (*Ordinary Least Squares*) com erros padrão robustos (com correção de *White*). Os resultados evidenciaram que tanto a divulgação ESG, ambiental, social e de governança corporativa, quanto as características do conselho de administração (tamanho e independência do conselho de administração (CA)) contribuem para minimizar a assimetria de informação das empresas dos países da América Latina analisados. Esses resultados indicam que maiores divulgações ESG, ambiental, social e de governança, assim como um CA menor e independente reduzem a opacidade da informação e os conflitos de agência. Além disso, estes resultados demonstram para os investidores e partes interessadas que a empresa preza pela transparência e que os interesses dos agentes e principais estão alinhados. Os achados desta pesquisa auxiliam as empresas, gestores e CA's a perceberem as peculiaridades de se ter um CA mais enxuto e independente, que monitora e se comunica de forma eficaz, além da importância das divulgações ESG, demonstrando uma maior transparência empresarial, atendendo com isso os interesses dos investidores e das demais partes interessadas. Deste modo, espera-se que os resultados contribuam para a gestão, demonstrando que o envolvimento em práticas ESG deve ser considerado uma decisão estratégica, uma vez que a divulgação ESG pode melhorar o ambiente informacional das empresas. Em termos práticos, a divulgação dos relatórios ESG fornece aos acionistas informações sobre questões ambientais, sociais e de governança, preenchendo as lacunas deixadas pelas demonstrações financeiras. Aspectos cada vez mais observados pelos investidores ao tomarem decisões de investimentos. No âmbito social, os resultados desta pesquisa podem ajudar a sociedade ao conscientizar as organizações sobre a importância de divulgar questões ESG, destacando seus impactos na gestão, no meio ambiente e na sociedade.

Palavras-chave: Divulgação ESG. Conselho de Administração. Governança Corporativa. Assimetria de Informação. América Latina.

ABSTRACT

EFFECTS OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE DISCLOSURE (ESG) AND BOARD OF DIRECTORS ON INFORMATION ASYMMETRY OF LATIN AMERICAN COMPANIES

AUTHOR: Adriano Silva Monteiro

ADVISOR: Larissa Degenhart

This research aims to analyze the effects of environmental, social and governance (ESG) disclosure and the board of directors on the information asymmetry of Latin American companies (Argentina, Brazil, Chile, Mexico and Peru) from 2016 to 2022. The research is classified as quantitative in terms of its approach to the problem, descriptive in terms of its objectives and documentary in terms of its technical procedures (data collection). The data was obtained from the *Refinitiv Eikon*® database. Data analysis was performed for a total of 222 companies (sample), based on OLS (Ordinary Least Squares) regression with robust standard errors (with White correction). The results showed that both ESG, environmental, social and corporate governance disclosure, as well as the characteristics of the board of directors (size and independence of the board of directors (CA)) contribute to minimizing the information asymmetry of companies in Latin American countries analyzed. These results indicate that greater ESG, environmental, social and governance disclosures, as well as a smaller and independent CA reduce information opacity and agency conflicts. Furthermore, these results demonstrate to investors and interested parties that the company values transparency and that the interests of agents and principals are aligned. The findings of this research help companies, managers and CAs to understand the peculiarities of having a leaner and more independent CA, which monitors and communicates effectively, in addition to the importance of ESG disclosures, demonstrating greater business transparency, meeting this the interests of investors and other interested parties. In this way, it is hoped that the results will contribute to management, demonstrating that engaging in ESG practices should be considered a strategic decision, since ESG disclosure can improve the information environment of companies. In practical terms, the disclosure of ESG reports provides shareholders with information on environmental, social and governance issues, filling in the gaps left by financial statements. These are aspects that investors are increasingly looking at when making investment decisions. In the social sphere, the results of this research can help society by making organizations aware of the importance of disclosing ESG issues, highlighting their impacts on management, the environment and society.

Keywords: ESG Disclosure. Board of directors. Corporate governance. Information Asymmetry. Latin America.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1- Modelo teórico de análise e visão geral das hipóteses de pesquisa	51
FIGURA 2 - Trajetória da pesquisa	59

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Principais mecanismos de GC analisados com a temática de assimetria da informação.....	44
QUADRO 2 - <i>Constructo</i> da pesquisa.....	54
QUADRO 3 - Resumo dos pressupostos da regressão	58
QUADRO 4 - Síntese dos resultados das hipóteses testadas	79

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - População e amostra da pesquisa	53
TABELA 2 - Estatística descritiva das variáveis	61
TABELA 3 - Matriz de correlação das variáveis	64
TABELA 4 - Resultados da relação entre Divulgação ESG, CA e Assimetria de Informação	66
TABELA 5 - Resultados da relação entre Divulgação ESG, CA e Assimetria de Informação	71
TABELA 6 - Resultados da relação entre Divulgação ESG, CA e Assimetria de Informação	73

LISTA DE SIGLAS

AF	Alavancagem Financeira
ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
AI	Assimetria da Informação
CA	Conselho de Administração
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
DUACEO	Dualidade de CEO
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
GG	Governança Corporativa
GICS	<i>Global Industry Classification Standard.</i>
GRI	Global Reporting Initiative
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standard</i>
INDCA	Independência do Conselho de Administração
MCA	Mulheres no Conselho de Administração
MTB	<i>Market to Book</i>
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
OLS	Mínimos Quadrados Ordinários
ONU	Organização das Nações Unidas
PPGCC	Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROA	Retorno sobre o Ativo
SBF 120	Índice da Bolsa de valores Francesa
TAM	Tamanho da Empresa
TAMCA	Tamanho do Conselho de Administração
UFMS	Universidade Federal de Santa Maria
VIF	Fator de Inflação da Variância

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA	13
1.2	LACUNA E PROBLEMA DE PESQUISA	18
1.3	OBJETIVOS DA PESQUISA	20
1.3.1	Objetivo geral	20
1.3.2	Objetivos específicos	20
1.4	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO	21
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	24
2	REVISÃO DE LITERATURA	26
2.1	<i>ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE</i> – ESG	26
2.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA	30
2.2.1	Tamanho do Conselho de Administração	31
2.2.2	Independência do Conselho de Administração	32
2.2.3	Dualidade do CEO	34
2.2.4	Presença de Mulheres no Conselho de Administração	35
2.3	ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO.....	38
2.4	HIPÓTESES DE PESQUISA E MODELO TEÓRICO.....	39
2.4.1	Efeito da divulgação ESG na Assimetria de Informação	39
2.4.2	Efeito do Conselho de Administração na Assimetria de Informação	42
3	METODOLOGIA	52
3.1	DELINEAMENTO METODOLÓGICO	52
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	53
3.3	CONSTRUCTO DA PESQUISA	54
3.4	PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS.....	56
3.5	TRAJETÓRIA DA PESQUISA.....	59
3.6	LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	60

4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	61
4.1	ANÁLISES PRELIMINARES	61
4.2	ANÁLISE DOS EFEITOS DA DIVULGAÇÃO ESG E DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO	66
4.3	ANÁLISE DE SENSIBILIDADE E ROBUSTEZ	70
4.4	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	74
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	80
5.1	CONCLUSÕES	80
5.2	RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS	84
	REFERÊNCIAS	86

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo apresenta-se inicialmente a contextualização das temáticas analisadas na pesquisa, seguido da problematização e lacuna teórica identificada na literatura. Posteriormente, são evidenciados o objetivo geral, os objetivos específicos, as justificativas e contribuições teóricas, práticas e sociais. Por fim, aborda-se a estrutura do trabalho.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

Denota-se um aumento considerável na conscientização sobre os desafios socioambientais e a importância da gestão empresarial sustentável. Nesse contexto, a divulgação ESG (*Environmental, Social and Governance*) emerge como um fator essencial para impulsionar a sustentabilidade organizacional. Além da divulgação das suas atividades, as empresas precisam demonstrar que estão tendo um melhor desempenho ambiental, social e em governança corporativa (CLÉMENT; ROBINOT; TRESPEUCH, 2023). Além disso, observa-se que as divulgações ESG estão se tornando um fator importante para os investidores, que têm exigido ampla divulgação de questões relacionadas ao ESG (ALBITAR; ABDOSH; HUSSAINEY, 2022).

No mercado de capitais, é comum que os gestores detenham informações mais abrangentes sobre o negócio e os ganhos da empresa em comparação aos participantes externos, o que acentua a assimetria informacional (AI) (KIM; PARK, 2023). Esta assimetria ocorre em situações de negociação na qual alguns participantes possuem mais informações sobre as condições do mercado do que outros, e apresentam habilidades e formação de conhecimento distintas no processamento de informações (MARTÍNEZ-FERRERO *et al.*, 2018). Quando essa condição específica ocorre no mercado de capitais, surge o problema de agência e aumenta o custo de agência para a empresa (JENSEN; MECKLING, 1976). Esse problema informacional é uma ocorrência frequente entre investidores e gerentes, pois os gerentes aproveitam informações privilegiadas para obter benefícios privados (HEALY; PALEPU, 2001) e este tipo de problema ocorre quando o agente e o principal têm interesses e objetivos distintos, tornando desafiador para o principal monitorar as atividades do gestor (NAQVI *et al.*, 2021).

Dentro desse cenário, a divulgação ESG desempenha um papel crucial no fornecimento de informações para diferentes partes interessadas que melhoram seu processo de tomada de decisão e diminui a lacuna de informação entre gestores e *stakeholders* (CHO; LEE; PFEIFFER

JR., 2013; CUI; JO; NA, 2018). Nesse sentido, a divulgação ESG mitiga o problema de agência, aprimorando o desempenho da empresa e por conseguinte, reduz a assimetria de informação (REHMAN *et al.*, 2022).

Deste modo, a importância da divulgação ESG tem experimentado um crescimento significativo, impulsionando as empresas a divulgarem informações relevantes sobre suas atividades ESG (BRAVO; REGUERA-ALVARADO, 2019). Como resultado, à medida que as empresas buscam atender às demandas de informação das partes interessadas, têm se empenhado em aprimorar suas divulgações ESG, tornando-as mais sofisticadas (EKARA HELFAYA; MOUSSA, 2017), melhorando o seu desempenho, além de proteger-se contra riscos e imprevistos (NAQVI *et al.*, 2021), o que proporciona maiores oportunidades para entender as empresas por meio de informações não financeiras (ALBITAR; ABDOUSH; HUSSAINEY, 2022) como é o caso das divulgações ESG.

Embora essa crescente demanda dos investidores, gestores, academia e sociedade em torno do tema ESG seja notável nos últimos anos, o termo tem as suas raízes no advento de conceitos de financiamento sustentável no início da década de 1990, que exigiam métricas precisas para orientar os investimentos sustentáveis (TANG; YAN; YAO, 2022). No entanto, ficou mais evidenciado em 2004 a partir do relatório intitulado “*Who Cares Wins*” desenvolvido por 20 instituições financeiras em resposta a um chamado de Kofi Anon, secretário-geral das Nações Unidas (*UN GLOBAL COMPACT*, 2004). No entanto, bem antes disso, as organizações já buscavam divulgar suas atividades não financeiras, por meio de relatórios corporativos (NBR ISO 26000, 2010), tendo registros do surgimento da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) no início da década de 1950 (NAQVI *et al.*, 2021).

A RSC, refere-se ao compromisso voluntário das organizações em operar de maneira ética e contribuir para o desenvolvimento sustentável da sociedade e se materializa por meio de comportamentos éticos, transparentes, respeito às partes interessadas e aos direitos humanos, e conformidade com a legislação devendo ser responsável pelos impactos de suas decisões e atividades na sociedade e no meio ambiente (NBR ISO 26000, 2010). Abrange também questões de reputação e imagem de marca, fortalecimento do relacionamento com as partes interessadas, promoção da saúde e segurança dos funcionários e desenvolvimento de capitais sociais (MAGNANELLI; IZZO, 2017). Portanto, as atividades de RSC não afetam apenas as partes interessadas investidoras, mas também, as partes não investidoras, como clientes, trabalhadores, comunidade, organizações sociais e outras (BUCHANAN; CAO; CHEN, 2018).

Apesar da aparente semelhança entre RSC e ESG, já que ambos os termos podem ser interpretados usando variáveis semelhantes, mas não de forma intercambiável (CLÉMENT; ROBINOT; TRESPEUCH, 2023), a RSC se refere às atividades das empresas no que diz respeito a serem mais socialmente responsáveis e melhores cidadãos corporativos (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021) e abrange elementos estratégicos das empresas que nem sempre são capturados pela divulgação ESG (CLÉMENT; ROBINOT; TRESPEUCH, 2023).

O termo ESG refere-se a critérios ambientais, sociais e de governança que são considerados no processo de tomada de decisão de uma organização, levando em conta os impactos ambientais, a responsabilidade social e a eficácia da governança corporativa (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021; CLÉMENT; ROBINOT; TRESPEUCH, 2023). No contexto dos investimentos sustentáveis, a divulgação ESG refere-se “a um conjunto de critérios ambientais, sociais e de governança que orientam a forma como os investidores socialmente responsáveis avaliam um negócio”, os quais tomaram forma por meio das preocupações sociais dos investimentos corporativos (MONTEIRO *et al.*, 2021, p. 483). A interação entre as dimensões do ESG também é destacada como um posto-chave digno de atenção (LI *et al.*, 2021).

Nesse contexto, as dimensões Ambientais, Sociais e de Governança tornaram-se essenciais para avaliar o compromisso de uma empresa com a sustentabilidade, a ética nos negócios e a criação de valor a longo prazo (LI *et al.*, 2021). Li *et al.* (2021) afirma que a dimensão ambiental abrange o papel de gestão desempenhado por uma organização em relação ao meio ambiente, os aspectos ambientais, como o uso de energia, práticas de gestão de resíduos, conformidade regulatória ambiental, conservação de recursos naturais, tratamento da poluição e redução do desmatamento. A dimensão social incorpora as relações tanto externas quanto internas da organização, como a igualdade de gênero, segurança e bem-estar dos funcionários, justiça social e, principalmente, diversidade, igualdade e inclusão. Por fim, a dimensão de governança engloba aspectos como responsabilização, justiça, responsabilidade e transparência nos pagamentos efetuados aos executivos, auditorias, direitos dos acionistas, diversidade no conselho e controles internos, entre outros (LI *et al.*, 2021).

Por outro lado, a RSC aborda explicitamente suas ações sociais e de cunho ambiental, e somente implicitamente as questões de governança, quando trata de questões ambientais e sociais (CLÉMENT; ROBINOT; TRESPEUCH, 2023). Assim, ESG tende a ser uma terminologia mais expansiva que a RSC (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021), e neste sentido,

este estudo usará a terminologia 'ESG' para abordar como as empresas lidam com as questões ambientais, sociais e de governança corporativa.

Percebe-se que o termo ESG, tem se expandido e isso pode estar relacionado a sua importância nas estratégias corporativas (MENICUCCI; PAOLUCCI, 2023). A integração do ESG em operações estratégicas tornou-se vital ao avaliar o desempenho de uma empresa (TANIMOTO, 2019) e uma questão central para acionistas e demais partes interessadas (CHOUAIBI; CHOUAIBI; ROSSI, 2022). Uma das principais razões por trás dessa tendência está relacionada à ideia de que existe um vínculo entre RSC/ESG e desempenho (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021). A relação entre RSC/ESG e o desempenho financeiro e valor da empresa já é bastante discutida na literatura (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021; CHOUAIBI; CHOUAIBI; ROSSI, 2022), porém, até o momento, não há uma posição unânime, pois, as atividades de RSC/ESG podem ser vistas como um dispendioso desvio de recursos escassos ou uma ferramenta estratégica que os gerentes podem utilizar para criar valor tangível e intangível para a empresa (MAGNANELLI; IZZO, 2017).

Para compreender a relação entre divulgação ESG e desempenho, estudos utilizaram inúmeras variáveis para medir o desempenho e o valor das empresas, como por exemplo, o desempenho operacional, retornos de ações de curto ou longo prazo, Q de Tobin, Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o Ativo (ROA), entre outros indicadores econômico-financeiros e de mercado (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021). No entanto, esse debate é considerado controverso, pois tem apresentado resultados distintos (ROSSI *et al.*, 2021; CHOUAIBI; CHOUAIBI; ROSSI, 2022).

Além de explicar o desempenho corporativo, a divulgação ESG pode impactar na assimetria de informação (BILYAY-ERDOGAN, 2022), fato que motiva a realização desta pesquisa. A literatura que estuda a relação entre divulgação ESG e assimetria de informação está interessada em compreender como a divulgação ESG pode melhorar a disponibilidade, a qualidade e a transparência das informações, visando reduzir o desequilíbrio de informações entre as partes interessadas e melhorar a governança corporativa (DHALIWAL *et al.*, 2012; SIEW; BALATBAT; CARMICHAEL, 2016; DIEBECKER; SOMMER, 2017; CUI; JO; NA, 2018; YOON; LEE, 2019; USMAN; BERNARDES; KANANLUA, 2020; BILYAY-ERDOGAN, 2022). Denota-se, portanto, que a divulgação ESG tende a fornecer informações não financeiras adicionais aos investidores, melhorando a transparência das empresas e reduzindo a assimetria da informação entre gestores e investidores (CUI; JO; NA, 2018).

Os resultados dos efeitos da divulgação ESG na assimetria de informação foram negativos (DHALIWAL *et al.*, 2012; SIEW; BALATBAT; CARMICHAEL, 2016; DIEBECKER; SOMMER, 2017; CUI; JO; NA, 2018; YOON; LEE, 2019; NAQVI *et al.*, 2021; KIM; PARK, 2023) e sem significância (USMAN; BERNARDES; KANANLUA, 2020). No geral, os efeitos são negativos pois a divulgação ESG das empresas tende a reduzir o desequilíbrio das informações no mercado e melhorar a disponibilidade de informações para os investidores (NAQVI *et al.*, 2021). Além de minimizar o problema de seleção adversa para investidores menos informados (CHO; LEE; PFEIFFER JR., 2013). Assim, as atividades ESG das empresas visam a redução da assimetria de informação (CHO; LEE; PFEIFFER JR., 2013; NAQVI *et al.*, 2021).

A partir da análise da relação entre a divulgação ESG e a assimetria de informação, denota-se que a governança corporativa (GC) das empresas também pode atuar como um mecanismo primordial para a minimização desta assimetria. Evidências encontradas na literatura revelam que os mecanismos de governança corporativa, como por exemplo, tamanho do conselho de administração, independência dos membros do conselho de administração, dualidade do CEO, presença de mulheres no conselho de administração, estrutura de propriedade, entre outras variáveis de governança corporativa, podem atuar para aumentar a divulgação ESG e diminuir a assimetria de informação existente nas organizações (SUN *et al.*, 2010; AJINA; LAKHAL; AYED, 2019; BUERTEY *et al.*, 2020; HAMROUNI *et al.*, 2022; GERGED; ALBITAR; AL-HADDAD, 2023; ADENEYE *et al.*, 2023). Estes achados revelam que o crescimento das divulgações não financeiras pelas empresas, advém de uma boa estrutura de governança corporativa, ocasionando a redução da assimetria da informação, sendo essa uma lacuna de conhecimento ou informação entre os investidores e gestores (NAQVI *et al.*, 2021).

Portanto, segundo a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), uma boa governança corporativa, na figura do conselho de administração, pode promover um monitoramento eficaz e frear a busca de interesses privados dos gestores, promovendo a divulgação de relatórios de melhor qualidade, reduzindo a assimetria da informação e satisfazendo assim, os interesses das partes interessadas.

Por fim, após a contextualização do tema proposto nesta pesquisa, na sequência, busca-se apresentar a problematização do estudo, identificar as lacunas na literatura e expor o problema que este estudo se propõe a abordar.

1.2 LACUNA E PROBLEMA DE PESQUISA

Normalmente, no mercado de capitais os gestores têm mais informações sobre as características e atividades relevantes de uma empresa do que os acionistas externos (JENSEN; MECKLING, 1976; CUI; JO; NA, 2018). Nesta situação, alguns investidores possuem vantagens por terem acesso a informações privilegiadas, o que os torna mais bem informados do que outros investidores que possuem acesso apenas a informações públicas e são menos informados (HAMROUNI *et al.*, 2022). Essa situação pode ser mais acentuada quando há um alto nível de complexidade do negócio (KIM; PARK, 2023).

A assimetria de informação pode ocorrer também quando os acionistas compartilham informações de forma igual, mas suas interpretações são diferentes (HAMROUNI *et al.*, 2022). As divergências nas interpretações podem ter implicações significativas nas decisões de investimento e potencialmente afetar os resultados financeiros dos acionistas de forma desigual (HAMROUNI *et al.*, 2022). Portanto, quando esse tipo de condição ocorre no mercado, cria-se o problema de agência aumentando o custo de agência para a empresa (JENSEN; MECKLING, 1976). Esses problemas se intensificam quando o agente e o principal têm interesses e objetivos diferentes, sendo um desafio para o principal monitorar as atividades do agente, podendo este, fazer uso de informações privadas a seu favor (NAQVI *et al.*, 2021).

Esse poder gerencial pode ser ainda maior, caso o agente assuma na empresa as funções de diretor executivo e presidente do conselho (HUSSAIN; RIGONI; ORIJ, 2018). A Teoria da Agência prevê que as empresas protejam os investidores e reduzam os conflitos de agência por meio de mecanismos de controle, como a estrutura de governança corporativa (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse sentido o papel da governança corporativa, na presença do conselho de administração é essencial para monitorar o CEO e coibir que tome decisões que possa prejudicar as outras partes interessadas, sendo importante que o conselho de administração tenha uma quantidade mínima de conselheiros independentes, pois de acordo com a Teoria da Agência os membros independentes podem controlar e monitorar as ações do agente (HUSSAIN; RIGONI; ORIJ, 2018).

Com o propósito de reduzir a assimetria de informação e os custos de agência, as empresas realizam divulgações ESG, melhorando a qualidade das informações não financeiras e aumentando com isso a transparência das informações (CUI; JO; NA, 2018). Com isso, as empresas podem facilitar uma tomada de decisão mais informada e responsável por parte dos *stakeholders*, enquanto reforçam a confiança e a governança corporativa (CUI; JO; NA, 2018).

Deste modo, a governança corporativa por meio dos atributos do conselho de administração, desempenha um papel crucial na promoção da divulgação ESG podendo servir como substitutos e/ou complementares na redução da assimetria de informação (HAMROUN *et al.*, 2021). Um conselho de administração estruturado tem o potencial de aumentar a transparência, melhorar a reputação, eliminar a assimetria de informação, reduzir os custos de agência e de capital, melhorar o fluxo de caixa e aumentar o preço das ações (FERNANDES; BORNIA; NAKAMURA, 2018). Essas medidas tendem a contribuir para uma divulgação ESG mais abrangente, precisa e de qualidade, beneficiando as empresas e seus *stakeholders*.

Ao adotar práticas de governança e divulgar informações ESG relevantes, as empresas podem gerar lucros, alinhados com as expectativas dos *stakeholders* e com os princípios da sustentabilidade (ALDUAIS; ALMASRIA; AIROUT, 2022; MA; YOO, 2022). Estudos analisaram a relação entre divulgação ESG e assimetria de informação (SIEW; BALATBAT; CARMICHAEL, 2016; DIEBECKER; SOMMER, 2017; CUI; JO; NA, 2018; YOON; LEE, 2019; USMAN; BERNARDES; KANANLUA, 2020; NAQVI *et al.*, 2021; HAMROUNI *et al.*, 2022; KIM; PARK, 2023). Deste modo, outras variáveis, como por exemplo, os mecanismos de governança corporativa também podem ser importantes para minimizar a assimetria de informação (GUL; HUTCHINSON; LAI, 2013; ELBADRY; GOUNOPOULOS; SKINNER, 2015; ABAD *et al.*, 2017; TESSEMA, 2019; SILVA; CUNHA, 2019; SIDDIQUI; ATIQUE, 2020; LOUKIL; YOUSFI; YERBANGA; 2020; HSU *et al.*, 2021; AKMAL; RASHID; AMIN, 2022; SARANG *et al.*, 2022; ALDUAIS; ALMASRIA; AIROUT, 2022; ALMULHIM, 2023), constructos estes que de forma conjunta (divulgação ESG x GC x AI) até o momento não foram explorados nos países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru), configurando-se uma lacuna teórica identificada na literatura e explorada nesta pesquisa.

Alduais, Almasria e Airout (2022) analisaram o efeito moderador da governança corporativa (tamanho e independência do conselho de administração, dualidade do CEO e estrutura de propriedade) na relação entre RSC e assimetria de informação de empresas chinesas. Ressalta-se que este é o único estudo localizado na literatura que abordou as temáticas de sustentabilidade (RSC), governança corporativa (Conselho de Administração) e assimetria de informação, o que motiva a realização desta pesquisa. Este estudo se diferencia da pesquisa de Alduais, Almasria e Airout (2022) ao propor a análise da divulgação ESG ao invés da RSC e por analisar os países da América Latina, contexto este pouco explorado na relação proposta entre divulgação ESG, governança corporativa e assimetria de informação. Portanto, até o momento, os efeitos da divulgação ESG e dos mecanismos do conselho de administração na

assimetria de informação não foram analisados de forma conjunta nas empresas da Argentina, Brasil, Chile, México e Peru.

Ao analisar a divulgação ESG e a governança corporativa, busca-se examinar como esta divulgação e os atributos do conselho de administração (tamanho e independência do conselho de administração e dualidade do CEO) podem influenciar a assimetria de informação das empresas. Diante do exposto, espera-se que a divulgação ESG e os mecanismos de governança corporativa atuem nas organizações para diminuir a assimetria informacional.

Neste sentido, pressupõe-se que a divulgação ESG e a governança corporativa das empresas podem ajudar a explicar a diminuição da assimetria de informação, pois dependendo dos mecanismos de governança corporativa e do foco das empresas na divulgação ambiental, social e de governança, a assimetria informacional pode ser potencializada ou até mesmo minimizada. Com base no exposto e visando contribuir com a discussão das questões propostas na academia, este estudo busca responder à seguinte pergunta de pesquisa: *Qual o efeito da divulgação ESG e do conselho de administração na assimetria de informação?*

1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

Com o objetivo de responder à questão de pesquisa, foi traçado um objetivo geral e objetivos específicos que irão direcionar e impulsionar este estudo.

1.3.1 Objetivo geral

Analisar o efeito da divulgação ESG e do conselho de administração na assimetria de informação de empresas da América Latina.

1.3.2 Objetivos específicos

Para atingir o objetivo geral foram delineados os seguintes objetivos específicos:

- a) Investigar o efeito da divulgação ESG geral na assimetria de informação;
- b) Investigar o efeito da divulgação ambiental, social e de governança na assimetria de informação;
- c) Investigar o efeito do conselho de administração na assimetria de informação.

1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

Esta pesquisa justifica-se, primeiramente, por analisar a divulgação ESG que é reportada pelas empresas na forma de informações adicionais e voluntárias. Essas informações abordam aspectos não financeiros e se distinguem daquelas apresentadas nos relatórios financeiros tradicionais, contribuindo para uma compreensão mais abrangente das atividades organizacionais. (YOON; LEE, 2019; HAMROUNI *et al.*, 2022; HELFAYA; MORRIS; ABOUD, 2023). Estudos têm investigado a conexão entre a divulgação ESG e a assimetria de informação, assim como a relação entre o conselho de administração e a assimetria de informação. Contudo, neste estudo busca-se compreender se a divulgação ESG e os mecanismos de governança corporativa de forma conjunta tendem a minimizar a assimetria de informação de empresas da América Latina.

O cenário empírico da América Latina é motivado pelo fato de que apesar de existirem estudos que analisam a divulgação ESG, a grande maioria foram realizados em empresas de economias desenvolvidas com mercados financeiros maduros (DANDARO; LIMA, 2022). Esse fato dificulta a extensão dos resultados a países em desenvolvimento, como os da América Latina, pois enfrentam desafios sociais e ambientais maiores que os países desenvolvidos (CUNHA, MEIRA; ORSATO, 2021). Além disso, a América Latina é considerada uma região instável, exposta à corrupção, crises, incerteza política e fraca governança corporativa (CHERKASOVA; NENUZHENKO, 2022), o que justifica a análise do contexto proposto.

A incipiência da governança corporativa na América Latina pode ser explicada pelo fato das empresas Latinas terem pouca proteção para os acionistas minoritários, e em geral tendem a ser de propriedade familiar (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999), além de possuírem baixa orientação para os *stakeholders* (HUSTED; SOUSA-FILHO, 2019). Esses fatores tornam a região, diferente tanto com relação às economias desenvolvidas como também com outras regiões em desenvolvimento. Diante disso, nota-se que a América Latina, por possuir desafios sociais, ambientais, políticos, culturais e de governança, oferece um contexto único para entender como a divulgação ESG interage com as variáveis de governança corporativa e assimetria da informação.

Na literatura acadêmica foram constatados poucos estudos que buscaram analisar a divulgação ESG nas empresas da América Latina, como por exemplo, Husted e Sousa-Filho (2019), Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2019), Dandaro e Lima (2022), Cherkasova e Nenuzhenko (2022), o que motiva a análise dos países propostos nesta pesquisa. Husted e

Sousa-Filho (2019) estudaram o efeito da estrutura do conselho de administração na divulgação ESG de empresas da América Latina (Brasil, México, Colômbia e Chile). Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) examinam se o desempenho financeiro está associado a divulgação ESG de multinacionais da América Latina (Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru). Dandaro e Lima (2022) analisaram a relação entre a divulgação ESG e o risco de crédito em empresas latino-americanas (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Ilhas Cayman, México e Peru). Por fim, Cherkasova e Nenuzhenko (2022) investigaram a inter-relação entre as atividades ESG e o desempenho financeiro corporativo de empresas da América do Norte, América Latina, Europa Ocidental, Europa Oriental, Oriente Médio, África, Ásia emergente e Ásia desenvolvida.

Deste modo, esta pesquisa apresenta relevância, pois, além de evidenciar o entendimento das relações entre ESG x GC x AI, trará como cenário as empresas da América Latina, uma região com potencial para aplicação da pesquisa. Estudar essa interação permite esclarecer se a divulgação ESG e GC (atributos do conselho) funcionam como substitutos e/ou complementares na redução da assimetria informacional (HAMROUNI *et al.*, 2022). Além disso, será útil para os participantes do mercado de capitais, sociedade, consumidores e demais partes interessadas que desejam mais transparência.

A importância de analisar a divulgação ESG, ocorre, pois, está diretamente relacionada à sustentabilidade corporativa de longo prazo, e reflete um compromisso organizacional sólido com a responsabilidade socioambiental. Além disso, serve como um importante instrumento para proteger os interesses das partes interessadas (EKARA HELFAYA; MOUSSA, 2017), salvaguardar os interesses dos acionistas, contribuir para um desempenho financeiro eficaz (CHOUAIBI; CHOUAIBI; ROSSI, 2022) e proporcionar às empresas a possibilidade de se manterem competitivas no mercado (YADAV; PRASHAR, 2022). Pode ser utilizada como um instrumento importante nas estratégias corporativas para alavancar a vantagem competitiva, inovação, oportunidades (MENICUCCI; PAOLUCCI, 2023) e ajudar a sustentabilidade do meio ambiente, sociedade e aumentar o valor da empresa (QURESHI *et al.*, 2019). Além disso, as divulgações ESG possibilitam uma maior qualidade dos relatórios financeiros (YOON; KIM; LEE, 2019) além de reduzir a assimetria de informações entre as empresas e os investidores (KIM; PARK, 2023).

As motivações que levam as empresas a realizarem divulgações ESG podem ser explicadas pela Teoria da Agência, pois tais divulgações podem ser utilizadas pelas empresas para minimizar a lacuna de informação e os custos da agência (BILYAY-ERDOGAN, 2022). Nesse sentido, as divulgações ESG são consideradas informações não financeiras relevantes

para investidores e analistas (YOON; LEE 2019; HAMROUNI *et al.*, 2022), pois melhora a transparência empresarial e desempenha um papel importante na mitigação da assimetria de informação (DHALIWAL *et al.*, 2011; CUI; JO; NA, 2018), atraindo investidores e pode ter um impacto na gestão de riscos ao empregar estratégias apropriadas (CUI; JO; NA, 2018).

Esta pesquisa também apresenta relevância por auxiliar a literatura ao analisar a relação direta entre divulgação ESG e assimetria de informação (DHALIWAL *et al.*, 2011; SIEW; BALATBAT; CARMICHAEL, 2016; DIEBECKER; SOMMER, 2017; CUI; JO; NA, 2018; YOON; LEE, 2019; USMAN; BERNARDES; KANANLUA, 2020; NAQVI *et al.*, 2021; HAMROUNI *et al.*, 2022; KIM; PARK, 2023) e conselho de administração e assimetria de informação (GUL; HUTCHINSON; LAI, 2013; ELBADRY; GOUNOPOULOS; SKINNER, 2015; ABAD *et al.*, 2017; TESSEMA, 2019; SILVA; CUNHA, 2019; SIDDIQUI; ATIQUE, 2020; LOUKIL; YOUSFI; YERBANGA; 2020; HSU *et al.*, 2021; AKMAL; RASHID; AMIN, 2022; SARANG *et al.*, 2022; ALDUAIS; ALMASRIA; AIROUT, 2022; ALMULHIM, 2023).

Justifica-se a análise de empresas da América Latina, mais especificamente Argentina, Brasil, Chile, México e Peru, pois existem algumas evidências incipientes dos efeitos da governança corporativa na assimetria de informação (SALEHI; REZAIIE; ANSARI, 2014; AKMAL; RASHID; AMIN, 2022) de empresas destes países. Portanto, esta pesquisa visa acrescentar evidências de empresas da América Latina nas relações propostas (ESG, GC e AI), visto que até o momento são consideradas incipientes na literatura empírica latino-americana contemporânea (MELGAREJO, 2019).

Como contribuição teórica o estudo ao investigar a interação entre a governança corporativa, as divulgações ESG e a assimetria de informação, proporciona uma visão abrangente dos mecanismos de tomada de decisão e governança relacionados à sustentabilidade e ao desempenho empresarial. Essa análise irá contribuir para orientar práticas de governança corporativa mais eficazes nas empresas da América Latina, resultando em maior transparência e responsabilidade no que diz respeito aos aspectos ESG. Como resultado, promove-se a confiança dos investidores, fortalece-se a reputação das empresas e estimula-se o alinhamento com objetivos sustentáveis de longo prazo (HUSTED; SOUSA-FILHO, 2019; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

O estudo também contribui para a prática empresarial, no sentido de apresentar recomendações sobre os mecanismos de governança corporativa, com competências para monitorar de forma eficaz o gestor, bem como, divulgar informações ESG de forma oportuna (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021), com objetivo de reduzir a assimetria

da informação de empresas Latino-Americanas. Para as organizações, busca-se possibilitar a avaliação de suas práticas de gestão, com o intuito de estabelecer estratégias de investimentos ESG e potencializar os mecanismos de governança corporativa, com vistas a diminuir a assimetria de informação (MELGAREJO, 2019).

Esta pesquisa também pode ser útil para ajudar as empresas a entenderem as diferentes implicações da escolha da estrutura de conselho de administração (tamanho do conselho, dualidade de cargo do CEO, independência do conselho, presença ou não de mulheres no CA) (HUSTED; SOUSA-FILHO, 2019). Além disso, pode ajudar os reguladores da América Latina, por meio de uma compreensão abrangente de como a estrutura de governança corporativa e as divulgações ESG podem afetar a assimetria da informação.

O estudo contribui para uma sociedade mais sustentável e engajada, promovendo a adoção de práticas responsáveis que vão de acordo com os interesses das partes interessadas. (JOUBER, 2020). Isso cria um ambiente empresarial mais ético e alinhado com as necessidades sociais e ambientais, buscando um impacto positivo no bem-estar da sociedade como um todo.

Por último, o estudo promove o debate acadêmico sobre as pesquisas desenvolvidas na Linha de Pesquisa de Governança e Sustentabilidade Organizacional do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Sua contribuição reside no progresso na análise de elementos essenciais para garantir a continuidade dos negócios, a divulgação de informações à sociedade e o aprimoramento do desempenho empresarial. Em outras palavras, destaca a governança corporativa como elemento que alavanca as divulgações ESG e diminui a assimetria de informação, sob a lente da Teoria da Agência em empresas latino-americanas. Portanto, os elementos chave desta investigação corroboram os aspectos da linha de pesquisa do PPGCC, pois engloba a contabilidade (assimetria de informação), a governança corporativa e a sustentabilidade organizacional (divulgação ESG).

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho está organizado em cinco capítulos. O primeiro aborda a contextualização do tema, apresentação da lacuna identificada, o problema de pesquisa, objetivos, justificativas e contribuições da pesquisa, por fim, delimita-se a estrutura sintética de como o estudo será subdividido.

O segundo capítulo destina-se a evidenciar o referencial teórico, que expõe conceitos essenciais sobre divulgação ESG, Assimetria da informação e Governança Corporativa (atributos do conselho de administração: tamanho do conselho, dualidade do CEO, independência do conselho e presença de mulheres no conselho). Na sequência, são apresentados e analisados estudos pertinentes ao tema, contribuindo para a formulação e justificação das hipóteses, as quais são seguidas pelo modelo teórico proposto.

No terceiro capítulo, são delineados os aspectos metodológicos do estudo, abrangendo desde a contextualização metodológica até a descrição da população e amostra selecionadas, os construtos da pesquisa (variáveis dependentes e independentes), os métodos de coleta e análise dos dados, e também são identificadas e delimitadas as limitações do estudo.

No quarto capítulo são expostos os resultados, com o intuito de descrever e justificar as descobertas, além de estabelecer comparações com estudos anteriores. Por último, no quinto capítulo são discutidas as considerações finais, ressaltando as contribuições teóricas, sociais e práticas do estudo, e fornecendo sugestões para pesquisas futuras.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo apresenta-se a revisão de literatura acerca das temáticas analisadas no estudo. Deste modo, aborda-se inicialmente a divulgação ambiental, social e de governança (ESG) e na sequência, evidencia-se sobre a governança corporativa e os quatro atributos que foram analisados na pesquisa: tamanho e independência do conselho de administração, dualidade do CEO e a presença de mulheres no conselho de administração. Posteriormente, discute-se a temática de assimetria de informação. Por fim, apresenta-se a fundamentação das hipóteses propostas.

2.1 ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE – ESG

De acordo com a Associação Brasileira de Normas Técnicas – ABNT PR 2030 (2022, p. 14), o termo ESG é visto “como um conjunto de critérios ambientais, sociais e de governança, a serem considerados, na avaliação de riscos, oportunidades e respectivos impactos com objetivo de nortear atividades, negócios e investimentos sustentáveis”. Apesar de bastante difundido, somente nos últimos anos, o conceito ESG tem as suas raízes no advento de conceitos de financiamento sustentável no início da década de 1990, que exigiam métricas precisas para orientar os investimentos sustentáveis (TANG; YAN; YAO, 2022). No entanto, ficou mais evidenciado em 2004 a partir do relatório intitulado “*Who Cares Wins*” que tinha o objetivo de desenvolver a integração dos elementos ambientais, sociais e de governança corporativa no mercado financeiro. Essa iniciativa visava encontrar maneiras de considerar fatores ESG ao tomar decisões de investimento e gestão e promover uma abordagem sustentável e responsável nos negócios e mercado de capitais (UN GLOBAL COMPACT, 2004). Nesse contexto, os critérios ESG surgem como impulsionadores da sustentabilidade organizacional (CLÉMENT; ROBINOT; TRESPEUCH, 2023).

Além disso, as divulgações ESG estão se tornando um fator importante para os investidores, que têm exigido ampla divulgação de questões relacionadas às atividades ESG (ALBITAR; ABDOUSH; HUSSAINEY, 2022). Com o objetivo de atender o mercado de capitais, as pontuações ESG foram desenvolvidas com foco nos investidores como destinatários principais e visam atender às inquietações destes (CLÉMENT; ROBINOT; TRESPEUCH, 2023), o que faz com que as empresas busquem incorporar o termo nas suas estratégias. A incorporação do ESG nas estratégias corporativas impulsiona a vantagem competitiva, a

inovação e as oportunidades, refletindo a excelência gerencial. O conhecimento das atividades ESG pelo conselho de administração é crucial para enfrentar riscos sustentáveis a longo prazo e incorporá-los às estratégias e modelos de negócios corporativos (MENICUCCI; PAOLUCCI, 2023). Além disso, permite que as empresas tenham uma maior eficiência operacional, reputação e redução de desperdícios, o que melhora o valor e o desempenho da sustentabilidade corporativa (ALSAYEGH; ABDUL RAHMAN; HOMAYOUN, 2020).

“Diversos estudos têm mostrado que a integração ESG no modelo de avaliação de uma empresa melhora seus indicadores não financeiros, como satisfação do consumidor, aceitação do mercado, menor custo da dívida e aumento dos valores sociais para os *stakeholders*” (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021, p. 1). A ampla aceitação do ESG por investidores e partes interessadas levou as empresas a se empenharem mais na integração dos princípios ESG nos relatórios de responsabilidade corporativa (YADAV; PRASHAR, 2022). Nesse sentido, o escopo da divulgação ESG assume uma importância mais ampla em relação à RSC, abrangendo não somente a esfera social (S), mas também o pilar ambiental (E) e de governança (G) (YOON; KIM; LEE, 2019), sendo cada um desses pilares é composto por subpilares (RAU; YU, 2023).

O pilar ambiental avalia as ações de uma empresa na preservação do meio ambiente, como por exemplo, na mitigação das alterações climáticas, diminuição das emissões de carbono, controle da poluição e dos resíduos gerados na produção, otimização do consumo de energia e água, além de se preocupar com o desmatamento e a diversidade biológica (RAU; YU, 2023). Já o componente social abrange a abordagem de uma empresa em relação a indivíduos e conexões. Envolve a satisfação dos clientes, a preservação dos dados e a privacidade, a valorização da diversidade de gênero, o envolvimento dos colaboradores, os laços com a comunidade, os direitos humanos e as regulamentações trabalhistas (RAU; YU, 2023).

Por fim, o componente de governança engloba diretrizes para gerir uma empresa, abrangendo a estrutura do conselho de administração e do comitê de auditoria, prevenção de suborno e corrupção, políticas de remuneração para executivos, atividades de *lobby*, doações políticas e sistemas de denúncias (RAU; YU, 2023). Contudo, as questões ambientais e de governança corporativa exercem maior impacto nas pontuações ESG, do que as questões sociais (CLÉMENT; ROBINOT; TRESPEUCH, 2023) e o termo ESG destaca ainda a otimização do desempenho financeiro das empresas e dos aspectos não financeiros, que incluem as “práticas sustentáveis”, os “valores sociais e éticos” e o “aperfeiçoamento da governança corporativa” (YOON; KIM; LEE, 2020).

Nos últimos anos, tem sido observado um aumento significativo na divulgação ESG por parte das empresas em todo o mundo, numa busca por manter sua competitividade diante de um cenário empresarial em constante mudança (YADAV; PRASHAR, 2022). Nesse sentido, as empresas que incorporam abordagens ESG em suas decisões priorizam aspectos ambientais que visam minimizar impactos negativos ao lançar produtos e serviços, alinhando estratégias corporativas com as demandas da comunidade e do meio ambiente (ALMAQTARI *et al.*, 2023). Por outro lado, a falta de divulgação ESG pode conduzir a investimentos inadequados em setores de elevado risco, com potencial para causar impactos ambientais negativos ou práticas discriminatórias em relação aos trabalhadores (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021). Essa ausência de informações transparentes dificulta a avaliação completa dos riscos associados a determinados ativos, aumentando a incerteza para os investidores. Portanto, ao adotar práticas transparentes e responsáveis nas áreas ESG, a empresa pode experimentar melhorias em diversos aspectos, incluindo: melhoria na vantagem competitiva, maior aceitação dos investidores, aprimoramento na reputação e no desempenho futuro (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021).

A relevância para a divulgação de relatórios ESG, é perceptível no mercado de ações, uma vez que os investidores estão optando por realizar investimentos em empresas socialmente responsáveis, o que denota que, para além dos lucros financeiros, os *stakeholders* também estão buscando benefícios não monetários (ALSAYEGH; ABDUL RAHMAN; HOMAYOUN, 2020), ao investir em negócios que melhor atendam às suas preocupações ambientais e sociais (ZAMAN; ELLILI, 2022). À medida que um número crescente de investidores adota a perspectiva de investimento responsável, a importância da divulgação ESG aumenta significativamente (YU; VAN LUU, 2021). Essa tendência reflete a crescente conscientização sobre a relevância dos critérios ambientais, sociais e de governança na tomada de decisões de investimento. Portanto, é necessário que os investidores obtenham informações ESG adequadas, para tomar as suas decisões ao investir recursos nas empresas (ZAMAN; ELLILI, 2022). Isso, auxiliará os investidores a fazerem escolhas considerando a performance global da empresa, e não apenas seu desempenho financeiro (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021).

Apesar da demanda do mercado e de muitas empresas divulgarem de forma voluntária as informações ESG, não existia, até recentemente a nível internacional, uma norma que tornasse essas divulgações obrigatórias, o que traria mais segurança ao investidor e uma padronização das informações. Entretanto, em 2023, o *International Accounting Standards Board (IASB)*, estabeleceu que as divulgações sobre as informações financeiras relacionadas a

sustentabilidade se tornariam obrigatórias a partir do ano de 2024, por meio da norma IFRS S1. O objetivo principal da norma é traçar os requisitos gerais para a divulgação de informações financeiras relacionadas com a sustentabilidade, exigindo que as empresas divulguem informações sobre os seus riscos e oportunidades relacionados com a sustentabilidade que sejam úteis aos utilizadores primários dos relatórios financeiros e na tomada de decisões relacionadas com o fornecimento de recursos a essas empresas. Além disso, as empresas também são obrigadas a divulgar em seus relatórios informações abrangentes sobre governança, estratégia, gestão de risco, métricas e metas que permitem que os utilizadores dos relatórios compreendam esses aspectos da entidade para gerir os riscos e oportunidades relacionados com a sustentabilidade e seus efeitos financeiros (IFRS S1). Dessa maneira, a norma visa permitir que os investidores tenham acesso a informações ESG autênticas fornecidas pelas empresas, e poderão tomar as suas decisões de forma confiável antes de alocar seus recursos.

Diversas teorias visam explicar a divulgação de informações ESG pelas empresas. Segundo a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), os riscos morais surgem devido à assimetria de informação, o que permite que o agente retenha informações do investidor (principal). Isso leva a uma alocação ineficiente de recursos no mercado, com a supervalorização de desempenhos mais fracos e a subestimação de desempenhos superiores. Se não houver um monitoramento adequado, os gestores podem ser motivados por incentivos de curto prazo, muitas vezes relacionados à sua remuneração imediata, prejudicando a divulgação sustentável de longo prazo e a confiança das partes interessadas (ALSAYEGH; ABDUL RAHMAN; HOMAYOUN, 2020).

As empresas divulgam informações adicionais para facilitar a comunicação entre administração e acionistas, o que tende a reduzir o problema principal-agente, os custos de capital e a assimetria informacional. Este fato também aumenta a confiança dos investidores ao fornecer transparência sobre riscos e oportunidades futuras (ALSAYEGH; ABDUL RAHMAN; HOMAYOUN, 2020). Rua e Yu (2023) argumentam que além de os investidores influenciarem as empresas a serem mais responsáveis, as organizações estão cada vez mais se envolvendo em atividades de RSC e questões ESG. Fatores como origem legal, características em níveis de país (preferências sociais, regulamentações, instituições políticas e cultura) e de empresa (estrutura de propriedade, governança corporativa e desempenho financeiro), bem como, a influência dos principais executivos, são os principais impulsionadores das atividades ESG pelas empresas (RAU; YU, 2023) e tais atividades tendem a minimizar a assimetria de informação (MARTÍNEZ-FERRERO *et al.*, 2018; HAMROUNI *et al.*, 2022).

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa (GC) caracteriza-se como um órgão decisório da empresa, responsável pela definição de prioridades e objetivos estratégicos em diversas áreas, incluindo os resultados financeiros que podem afetar o desempenho da companhia (ROSI *et al.*, 2021). Assim, a GC possui um papel crucial na implementação de práticas corporativas éticas em todas as áreas da estrutura organizacional, bem como, nas interações com os funcionários, clientes, credores, acionistas e órgãos reguladores (GALLEGO-ÁLVAREZ; PUCHETA-MARTÍNEZ, 2020). A partir dos mecanismos de GC, as empresas podem manter sua legitimidade junto à comunidade e a sua efetiva implementação incentivará as empresas a considerarem seu papel e impacto na comunidade (SOLIKHAH *et al.*, 2022). Além disso, a GC desempenha um papel importante no monitoramento e aconselhamento da tomada de decisões da alta administração, incluindo investimentos estratégicos em sustentabilidade (LU, 2021).

A Teoria da Agência é a teoria mais proeminente usada para examinar a associação entre GC (em especial os atributos do conselho) e divulgações de sustentabilidade (HUSSAIN, RIGONI; ORIJ, 2018; HELFAYA; MORRIS; ABOUD, 2023). Essa teoria prevê que as empresas protejam os investidores e reduzam os conflitos de agência por meio de mecanismos de controle, como as estruturas de GC (JENSEN; MECKLING, 1976) e fornece a justificativa de como um conselho monitora a administração em nome dos acionistas (FAMA; JENSEN, 1983). Nesse sentido, o conselho de administração é frequentemente considerado um dos componentes essenciais do sistema de GC (ROSSI *et al.*, 2021) e figura fortemente na melhoria da transparência da empresa, aumentando a divulgação de informações de RSC/ESG (GALLEGO-ÁLVAREZ; PUCHETA-MARTÍNEZ, 2020).

O conselho de administração é o órgão da empresa responsável pelo desenvolvimento de estruturas eficazes para monitorar e gerenciar as operações das empresas (LU, 2021), pelas decisões de alocação de recursos, os compromissos de RSC/ESG relacionado com as partes interessadas e a sociedade, entre outras (PUCHETA-MARTÍNEZ; GALLEGU-ÁLVAREZ, 2019). As decisões do conselho de administração também têm um papel significativo na determinação do nível de divulgação voluntária (MAHMOOD *et al.*, 2018), sendo também responsável pela prestação de contas e transparência empresarial por meio dos relatórios (ROSSI *et al.*, 2021). Deste modo, o papel do conselho de administração ultrapassa a necessidade de atingir os objetivos dos acionistas, mas também deve levar em conta os interesses de outras partes interessadas (IBRAHIM; HANEFAN, 2016).

Diante de uma variedade de atribuições um conselho de administração para ser eficaz precisa da combinação apropriada de experiência e capacidades para avaliar a gestão, as estratégias de negócios da empresa, assim como, seu impacto nas políticas de sustentabilidade (LU, 2021), pois é um dos mecanismos de GC que tem recebido mais atenção por parte dos investidores (ROSI *et al.*, 2021) e de outras partes interessadas. Como o conselho desempenha um papel importante, precisa garantir que sua representação seja equilibrada e reflita os interesses das diversas partes interessadas e sociedade (IBRAHIM; HANEFDAH, 2016).

Dentre os mecanismos de GC, nesta pesquisa foram analisados os seguintes atributos do conselho de administração para explicar a assimetria de informação: tamanho do conselho, independência do conselho, dualidade do CEO e a presença de mulheres no conselho com base na Teoria da Agência, atributos estes que são discutidos na sequência.

2.2.1 Tamanho do Conselho de Administração

O tamanho do conselho refere-se ao número de conselheiros que compõem o conselho de administração (KENGATHARAN; SIVAKARAN, 2019). Na literatura, há uma atenção considerável em relação à discussão sobre o número ideal de conselheiros, uma temática amplamente explorada na temática de Governança Corporativa (LU, 2021), no entanto, as pesquisas que o abordam ainda são inconclusivas sobre o tamanho ideal. Pesquisadores argumentam que um tamanho ideal pode variar entre 5 a 16, dependendo do tamanho, setor, complexidade e natureza da empresa (MAHMOOD *et al.*, 2018). Nesse sentido, o tamanho do conselho de administração deve ser um fator decisivo e influente na minimização de manipulações ou inadequações na gestão, bem como, na definição de limites para a divulgação e transparência corporativa (ALDUAIS; ALMASRIA; AIROUT, 2022).

Conselhos grandes sugerem diversidade, maior versatilidade em *expertises* e mais perspectivas em mobilizar recursos (SHU; CHIANG, 2020), além de afetar a seleção de estratégias (LU, 2021). Para Mahmood *et al.* (2018), conselhos maiores são considerados para obter uma variedade de recursos a baixo custo e melhor desempenho. No entanto, quando o número de conselheiros aumenta além de um certo valor, os problemas de comunicação e coordenação superam as vantagens (WANG *et al.*, 2018). À medida que o conselho se expande, sua eficácia de monitoramento diminui, resultando em maior assimetria de informações, contribuindo para um aumento na volatilidade do valor de negociação (HAMROUNI *et al.*, 2022; TESSEMA, 2019). A Teoria da Agência sugere que é mais complicado para conselhos maiores chegar a um consenso, e isso pode criar problemas de agência, pois as decisões tomadas

podem não refletir os interesses de todos os envolvidos e impactar o desempenho (WANG *et al.*, 2018).

Nesse caso, conselhos de administração com poucos membros serão mais eficientes e eficazes na supervisão e monitoramento dos gestores, do que conselhos com mais membros (PUCHETA-MARTÍNEZ; GALLEGO-ÁLVAREZ, 2019). Portanto, esses conselhos são considerados bons para tomar decisões rápidas e desenvolver estratégias para atender os interesses dos *stakeholders* (JENSEN, 1993; RAHMAN; REHMAN; ZAHID, 2018). Além disso, defensores do tamanho reduzido do conselho alegam que quadros pequenos de membros são mais eficazes em comunicação, coordenação e tempo para discussão (RAHMAN; ZAHID; KHAN, 2021). No entanto, o tamanho reduzido do conselho traria sobrecarga de trabalho, além de prejudicar a diversidade, pois, conselhos com poucos membros podem apresentar falta de diversidade de *expertise* (GUEST, 2009), o que afetaria negativamente os papéis de controle e assessoria do conselho (PUCHETA-MARTÍNEZ; GALLEGO-ÁLVAREZ, 2019).

Algumas atividades essenciais do conselho como o monitoramento, controle e divulgações de relatórios, sejam eles financeiros ou não, são afetados pelo tamanho do conselho, dependendo da quantidade de membros pode ocorrer sobrecarga de trabalho. Neste contexto, considerando que a divulgação ESG/RSC requer uma carga de trabalho adicional, é esperado que os conselhos levem isso em consideração (PUCHETA-MARTÍNEZ; GALLEGO-ÁLVAREZ, 2019).

2.2.2 Independência do Conselho de Administração

Conforme a Teoria da Agência, Fama e Jensen (1983) defendem que o conselho de administração deve ser composto por uma maior proporção de diretores não executivos (externos) para ajudar na tomada de decisões e na monitorização de potenciais conflitos de interesses entre gestores e acionistas. Além disso, diretores externos têm um papel crucial na melhoria da GC e no desenvolvimento de processos decisórios sobre a RSC/ESG (COLAKOGLU; ERYILMAZ; MARTÍNEZ-FERRERO, 2021). Ainda conforme essa teoria, à medida que a proporção de membros independentes cresce, a tendência oportunista do gestor em esconder informações úteis diminui, o que contribui para melhorar a qualidade dos relatórios (VITOLLA; RAIMO; RUBINO, 2020) e aumenta a probabilidade de o conselho desenvolver um monitoramento mais efetivo (LIAO; LUO; TANG, 2015).

Conselhos com maior proporção de conselheiros externos demonstram maior habilidade em equilibrar a responsabilidade financeira e ambiental, bem como, os objetivos de curto e longo prazo (LIAO; LUO; TANG, 2015). Diretores independentes contribuem para o aumento do valor de longo prazo das empresas ao considerar os interesses dos *stakeholders* no desenvolvimento de estratégias (RAHMAN; IBRAHIM; AHMAD, 2017), uma vez que conselheiros externos normalmente têm interesses financeiros imateriais na empresa (LIAO; LUO; TANG, 2015).

Os diretores independentes têm a capacidade de fornecer um *feedback* mais imparcial sobre a gestão e o desempenho da empresa (LIAO, LUO; TANG, 2015), além de pressionar por mais RSC, pois são impulsionadores da divulgação de RSC/ESG (GALLEGO-ÁLVAREZ; PUCHETA-MARTÍNEZ, 2020). Além disso, conselheiros independentes reduzem o custo de agência da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976) e são mais eficazes no monitoramento (LIAO; LUO; TANG, 2015; IBRAHIM; HANEFAN, 2016; SHU; CHIANG, 2020; VITOLLA; RAIMO; RUBINO, 2020), levando os gestores a melhorarem a qualidade dos relatórios (VITOLLA; RAIMO; RUBINO, 2020). Nesse sentido, espera-se que os gerentes divulguem mais informações voluntárias (TESSELMA, 2019), reduzindo com isso a assimetria da informação entre os participantes do mercado. Conselheiros independentes são menos influenciados pelo CEO e mais inclinados a cumprir suas responsabilidades de governança, anulando decisões que prejudiquem os acionistas, ao contrário de conselhos com membros internos mais subordinados ao CEO (ALVES, 2023).

Os conselheiros independentes têm motivos para aprimorar a eficácia do monitoramento do conselho, pois sua reputação e valor como especialistas em decisões de controle dependem da sua atuação nesse papel (SHU; CHIANG, 2020). De fato, conselheiros independentes, preocupados com sua reputação no mercado de trabalho, são mais propensos a confrontar o CEO quando a qualidade dos ganhos é ruim (FAMA; JENSEN, 1983). Portanto, melhorar a qualidade do monitoramento incentivará melhores relatórios financeiros e o aumento da qualidade do lucro (SOLIKHAH *et al.*, 2022). Neste caso, os diretores independentes nos conselhos provavelmente exigirão ganhos de maior qualidade para mitigar problemas de agência, proteger os acionistas, bem como, suas reputações (ALVES, 2023).

Conselheiros independentes têm maiores incentivos do que os diretores internos para encorajar as empresas a divulgarem mais informações aos investidores (TESSEMA, 2019). Shu e Chiang (2020) identificaram uma correlação positiva entre a proporção de conselheiros independentes e a divulgação voluntária. Da mesma forma, Menicucci e Paolucci (2023)

constatarem uma relação positiva entre a independência do conselho e a divulgação ESG. Defensores dessa corrente alegam que quanto maior a independência do conselho, maior a probabilidade de as empresas enfatizarem os interesses sociais e a legitimidade organizacional e divulgarem mais informações de RSC/ESG (KENGATHARAN; SIVAKARAN, 2019). No entanto, segundo Gallego-Álvarez e Pucheta-Martínez (2020), os determinantes da divulgação da RSC dependem da economia emergente ou em desenvolvimento que as empresas operam.

Por outro lado, reduzir o número de membros internos do conselho pode prejudicar a empresa porque os conselheiros externos carecem de conhecimento e experiência para conduzir a empresa adequadamente (TESSEMA, 2019). Consistente com essa visão, Mahmood *et al.* (2018), Nakprasit e Rattanayong (2019) e Pucheta-Martínez e Gallego-Álvarez (2019), não encontraram relação entre o número de diretores independentes e a divulgação de RSC/ESG, sugerindo que existe pouca contribuição do número de diretores independentes na decisão de divulgação de RSC/ESG. Além disso, Tessema (2019), documentou uma correlação negativa entre conselhos independentes e a assimetria de informação. Isso indica que à medida que a proporção de conselheiros independentes aumenta, a assimetria de informação tende a diminuir.

2.2.3 Dualidade do CEO

A dualidade do CEO ocorre quando uma única pessoa assume o cargo de CEO (gestão) e a posição de presidente (controle) do conselho de administração, o que resulta em uma centralização do poder gerencial (SURROCA; TRIBÓ, 2008). A Teoria da Agência destaca que a combinação das funções de decisão e controle reduz a eficácia do conselho de monitorar efetivamente as decisões e ações do CEO, dando ao CEO mais liberdade para satisfazer seus próprios interesses do que os dos acionistas (FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN, 1993). Além do enfraquecimento do monitoramento efetivo pelo conselho, a dualidade pode provocar o aumento da probabilidade de fraudes (LU; ABEYSEKERA; CORTESE, 2015), pois permite que o CEO controle efetivamente às informações disponíveis para outros membros do conselho (ALVES, 2023). Pelo fato de o CEO ter amplo conhecimento e mais acesso às informações da empresa, a dualidade do CEO pode capitalizar a assimetria informacional influenciando os processos de tomada de decisão do conselho (KIM *et al.*, 2009).

Além disso, a dualidade do CEO pode agravar os problemas de agência, resultando potencialmente em uma diminuição da qualidade dos lucros e um aumento no gerenciamento de resultados (ALVES, 2023). De acordo com Jensen (1986), quando o poder está concentrado nas mãos de uma única pessoa, há maior probabilidade de que essa pessoa possa desenvolver

estratégias que beneficiem seus interesses pessoais em detrimento da empresa, pois geralmente são avaliados e remunerados com base no desempenho financeiro e como não é muito provável que possam controlar diretamente o desempenho do mercado de ações, podem tentar controlar as medidas baseadas na contabilidade (ALVES, 2023). A Teoria da Agência também sugere que os interesses privados do CEO provavelmente afetam o grau em que participam de atividades e divulgações de RSC/ESG (GALLEGO-ÁLVAREZ; PUCHETA-MARTÍNEZ, 2020), pois muitas vezes os CEOs utilizam de tais práticas para esconder o gerenciamento de resultados.

O efeito da dualidade do CEO na divulgação de RSC foi examinado em pesquisas anteriores, fornecendo resultados contraditórios. Consistente com a Teoria da Agência, é provável que os interesses pessoais dos gestores afetem seu compromisso com práticas e divulgações de RSC (PUCHETA-MARTÍNEZ; GALLEGO-ÁLVAREZ, 2019). Alves (2023) encontrou evidências de que a dualidade do CEO intensifica o problema de agência e a dualidade do CEO apresentou um impacto negativo na qualidade dos resultados, o que ocasiona menor qualidade de ganhos.

Shiah-Hou (2021), abordam que o CEO tende a tomar decisões visando seu próprio interesse, em detrimento dos acionistas e da transparência na divulgação financeira. Por outro lado, os CEOs podem ser incentivados a divulgar informações de RSC/ESG, porque isso sinaliza para a sociedade e partes interessadas o seu envolvimento com questões de RSC e podem utilizar esta divulgação como um instrumento oportunista para aumentar sua reputação (PUCHETA-MARTÍNEZ; GALLEGO-ÁLVAREZ, 2019).

2.2.4 Presença de Mulheres no Conselho de Administração

A influência da mulher na composição da diretoria e no desempenho da empresa tem sido objeto de amplo debate. Este tópico atraiu a atenção de pesquisadores, grupos de investidores e formuladores de políticas, consolidando-se como uma prioridade em diversos países (SIDDIQUI; ATIQUE, 2020). Historicamente, as diretorias e a composição do conselho de administração eram uma atribuição predominantemente masculina (SARANG; AUBERT; HOLLANDTS, 2023). No entanto, nas últimas décadas, o papel do gênero na sala de reuniões tem sido um aspecto significativo da governança corporativa, pois constata-se que as mulheres são diferentes, ética e socialmente, dos homens (BUSS, 2005). As mulheres diretoras tendem a ser menos orientadas por motivações pessoais e se distinguem dos homens em aspectos como

“traços de personalidade, maneira de se comunicar, formação educacional, bagagem profissional e áreas de especialização” (BUSS, 2005, p. 372).

Para Kim e Starks (2016) a presença feminina nos conselhos corporativos contribui com habilidades complementares, resultando em uma melhoria na eficácia do assessoramento prestado pelo conselho. Além disso, a inclusão de diretoras diversifica a experiência do conselho, proporcionando uma perspectiva diferenciada em comparação com seus colegas do sexo masculino. Assim, uma maior efetividade consultiva está positivamente associada ao desempenho da empresa (KIM; STARKS, 2016).

Em virtude de seus valores éticos e de uma postura mais cautelosa em relação ao risco, as mulheres diretoras desempenham um papel mais eficiente como monitoras. Sua contribuição se reflete na mitigação da assimetria de informações, resultando em um aprimoramento do controle sobre a função de relatórios financeiros corporativos (GUL; HUTCHINSON; LAI, 2013). Uma presença mais significativa de mulheres no conselho de administração melhora o processo de monitoramento e, por conseguinte, provavelmente atenua a disparidade de informações entre gestores e acionistas (ABAD *et al.*, 2017). Nesse contexto, várias teorias têm explorado a participação feminina nos conselhos de administração e a proporção ideal delas nas salas de reuniões. Entre essas teorias, destacam-se a Teoria da Agência e da massa crítica.

A Teoria da Agência propõe que os mecanismos de governança corporativa auxiliam na diminuição das informações assimétricas entre investidores internos e externos, assim como entre os participantes do mercado (CHUNG; ELDER; KIM, 2010). Neste contexto, Jensen e Meckling (1976) defendem que o conselho corporativo desempenha um papel crucial como um mecanismo de controle interno essencial para proteger os interesses dos acionistas. Diante disso, Abad *et al.* (2017) afirmam que a presença das diretoras na sala de reuniões mostra um sinal de melhores práticas de governança, melhora o processo de monitoramento e reduz a assimetria da informação, pois a diversidade nos conselhos traz experiências e habilidades variadas que provavelmente afetarão positivamente as funções de controle interno dos conselhos. Além disso, diversas orientações de governança corporativa defendem a ampliação da presença de mulheres nos conselhos de administração das empresas, buscando a diversidade do ambiente socioeconômico no qual as empresas estão inseridas (BOWRIN, 2013).

De acordo com essa teoria as mulheres diretoras potencializam a efetividade da governança corporativa, sinalizam melhores práticas de governança e estão associadas a um monitoramento rigoroso e a maiores divulgações e transparência (SARANG *et al.*, 2022). Assim, um estilo de liderança feminino pode promover a divulgação de questões ESG e,

consequentemente, as mulheres conselheiras podem ser boas condutoras de questões de RSC (PUCHETA-MARTÍNEZ; GALLEGO-ÁLVAREZ, 2019). Deste modo, a presença de mulheres em posições de liderança tem o potencial de fomentar comportamentos mais socialmente responsáveis na organização. No entanto, a representação feminina na liderança não garante, de forma automática, práticas socialmente responsáveis, uma vez que seu poder de influenciar as decisões do conselho é baixo e é ditado pela orientação de diretores homens para questões de sustentabilidade (KAPOTAS, 2010; MAHMOOD *et al.*, 2018).

No que se refere à Teoria da massa crítica, Sarang, Aubert e Hollandts (2021) documentam que, à medida que a presença de mulheres diretoras cresce, atingindo uma massa crítica, também cresce sua participação nas tomadas de decisões corporativas. Para explicar essa teoria Konrad, Kramer e Erkut (2008), entrevistaram CEOs, diretoras e secretárias corporativas em uma seleção de empresas da Fortune 1000 e descobriram que a incorporação de mais diretoras mulheres nos conselhos de administração teve impactos notáveis. Os resultados revelaram que, à medida que o número de diretoras aumenta, seus envolvimento no processo decisório corporativo também aumentam, tornando-se mais ativas. As mulheres solitárias nos conselhos enfrentavam isolamento, sendo que a adição de uma segunda diretora era útil, mas nem sempre eficaz. Contudo, quando havia, pelo menos, três diretoras, ocorria uma mudança significativa: suas vozes eram mais audíveis, e não relatavam mais serem ignoradas ou isoladas. Nessa "massa crítica" de três ou mais, outros membros do conselho começavam a percebê-las simplesmente como diretoras, não mais como "diretoras mulheres", indicando uma transformação na percepção e influência das mulheres nos conselhos.

A Teoria da massa crítica também argumenta que a presença de mulheres no conselho é crucial para avaliar o valor que elas acrescentam ao conselho. Enquanto uma mulher membro do conselho pode oferecer uma contribuição positiva, as empresas que contam com três ou mais mulheres no conselho provavelmente experimentarão benefícios ainda maiores oriundos de suas contribuições (VIRTANEN, 2012).

Em síntese, a influência positiva das mulheres nos conselhos corporativos, destacada pela Teoria da Agência e da massa crítica, contribui para aprimorar a eficácia da liderança e o desempenho empresarial. A diversidade nos conselhos, conforme sugere a Teoria da Agência, fortalece a governança ao melhorar o monitoramento e reduzir a assimetria de informações (ABAD *et al.*, 2017). A Teoria da massa crítica enfatiza que a presença de três ou mais mulheres no conselho resulta em uma transformação significativa, aumentando sua influência e alterando a percepção no ambiente corporativo (SARANG; AUBERT; HOLLANDTS, 2021).

2.3 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

A informação é considerada um recurso de mercado altamente valioso e desempenha um papel fundamental, podendo influenciar nas decisões de negociação de ações por investidores no mercado de capitais (NAQVI *et al.*, 2021). A assimetria de informação é uma lacuna de conhecimento ou informação entre os investidores. Refere-se a situações de negociação, quando um determinado grupo informado tem acesso superior a informações confidenciais sobre a empresa em relação a grupos desinformados, que acessam apenas informações de mercado (MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016; MARTÍNEZ-FERRERO *et al.*, 2018).

Na prática os gerentes costumam ter informações melhores do que os acionistas externos e as partes interessadas (CUI; JO; NA, 2018), podendo utilizar essas informações a seu favor de forma oportunista (CHO; LEE; PFEIFFER JR., 2013). A assimetria de informação também ocorre quando os investidores compartilham informações igualmente, mas suas interpretações são diferentes (HOUROUN *et al.*, 2021).

Nesse sentido, a assimetria de informação pode causar incerteza no mercado de ações e impõe custos ao introduzir o fenômeno da seleção adversa nas transações. Isso ocorre porque os investidores mais bem informados utilizam informações privadas durante as negociações (AKERLOF, 1970). Por outro lado, a transparência é um mecanismo que reduz essa assimetria de informação entre as partes (MARTÍNEZ-FERRERO *et al.*, 2018).

Um das maneiras da empresa ser mais transparente é por meio da divulgação de suas atividades, tanto financeiras quanto não financeiras. A divulgação de informações corporativas não financeiras é vista como uma das soluções para reduzir a assimetria informacional (DHALIWAL *et al.*, 2011) e a divulgação de informações não financeiras de RSC/ESG oferece insights valiosos para os participantes do mercado de capitais (YOON; LEE, 2019).

De acordo com a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), a divulgação da informação é empregada para eliminar a lacuna de informação (DHALIWAL *et al.*, 2011), e consequentemente, mitigar os custos de agência. Dessa forma, os gerentes podem melhorar a transparência das informações divulgando as atividades voltadas a RSC/ESG (CUI; JO; NA, 2018), o que permite que os gerentes tomem melhores decisões de investimento e tende a diminuir o comportamento gerencial oportunista (CHO; LEE; PFEIFFER JR., 2013).

Portanto, para mitigar o problema da assimetria de informação, é crucial promover a transparência no mercado e garantir que as informações relevantes sejam divulgadas de forma

justa e igualitária a todas as partes interessadas. Regulamentações e práticas de governança corporativa efetivas podem ajudar a reduzir a assimetria de informação e promover um ambiente de negócios equitativo e confiável para todos os participantes do mercado de ações (DHALIWAL *et al.*, 2011; CUI; JO; NA, 2018; KHAN *et al.*, 2021). Além disso, as divulgações ESG representam um eficaz engajamento corporativo com a responsabilidade ambiental e servem como um importante instrumento para salvaguardar os interesses das partes interessadas (EKARA HELFAYA; MOUSSA, 2017).

2.4 HIPÓTESES DE PESQUISA E MODELO TEÓRICO

Neste tópico buscou-se apresentar por meio de argumentos e evidências de estudos anteriores as hipóteses propostas para a pesquisa, sobre o efeito da divulgação ESG e do conselho de administração na assimetria de informação. No final da fundamentação das hipóteses evidencia-se o modelo teórico de análise da pesquisa com o resumo das hipóteses.

2.4.1 Efeito da divulgação ESG na Assimetria de Informação

A literatura distingue os diferentes aspectos do ESG/RSC como o desempenho e a divulgação (HAMROUNI *et al.*, 2022). O presente estudo se concentra nas divulgações ESG, uma vez que a assimetria de informações está mais ligada ao nível de informação do que ao desempenho ESG (HAMROUNI *et al.*, 2022). A assimetria de informação de acordo com a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) refere-se a um ambiente de mercado onde alguns atores têm mais informações do que outros. Abrange situações de negociação, quando um determinado grupo informado tem acesso superior a informações confidenciais sobre a empresa em relação a grupos desinformados, que acessam apenas informações de mercado (MARTÍNEZ-FERRERO *et al.*, 2018). Também ocorre quando os acionistas compartilham informações igualmente, mas suas interpretações são diferentes (HAMROUNI *et al.*, 2022) e representa uma situação em que um conjunto de pessoas possui maior acesso a dados confidenciais relacionados a uma empresa (NAQVI *et al.*, 2021; REHMAN *et al.*, 2022).

No mercado de capitais, é comum que os gestores detenham informações mais abrangentes sobre o negócio e os ganhos da empresa em comparação aos participantes externos, o que acentua a assimetria informacional (KIM; PARK, 2023). Esse fenômeno da assimetria informacional torna-se mais relevante quando o agente e o principal têm interesses e objetivos distintos, sendo um desafio para o principal monitorar as atividades do gerente (NAQVI *et al.*,

2021). Quando essa condição ocorre, surge o problema de agência e aumenta o custo de agência para a empresa (JENSEN; MECKLING, 1976). Esse problema é uma ocorrência frequente entre investidores e gerentes, pois os gerentes aproveitam informações privilegiadas para obter benefícios privados (HEALY; PALEPU, 2001). Essa prática pode gerar conflitos de interesse entre gestores e investidores, evidenciando a importância de monitoramento e alinhamento de incentivos na relação principal-agente.

A divulgação ESG tende a reduzir o comportamento gerencial oportunista, o que permite aos gestores tomarem decisões de investimento mais informadas para as empresas e, conseqüentemente, diminui a assimetria informacional (CHO; LEE; PFEIFFER JR., 2013; HAMROUN *et al.*, 2021). Os gestores empregam a divulgação ESG como um meio de aumentar a transparência e aprimorar as estratégias de informações, visando reduzir a lacuna informacional entre todos os investidores, por meio de esforço gerencial (DHALIWAL *et al.*, 2011; YOON; LEE, 2019; HAMROUN *et al.*, 2021), fornecendo informações relevantes não financeiras para os mercados financeiros (YOON; LEE, 2019; HAMROUN *et al.*, 2021), melhorando a comunicação entre *insiders* e *outsiders* (YOON; LEE, 2019), suprimindo a seleção adversa enfrentada por investidores com pouca informação (CHO; LEE; PFEIFFER, 2013). As informações ESG são essenciais aos investidores ao tomarem decisões na compra e venda de ações no mercado de capitais (NAQUIVI *et al.*, 2021). Além disso, tendem a melhorar a precisão das previsões dos analistas (DHALIWAL *et al.*, 2011; CUI; JO; NA, 2018), o que gera mais confiança ao investidor e fortalece a integridade do mercado (HAMROUNI *et al.*, 2022). Para tanto, a divulgação ESG, está associada a benefícios como a influência no custo de capital e preço de mercado (DHALIWAL *et al.*, 2011) e um melhor desempenho financeiro das empresas (DHALIWAL *et al.*, 2012; NAQVI *et al.*, 2021).

Pesquisas anteriores analisaram o efeito da divulgação ESG/RSC na assimetria da informação em mercados de capitais e a maioria dos estudos evidenciaram uma relação negativa (CORMIER; LEDOUX; MAGNAN, 2011; DHALIWAL *et al.*, 2011; 2012; MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016; SIEW; BALATBAT; CARMICHAEL, 2016; MARTÍNEZ-FERRERO *et al.*, 2018). Os resultados negativos dessa relação sugerem que, para as empresas reduzirem o nível de assimetria de informação, é necessário que se envolvam em mais atividades ESG.

A literatura oferece evidências de que as empresas que divulgam informações independentes sobre RSC/ESG reduzem os erros nas previsões dos analistas e diminuem a lacuna de informações ao mitigar o problema de agência, demonstrando que um nível mais

elevado de transparência está alinhado com a diminuição da assimetria de informações (MARTÍNEZ-FERRERO *et al.*, 2018). Além disso, a divulgação social e ambiental mostra-se mutuamente substitutiva na diminuição da assimetria informacional, e há indícios de que o efeito é mais significativo quando se trata da divulgação ambiental, especialmente em relação a variáveis como dívidas, riscos e litígios (CORMIER; LEDOUX; MAGNAN, 2011). As atividades de RSC/ESG também reduzem o atrito no mercado e aperfeiçoam o acesso de informações para os investidores (NAQUIVI *et al.*, 2021).

Outros estudos examinaram como a presença de efeitos moderadores potencializam as divulgações de RSC/ESG e reduzem a assimetria de informação nos mercados de capitais. Cui, Jo e Na (2018) destacam a influência negativa da divulgação da RSC na assimetria da informação ao reduzir os erros de previsão dos analistas. O risco percebido por uma empresa pode influenciar sua divulgação de informações e seu compromisso com a transparência. Kim e Park (2023), revelaram que empresas com desempenho ESG assegurado por profissionais externos têm uma maior credibilidade, o que reduz a assimetria informacional. Cho, Lee e Pfeiffer Jr. (2013) revelaram que investidores institucionais, ao possuírem informações privadas, podem contribuir para a eficiência dos mercados de capitais ao disseminar informações para outros investidores por meio de suas negociações. Isso resulta em maior liquidez no mercado de ações e redução da assimetria de informações.

Siew, Balatbat e Carmichael (2016) descobriram que maiores divulgações ESG e a propriedade institucional minimizam a assimetria de informações, pois os proprietários institucionais tendem a explorar informações ESG privadas obtidas por meio de sua posição. Diebecker e Sommer (2017) ressaltam a importância da sustentabilidade corporativa para a redução da assimetria de informação considerando o contexto institucional e econômico do país, pois desempenha um papel crucial na intensidade desse efeito. Naqvi *et al.* (2021) concluíram que as empresas envolvidas em atividades de RSC com cobertura de analistas, conseguem reduzir a assimetria de informação e apresentar melhor desempenho.

Contrariando esses achados, Rehman *et al.* (2022) indicam que a incorporação de atividades de RSC não contribui para a mitigação da assimetria de informação em empresas. Para obter resultados mais eficazes, as empresas precisam incorporar uma estrutura de propriedade concentrada em suas operações, reduzindo assim a assimetria de informação. A concentração de propriedade tem um impacto significativo na redução da assimetria de informação, contribuindo para aprimorar a transparência e a governança corporativa nas

organizações. Para Cho, Lee e Pfeiffer Jr. (2013) o desempenho de RSC positivo ou negativo, fornece informações que ajudam a reduzir a assimetria de informações.

Embora a maioria da literatura indique que empresas que divulgam mais informações sobre atividades ESG/RSC experimentam um nível inferior de opacidade, essas descobertas não são conclusivas. Alguns estudos demonstram que a divulgação ESG está positivamente associada à assimetria de informações (MAGNANELLI; IZZO, 2017; HAMROUNI *et al.*, 2022). Magnanelli e Izzo (2017) abordam que as informações sociais fornecidas pelas empresas podem ser mal interpretadas, levando a conclusão de que essas informações não são consideradas nas decisões de mercado. Hamrouni *et al.* (2022) identificaram uma associação positiva entre a divulgação ambiental do ESG e o índice de opacidade, indicando que os acionistas estão preocupados na capacidade das empresas de maximizar sua riqueza e são neutros em relação ao envolvimento ambiental de suas empresas. Essa descoberta corrobora com a sugestão de Magnanelli e Izzo (2017) de que os operadores de mercado não compreendem completamente as declarações das empresas em seus relatórios de RSC/ESG e percebem as atividades de RSC como um desvio dispendioso de recursos da empresa.

Os resultados de Usman, Bernardes e Kananlua (2020) indicam que, de maneira geral, não há uma relação significativa entre a assimetria de informação e as práticas de RSC e a divulgação ESG. No entanto, variáveis específicas, como GRI (*Global Reporting Initiative*) e RSC no âmbito social, demonstraram uma associação negativa e significativa com a assimetria de informação. Estes achados sugerem que as práticas de RSC e a divulgação ESG apresentam uma influência limitada na redução da assimetria de informações, indicando que os investidores podem estar confiando mais em informações passadas do que em informações RSC/ESG recentes para suas decisões de investimento. Yoon e Lee (2019) também não encontraram uma relação clara entre a divulgação ESG e a dispersão das previsões dos analistas.

Com base nas informações apresentadas elaborou-se as seguintes hipóteses:

H₁: Existe relação negativa e significativa entre a divulgação ESG, ambiental (H1a), social (H1b) e de governança (H1c) e a assimetria de informação de empresas da América Latina.

2.4.2 Efeito do Conselho de Administração na Assimetria de Informação

O conselho de administração (CA) é o órgão da empresa responsável em desenvolver estruturas eficazes para monitorar e gerenciar as operações das empresas (LU, 2021), por meio de decisões de alocação de recursos, os compromissos de RSC/ESG relacionado com as partes interessadas e a sociedade, entre outras (PUCHETA-MARTÍNEZ; GALLEGO-ÁLVAREZ, 2019). As decisões do CA também desempenham um papel importante na determinação do nível de divulgação voluntária (MAHMOOD *et al.*, 2018), sendo também responsável pela prestação de contas e transparência da empresa por meio das divulgações (ROSSI *et al.*, 2021). Deste modo, o papel do CA ultrapassa a necessidade de atingir os objetivos dos acionistas, mas também deve levar em conta os interesses de outras partes interessadas (IBRAHIM; HANEFAH, 2016) e assim, desempenha um papel crucial na gestão da informação das empresas e na minimização da assimetria de informações.

A Teoria da Agência, proposta por Jensen e Meckling (1976), destaca a importância de as empresas protegerem os interesses dos investidores e reduzirem os conflitos de agência por meio de mecanismos de controle. Esta teoria oferece uma justificativa para o papel do CA na monitorização da administração em nome dos acionistas (FAMA; JENSEN, 1983). O CA é considerado um componente vital do sistema de Governança Corporativa (GC), desempenhando um papel crucial na melhoria da transparência da empresa. Essa melhoria é alcançada, em parte, por meio do aumento da divulgação de informações relacionadas à RSC/ESG (GALLEGO-ÁLVAREZ; PUCHETA-MARTÍNEZ, 2020). Assim, o CA é percebido como um elemento central na implementação de práticas que visam aprimorar a transparência e alinhar os interesses dos acionistas com os objetivos da empresa.

Dado que o CA é um dos principais mecanismos de GC e tem recebido considerável atenção por parte dos investidores e outras partes interessadas (ROSSI *et al.*, 2021), desempenha um papel crucial nesse contexto. Diante disso, a representação equilibrada no conselho é essencial para assegurar que reflita os interesses das diversas partes interessadas e da sociedade em geral, destacando a importância de uma composição diversificada para abordar efetivamente as complexidades do ambiente empresarial e as demandas das partes interessadas (IBRAHIM; HANEFAH, 2016). Para cumprir eficazmente suas atribuições, um CA necessita de uma combinação adequada de experiência e habilidades para avaliar a gestão, as estratégias de negócios e o impacto nas políticas de sustentabilidade da empresa (LU, 2021).

Neste contexto, nos últimos anos, a importância da divulgação ESG tem crescido significativamente, impulsionando as empresas a divulgarem informações relevantes e úteis sobre suas atividades ESG (BRAVO; REGUERA-ALVARADO, 2019). Embora pesquisas

tenham sido realizadas sobre o efeito da divulgação de RSC/ESG nas informações assimétricas (CHO; LEE; PFEIFFER JR., 2013; CUI; JO; NA, 2018; HAMROUNI *et al.*, 2022), outras pesquisas investigaram a relação entre as características do CA e as divulgações ESG (LU, 2021, ROSSI *et al.*, 2021; AGARWALA; PAREEK; SAHU, 2022; MENICUCCI; PAOLUCCI, 2023) e os efeitos do CA nas informações assimétricas, conforme apresentado no Quadro 1.

Quadro 1 – Principais mecanismos de GC analisados com a temática de assimetria da informação

Variáveis	Autores
Tamanho do conselho	Tessema (2019), Alduais, Almasria e Airout (2022), Akmal, Rashid e Amin (2022) e Almulhim (2023).
Mulheres no conselho	Elbadry, Gounopoulos e Skinner (2015), Abad <i>et al.</i> (2017) e Almulhim (2023).
Independência do conselho	Elbadry, Gounopoulos e Skinner (2015), Tessema (2019), Akmal, Rashid e Amin (2022), Alduais, Almasria e Airout (2022) e Almulhim (2023).
Dualidade do CEO	Tessema (2019), Hsu <i>et al.</i> (2021), Akmal, Rashid e Amin (2022), Alduais, Almasria e Airout (2022) e Almulhim (2023).
Experiência financeira da diretoria	Elbadry, Gounopoulos e Skinner (2015) e Almulhim (2023).
Atividade do conselho (Número de reuniões)	Elbadry, Gounopoulos e Skinner (2015) e Almulhim (2023).

Fonte: Elaborado pelo autor.

As decisões relativas às divulgações ESG/RSC são influenciadas por várias características de GC, como por exemplo, a independência do conselho de administração, o tamanho do conselho, a dualidade do CEO, a presença de mulheres no CA, entre outras. Isso indica que o conselho de administração previne a ocorrência de manipulações por parte dos gestores e assume a responsabilidade pela transparência e integridade dos relatórios, tanto financeiros como não financeiros (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse caso, os membros do conselho são ativos vantajosos para a empresa, pois contribuem com uma variedade de conhecimentos, *expertises* e recursos (MCGUINNESS; VIEITO; WANG, 2017).

No que diz respeito à relação entre o tamanho do conselho de administração (TAMCA) e a assimetria de informações, existem duas correntes de opinião sobre o tamanho ideal do conselho. A primeira corrente argumenta que conselhos com mais diretores são mais capazes de controlar e monitorar decisões gerenciais devido a seus recursos abundantes (ALMULHIM, 2023). Cheng (2008) aborda que um conselho maior reduz a imprecisão das previsões dos analistas (CHENG, 2008), outros autores argumentam que devido ao grande porte do conselho, a gestão da organização reduz os conflitos de agência e transmite sinais positivos à sociedade e aos *stakeholders* (BAE; MASUD; KIM 2018). Consistente com o entendimento de que o TAMCA maior reduz a assimetria da informação Bae, Masud e Kim (2018) revelaram uma

relação positiva entre o TAMCA e a assimetria de informação e concluíram que um conselho maior reduz o conflito de agência e envia um forte sinal ao mercado, de que o interesse dos investidores em geral (*stakeholders* e sociedade) está bem representado, levando a uma menor assimetria de informação. Abad *et al.* (2017) também encontraram uma relação positiva, o que sugere que conselhos maiores reduzem problemas de seleção adversa.

Outra corrente (TESSEMA, 2019; HAMROUNI *et al.*, 2022) argumenta que, considerando a perspectiva da tomada de decisão coletiva e da dinâmica de grupo, conselhos menores funcionam melhor. À medida que um conselho se torna maior, é mais fácil para o CEO influenciar e controlar as decisões do conselho (JENSEN, 1993). A Teoria da Agência sugere que é mais difícil para conselhos maiores chegarem a um consenso, o que pode gerar questões de agência e impactar seu desempenho (WANG *et al.*, 2018). Além disso, menos efetivo será no monitoramento do gerente (JENSEN, 1993) o que aumentará a assimetria de informações, especificamente o valor de negociação e a volatilidade no mercado (TESSEMA, 2019). Conselhos maiores também apresentam maior opacidade no mercado de ações e um CA maior tem um impacto na eficiência do controle do conselho, comprometendo a comunicação e a transmissão de informações (HAMROUNI *et al.*, 2022).

Conforme a Teoria da Agência, Akmal, Rashid e Amin (2022) e Almulhim (2023) documentam uma correlação negativa e significativa entre o TAMCA e a AI. Os autores relatam que o aumento do TAMCA resulta em maiores custos de gestão e é menos eficaz para o desempenho da instituição, podendo diminuir o fluxo de informações. Já Tessema (2019), Alduais, Almasria e Airout (2022) e Hamrouni *et al.* (2022) documentam uma relação positiva entre o TAMCA e o nível de assimetria informacional. Os resultados de Hamrouni *et al.* (2022) indicam que empresas que possuem conselhos maiores apresentam maior opacidade. Tessema (2019) constata que conselhos maiores são ineficazes porque os problemas de comunicação, coordenação e tomada de decisão são maiores. Assim, as empresas com um CA menor têm melhor desempenho. Esses estudos fornecem suporte para a afirmação de que conselhos de administração maiores têm mais dificuldade de coordenação e funcionamento e tendem a ser menos eficientes no monitoramento dos gerentes (JENSEN, 1993).

Nesse contexto, o número de conselheiros tende a influenciar a efetividade do controle do conselho, o que, por sua vez, afeta a comunicação e transmissão de informações. No geral, estudos anteriores destacam que o tamanho do conselho está associado à assimetria de informações. Alinhado com as discussões da Teoria da Agência e descobertas anteriores,

espera-se que o tamanho do conselho tenha impacto na redução da assimetria de informações no mercado de ações da América Latina. Portanto, formulou-se a segunda hipótese do estudo:

H₂: Existe relação negativa e significativa entre o tamanho do conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.

Além do TAMCA, a independência do conselho de administração (INDCA) também pode apresentar efeitos na assimetria de informações. Um conselho eficiente é composto principalmente por membros não executivos, pois garante que suas opiniões sejam independentes dos diretores internos (FAMA; JENSEN, 1983). A representação de conselheiros independentes em um conselho de administração é considerada um elemento-chave da GC (MAHMOOD *et al.*, 2018). Com base na Teoria da Agência, o CA tem o papel de reduzir o conflito de interesses, uma vez que possui o dever fiduciário de direcionar e supervisionar os gestores (NAKPRASIT; RATTANAYONG, 2019). A independência é uma característica essencial do CA, pois assegura a todas as partes interessadas que seus interesses serão considerados desde a fase de planejamento estratégico até a implementação (NAKPRASIT; RATTANAYONG, 2019). Além disso, a independência do conselho, aumenta a cobertura dos analistas e melhora a transparência (GOH *et al.*, 2016), o que sugere que conselhos mais independentes podem monitorar com mais rigor o comportamento dos executivos e, conseqüentemente, reduzir a assimetria informacional (TESSEMA, 2019).

Evidências empíricas da literatura sobre governança corporativa demonstram que os resultados da relação entre INDCA e assimetria de informações são divergentes (TESSEMA, 2019; ALDUAIS; ALMASRIA; AIROUT, 2022; HAMROUNI *et al.*, 2022). Salehi, Rezahi e Ansari (2014) revelaram uma relação positiva e significativa entre o número de membros independentes do conselho e a assimetria da informação. Estes resultados sugerem que ao aumentar o número de membros independentes e da propriedade institucional, a assimetria de informação aumenta. Tessema (2019) também encontrou uma relação positiva e significativa, o que revela que quanto maior é a proporção de conselheiros independentes, maior é o grau de assimetria. Para tanto, remover *insiders* do conselho pode prejudicar a empresa porque os diretores externos carecem de conhecimento e experiência para conduzir a empresa adequadamente (TESSEMA, 2019).

No entanto, Goh *et al.* (2016), Alduais, Almasria e Airout (2022) e Almulhim (2023) encontraram uma relação negativa e significativa, entre a INDCA e o grau de assimetria de

informação. Este resultado sugere que conselheiros independentes contribuem para diminuir a assimetria de informação no mercado de ações, pois a presença de membros independentes no conselho provavelmente reduzirá as despesas de agência, onde os provedores de serviços financeiros exercem um controle mais forte. Os achados de Hamrouni *et al.* (2022), também sugerem que um conselho mais independente está relacionado a uma menor assimetria informacional. Goh *et al.* (2016) documentam que uma maior independência do conselho leva a uma frequência maior de previsões da administração e a uma cobertura mais abrangente por parte dos analistas. Destacam que a independência do CA tem tanto um efeito direto na assimetria de informações quanto indireto por meio do aumento da transparência de informação. Estes resultados fornecem suporte para o quadro teórico da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), pois indicam que os CA's são mais eficientes se forem independentes, o que por sua vez melhora o ambiente de informação (HAMROUNI *et al.*, 2022).

Por fim, Abad *et al.* (2017) e Akmal, Rashid e Amin (2022) constataram que o percentual de administradores externos, não apresenta um efeito significativo sobre a assimetria de informação. Semelhante a esses achados, Gul, Srinidhi e Ng (2011) documentam que o número de conselheiros não-executivos independentes não tem um efeito significativo sobre o conteúdo informativo dos preços das ações.

Em consonância com as discussões e descobertas anteriores supracitadas, espera-se que a INDCA possibilite diminuir a assimetria de informações em empresas da América Latina. Assim, elaborou-se a terceira hipótese:

H₃: Existe relação negativa e significativa entre a independência do conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.

A dualidade do CEO ocorre quando o diretor executivo também ocupa o cargo de presidente do conselho de administração (HUSSAIN; RIGONI; ORIJ, 2018). A Teoria da Agência sugere que a presença da DUACEO estabelece uma dinâmica em que o CEO exerce maior controle sobre o CA, ao mesmo tempo em que o entrincheiramento do CEO reduz a eficácia do monitoramento exercido pelo conselho (TESSELMA, 2019). Nessa ótica, os interesses privados dos gestores provavelmente terão impacto no grau em que se envolvem em atividades e divulgação de RSC (PUCHETA-MARTÍNEZ; GALLEGO-ÁLVAREZ, 2019), e quais informações a empresa divulga (TESSELMA, 2019; ALDUAIS; ALMASRIA; AIROUT, 2022). Nesse sentido, é provável que os gestores relutem em fornecer uma divulgação

abrangente e de qualidade das atividades de RSC (JIZI, 2014), pois, apesar das empresas divulgarem mais informações de RSC/ESG, não necessariamente reportarão ganhos de melhor qualidade, resultando em informações menos transparentes (MUTTAKIN; KHAN; AZIM, 2015). Assim, muitas informações da empresa ficarão ocultas dos investidores (ALDUAIS; ALMASRIA; AIROUT, 2022) ocasionando a assimetria da informação no mercado.

Além disso, a dualidade do CEO tende a enfraquecer o papel de monitoramento do conselho e a probabilidade do aumento de fraudes (LU; ABEYSEKERA; CORTESE, 2015). Portanto, conceder poderes excessivos ao CEO, enfraquece o conselho e, em última análise, resulta em perda de riqueza para os acionistas (YADAV; PRASHAR, 2022). Diante da situação de dualidade do CEO, a assimetria de informação pode ser mitigada por meio de procedimentos legislativos, separando os cargos de presidente e CEO ou aumentando o número de conselheiros independentes (ALDUAIS; ALMASRIA; AIROUT, 2022). Por outro lado, há argumentos que sugerem que quando existe a dualidade do CEO, os CEOs têm interesses em incentivar o relatório de RSC, porque sinaliza para a sociedade e partes interessadas o seu envolvimento com tais questões (PUCHETA-MARTÍNEZ; GALLEGO-ÁLVAREZ, 2019).

Nesse contexto, a dualidade do CEO pode ser vista tanto como um sinal quanto como um instrumento de poder gerencial (JIZI *et al.*, 2014), dependendo do ponto de vista teórico analisado. Sob a ótica da Teoria da Agência, o comportamento gerencial oportunista provavelmente terá impacto sobre o grau em que as empresas se envolvem em atividades de sustentabilidade (NAKPRASIT; RATTANAYONG, 2019). Deste modo, as atividades socialmente responsáveis de uma empresa podem fazer parte da estratégia de entrincheiramento dos gerentes (SURROCA; TRIBÓ, 2008). Diante disso, os gerentes podem usar as práticas de RSC/ESG como incentivos oportunistas para encobrir a má conduta corporativa (JOUBER, 2020) ou quando tais práticas geram benefícios privados (DHALIWAL *et al.*, 2011).

A dualidade do CEO é considerada um mecanismo de governança ineficaz porque reduz a possibilidade de o conselho monitorar a gestão (TESSEMA, 2019). A dualidade do CEO também pode prejudicar o desempenho da empresa em situações em que o custo da informação é elevado, uma vez que pode interferir na capacidade de monitoramento do conselho de administração, resultando em uma maior assimetria de informação (HSU *et al.*, 2021). Em relação aos efeitos da dualidade do CEO na assimetria de informação, Almulhim (2023) identificou uma correlação positiva, indicando que a dualidade do CEO pode diminuir a efetividade do conselho nas atividades de monitoramento e controle, resultando potencialmente em um aumento nos custos de agência e a assimetria de informação.

Estes fatos confirmam os achados de Alduais, Almasria e Airout (2022) que relatam que se o CEO tiver chance de ser presidente, as informações ficarão mais ocultas, levando a maiores níveis de assimetria de informações. Por outro lado, Sougné, Laouti e Ajina (2013) não encontraram um efeito significativo entre a estrutura monista no CA e a assimetria de informação. Com resultados semelhantes, Tessema (2019) descobriu que o CEO atuando no conselho não afeta o nível de assimetria de informação. Deste modo, a quarta hipótese da pesquisa foi proposta:

H₄: Existe relação positiva e significativa entre a dualidade do CEO e a assimetria de informação de empresas da América Latina.

A diversidade de gênero em um CA é um tópico de debate significativo. Sua presença é vital na GC, já que mulheres e homens têm históricos culturais e sociais distintos, tornando sua representação uma dimensão crucial para a composição do CA (LIAO; LUO; TANG, 2015). Com base na Teoria da Agência, estudos empíricos relatam que mulheres no conselho sinalizam boas práticas de governança, melhoram os processos de monitoramento (ABAD *et al.*, 2017) e reduzem a assimetria de informação (SARANG *et al.*, 2022). Gul, Srinidhi e Ng (2011) argumentam que a diversidade de gênero nos CA melhora a qualidade da GC ao aumentar o monitoramento sobre os gestores e melhorar a comunicação e as discussões. Nesse sentido, a Teoria da Agência tem grande relevância para estudar a relação entre a presença de mulheres no conselho e a assimetria de informações.

As principais conclusões da presença de mulheres na sala dos conselhos e a assimetria da informação segundo a literatura são que: as diretoras diminuem significativamente a assimetria de informação no mercado de capitais (ABAD *et al.*, 2017; SARANG *et al.*, 2022), aprimoram a precisão e a transparência dos relatórios financeiros (PUCHETA-MARTÍNEZ; BEL-OMS; OLCINA-SEMPERE, 2016), reduzem a opacidade nos mercados de ações e aumentam a precisão das previsões de ganhos dos analistas (GUL; HUTCHINSON; LAI, 2013) são mais rigorosas e mais propensas do que os homens a desempenhar um papel ativo na sala de reuniões, tornando visível sua presença e exercendo mais poder do que os diretores homens (VIRTANEN, 2012).

Além disso, de acordo com a Teoria da Agência, as mulheres diretoras potencializam a efetividade da GC, sinalizam melhores práticas de governança e estão associadas a um monitoramento rigoroso, bem como a altas divulgações e transparência (SARANG, *et al.*, 2022).

Há indícios que sua presença nos conselhos aumenta significativamente o valor da empresa reduzindo a assimetria da informação (SARANG; AUBERT; HOLLANDTS, 2021).

Em consonância com esse arcabouço teórico e conceitual, estudos encontraram um efeito negativo da diversidade de gênero nos CA na assimetria de informação (GUL; HUTCHINSON; LAI, 2013; ABAD et al, 2017; SARANG *et al.*, 2022; ALMULHIM, 2023). Abad *et al.* (2017) contataram que ter mais mulheres na sala de reuniões reduz o risco de seleção adversa e, conseqüentemente, diminui o custo de liquidez e o risco de negociação informada. Isso sugere que a diversidade de gênero nos conselhos corporativos pode nivelar as diferenças de informação entre os participantes do mercado, promovendo a transparência e garantindo acesso às informações. Os achados de Gul, Hutchinson e Lai (2013) sugerem que, com maior diversidade de gênero nos CA, a assimetria de informação pode ser reduzida, e as previsões dos analistas se tornam mais precisas e informativas em relação aos ganhos da empresa. Assim, a presença de mulheres nos conselhos pode contribuir para uma divulgação mais transparente e precisa de informações financeiras.

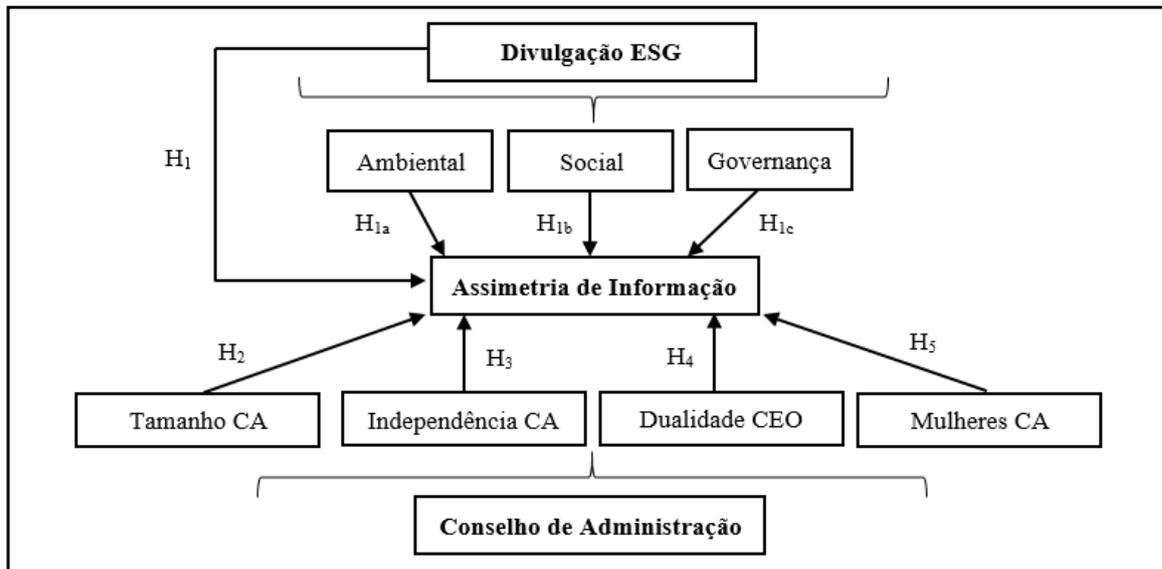
Por outro lado, Silva e Cunha (2019), Siddiqui e Atique (2020) e Loukil, Yousfi e Yerbanga (2020) não encontraram significância nessa relação. A partir destes achados Loukil, Yousfi e Yerbanga (2020) sugerem que nas empresas listadas na França, as mulheres diretoras não têm capacidade de influenciar a transparência corporativa, ao contrário das mulheres diretoras em empresas listadas em outros países desenvolvidos.

Diante do exposto, no geral, as evidências anteriores indicam que a presença de mulheres no conselho de administração reduz a assimetria de informação. Diante disso, a quinta hipótese da pesquisa foi proposta:

H₅: Existe relação negativa e significativa entre a presença de mulheres no conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.

Na Figura 1, apresenta-se o modelo teórico da pesquisa, o qual resume as relações propostas com base nas cinco hipóteses investigadas.

Figura 1- Modelo teórico de análise e visão geral das hipóteses de pesquisa



Fonte: Elaboração própria.

Denota-se a partir do modelo teórico de análise, que as hipóteses H₁, H_{1a}, H_{1b} e H_{1c} versam sobre os efeitos diretos da divulgação ESG na assimetria de informação. As hipóteses H₂, H₃, H₄ e H₅ dizem respeito aos efeitos diretos dos atributos do conselho de administração (governança corporativa: tamanho e independência do conselho de administração, dualidade do CEO e presença de mulheres no conselho) na assimetria de informação. Posteriormente são apresentados os procedimentos metodológicos que foram adotados para a realização do estudo.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo são descritos os passos que guiaram a pesquisa. Inicialmente são destacados o contexto metodológico, posteriormente, a delimitação da população e amostra. Em seguida, o estudo é detalhado, incluindo suas variáveis, sua operacionalização e estudos anteriores que empregaram essas variáveis. Por fim, são delimitados os procedimentos de coleta e análise dos dados, as limitações e a trajetória da pesquisa.

3.1 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

“A tendência à classificação é uma característica da racionalidade humana, pois possibilita melhor organização dos fatos e, conseqüentemente, o entendimento do estudo” (GIL, 2022, p. 40). Deste modo, esta pesquisa classifica-se quanto aos objetivos como descritiva. De acordo com Gil (2022, p. 41), “as pesquisas descritivas têm como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno. Podem ser elaboradas também com a finalidade de identificar possíveis relações entre variáveis”. Este delineamento é justificado pela análise do efeito da divulgação ESG e do conselho de administração na assimetria de informação de empresas em países da América Latina.

Para a realização do estudo foram empregados dados secundários oriundos das demonstrações contábeis e divulgações ESG presentes na base de dados *Refinitiv Eikon*[®] e, portanto, no que diz respeito aos procedimentos técnicos (coleta dos dados), a pesquisa se caracteriza como documental. Conforme Marconi e Lakatos (2021, p. 66), “a característica da pesquisa documental é que a fonte de coleta de dados está restrita a documentos”.

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa é classificada como quantitativa, uma vez que foram empregados métodos estatísticos, como estatística descritiva, matriz de correlação e regressão linear múltipla, para o tratamento e análise dos dados, bem como para testar as relações propostas. Para Richardson (2017, p. 55), “a pesquisa quantitativa é um meio para testar teorias objetivas, examinando a relação entre as variáveis”.

Diante do exposto, esta pesquisa enquadra-se como descritiva, documental e com abordagem quantitativa dos dados. Posterior ao delineamento da pesquisa, especifica-se a população e a amostra analisada no estudo.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo incluiu empresas listadas nas Bolsas de Valores dos países Argentina, Brasil, Chile, México e Peru. Todas as empresas que forneceram as informações necessárias para a pesquisa foram consideradas na amostra, com o critério inicial sendo aquelas com divulgações ESG. O período de análise correspondeu os anos de 2016 a 2022, sendo que o corte inicial em 2016 decorre do fato de ser o primeiro ano após o estabelecimento dos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS).

O delineamento da amostra apresenta-se na Tabela 1.

Tabela 1 - População e amostra da pesquisa

Painel A – Delineamento amostra					
Países da América Latina	Argentina	Brasil	Chile	México	Peru
População	94	474	195	165	178
(-) Setor Financeiro	14	82	34	28	64
(-) Empresas sem nenhuma informação nos anos analisados	35	312	127	99	89
Total (Amostra)	45	80	34	38	25
Painel B – Amostra por setores classificados pelo GICS					
Setores	Empresas		%		
Consumo Discricionário	23		10,36		
Consumo Básico	47		21,17		
Energia	12		5,41		
Industrial	31		13,96		
Imobiliário	15		6,76		
Materiais	38		17,12		
Saúde	6		2,70		
Serviços Educacionais	2		0,90		
Tecnologia da Informação	11		4,95		
Utilidades	37		16,67		
Total	222		100%		

GICS: *Global Industry Classification Standard*.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os dados apresentados na Tabela 1, a população examinada consiste em 1.106 empresas localizadas em cinco países latino-americanos (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru). Desta população, foram removidas as empresas do setor financeiro (GICS *Code* 40) e as empresas que não forneceram informações no período de análise. Justifica-se a exclusão das empresas do setor financeiro, pois os bancos, seguradoras e instituições financeiras apresentam diferenças em sua estrutura de governança (RAHMAN; ZAHID; KHAN, 2021) e estão sujeitas a normas contábeis específicas (CHOUAIBI; CHOUAIBI; ROSSI, 2022), além de suas operações e ambientes regulatórios serem diferentes das empresas não financeiras

(ALMULHIM 2023). Para tanto, no geral, as empresas que não dispunham das informações essenciais para calcular as variáveis dependentes, independentes e de controle foram eliminadas. Destaca-se que as empresas que não forneceram informações em um dos anos sobre a variável de divulgação ESG foram mantidas na análise dos dados, sendo assim, o painel de dados desbalanceado.

Deste modo, a amostra compreendeu 222 empresas (Painel A) de cinco países da América Latina, em que se pode observar a maior representatividade de empresas dos países Brasil (80 empresas) e Argentina (45 empresas). No Painel B apresenta-se a divisão das empresas pelos 10 setores classificados pelo Padrão Global de Classificação da Indústria (*Global Industry Classification Standard – GICS*), em que se observa uma maior quantidade de empresas enquadradas no setor de consumo básico, materiais e utilidades dos países analisados.

3.3 CONSTRUCTO DA PESQUISA

As variáveis empregadas para operacionalizar este estudo são detalhadas no Quadro 2, que representa o constructo da pesquisa, no qual se evidencia as variáveis analisadas, sua descrição, método de cálculo e os autores que utilizaram tais medidas em suas pesquisas. Destaca-se que todas as variáveis foram coletadas na base de dados *Refinitiv Eikon*[®].

Quadro 2 - *Constructo* da pesquisa

Variável	Descrição/Operacionalização	Autores
Variável dependente		
Assimetria de Informação (AI)	Utilizou-se o <i>bid-ask spreads</i> e o valor anual de negociação para mensurar a assimetria de informação. A assimetria de informação foi calculada pela seguinte fórmula: $\%Bid\text{-}ask\ Spread = (Ask - Bid) \times 100 / (Ask + Bid) / 2$	Alduais, Almasria e Airout (2022); Bilyay-Erdogan (2022);
Variáveis Independentes (Divulgação ESG)		
Divulgação ESG (ESG)	A pontuação de divulgação ESG é a pontuação geral da empresa com base nas informações autorrelatadas nos pilares ambiental, social e de governança corporativa.	Bilyay-Erdogan (2022); Ma e Yoo (2022);
Divulgação Ambiental (AMB)	A pontuação de divulgação Ambiental refere-se à divulgação da empresa quanto ao uso de recursos, emissões e inovação para questões ambientais.	Hamrouni <i>et al.</i> (2022)
Divulgação Social (SOC)	A pontuação de divulgação Social refere-se à divulgação da empresa em relação aos direitos humanos, força de trabalho, comunidade e responsabilidade pelo produto.	Hamrouni <i>et al.</i> (2022)
Divulgação Governança (GOV)	A pontuação de divulgação de Governança refere-se à divulgação da empresa sobre a gestão, acionistas e pela estratégia de RSC adotada.	-

Quadro 2 - *Constructo* da pesquisa

Variáveis Independentes (Conselho de Administração/ Governança Corporativa)		
Tamanho do Conselho (TAMCA)	Logaritmo natural do número total de membros do Conselho de Administração.	Dang <i>et al.</i> (2020); Alduais, Almasria e Airout (2022);
Independência do Conselho (INDCA)	Percentual de conselheiros independentes em relação ao total de membros do Conselho de Administração.	Dang <i>et al.</i> (2020); Alduais, Almasria e Airout (2022); Alves (2023);
Dualidade do CEO (DUACEO)	Acúmulo dos cargos de CEO e presidente do CA. Variável dicotômica. Assume 1 se o CEO atua como presidente do conselho e 0 caso contrário.	Dang <i>et al.</i> (2020); Alduais, Almasria e Airout (2022); Alves (2023);
Mulheres no Conselho (MCA)	Percentual de mulheres no Conselho de Administração.	Abad <i>et al.</i> 2017; Sarang <i>et al.</i> 2022
Variáveis Independentes de Controle		
Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do ativo total da empresa.	Melgarejo (2019); Dang <i>et al.</i> (2020); Alduais, Almasria e Airout (2022); Bilyay-Erdogan (2022); Alves (2023); Rezaee e Safarzadeh (2023).
<i>Market to Book</i> (MTB)	O MTB visa mensurar as oportunidades de crescimento das empresas, sendo calculado por meio da divisão do valor de mercado da empresa pelo seu patrimônio líquido.	Alduais, Almasria e Airout (2022);
Retorno sobre o Ativo (ROA)	O indicador ROA mede o retorno da empresa em relação ao seu valor contábil e é calculado por meio da divisão do EBIT da empresa pelo ativo total.	Alduais, Almasria e Airout (2022);
Alavancagem Financeira (AF)	Refere-se ao nível de endividamento total das empresas e é obtido por meio do Passivo oneroso de curto e longo prazo/ativo total.	Melgarejo (2019); Dang <i>et al.</i> (2020); Alduais, Almasria e Airout (2022); Bilyay-Erdogan (2022); Alves (2023); Rezaee e Safarzadeh (2023).
Efeitos fixos setor	Principal atividade da empresa. Variável dicotômica. Classificação da <i>Refinitiv Eikon</i> [®] .	-
Efeitos fixos ano	Variável dicotômica de ano. Período de análise: 2016 a 2022.	-
Efeitos fixos país	Variável dicotômica do país no qual as empresas estão localizadas.	-

Fonte: Dados da pesquisa.

Estudos anteriores documentaram resultados diversos para a relação entre as variáveis de controle tamanho da empresa (TAM), *Market to book* (MTB), ROA e alavancagem financeira (AF) e a assimetria de informação (AI). Naqvi *et al.* (2021) revelaram que o TAM impacta negativamente a AI, o que significa que quando o tamanho da empresa aumenta os investidores, analistas e mídia prestam mais atenção à empresa, o que reduz o nível de assimetria de informação. Consistente com esses achados, Hamrouni *et al.* (2022) encontraram resultados negativos ao analisar as variáveis de controle TAM e ROA com a AI, indicando que grandes empresas e com alta rentabilidade apresentam menor AI no mercado de ações.

Contrariando esses resultados, Rehman *et al.* (2022) encontraram uma relação positiva entre TAM e AI, o que sugere que quando o tamanho da empresa aumenta, o nível de AI também aumenta. Por outro lado, Alduais, Almasria e Airout (2022) não encontraram significância estatística entre TAM e AI, contudo, constataram uma relação positiva entre as variáveis MTB e ROA e a AI, e encontraram relação negativa entre AF e AI. Rehman *et al.* (2022) encontraram uma relação positiva entre AF e AI, consistente com os achados de Hamrouni *et al.* (2022) e Naqvi *et al.* (2021). Estes achados sugerem que, à medida que o nível de dívida aumenta para a empresa, o nível de AI também aumenta.

Kim e Park (2023) documentaram que os efeitos das variáveis TAM, AF, ROA e MTB são moderadamente fortes na AI. Os resultados da relação: ROA e TAM foram negativos, AF e MTB positivo para as medidas de AI. Kim e Park (2023) também revelaram que a AF impacta a AI para as três medidas de AI estudadas (*bid-ask spread*, volatilidade das ações e o volume de negociação de ações), mas os sinais obtidos não são consistentes com as expectativas.

3.4 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção, descreve-se a sequência de etapas foram adotadas para a aplicação prática das variáveis de pesquisa. Primeiramente, são delineados os procedimentos preliminares, seguidos pela formulação do modelo econométrico de acordo com os objetivos estabelecidos.

Todos os dados das variáveis foram coletados na base de dados *Refinitiv Eikon*. Após esta etapa, foram realizados procedimentos preliminares, para na sequência, operacionalizar os modelos de regressão que buscam atender os objetivos da pesquisa. Os procedimentos preliminares envolveram: i) a aplicação da *winsorização* das variáveis; ii) a análise estatística descritiva; e, iii) a elaboração da matriz de correlação.

A técnica de *winsorização* foi utilizada com um nível de 1% nas variáveis com objetivo de minimizar os efeitos de *outliers* na amostra. Esta técnica não envolve a exclusão de nenhuma observação, mas sim, atenua a influência desses valores extremos em relação ao conjunto total da amostra (BARNET; LEWIS, 1994). A estatística descritiva (média, desvio padrão, mínimo e máximo) foi aplicada nas variáveis apresentadas no Quadro 2. Adicionalmente, a técnica de correlação foi empregada para investigar as relações entre as variáveis dependentes e independentes do modelo.

Destaca-se que as variáveis listadas no Quadro 2 foram tratados e organizada em planilhas do *Microsoft Excel*[®] e as técnicas estatísticas foram aplicadas utilizando o *Software*

Stata[®]. Após a conclusão desses procedimentos, os modelos de regressão foram implementados para atender aos objetivos da pesquisa, como será detalhado a seguir.

Para analisar os efeitos da divulgação ESG e do conselho de administração na assimetria de informação foi operacionalizada a técnica de Regressão Linear Múltipla, por meio do modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (OLS - *Ordinary Least Squares*) com erros padrões robustos e controle de setor, ano e país. Na sequência, apresentam-se o modelo econométrico do estudo que visa o atendimento dos objetivos específicos a, b e c, bem como, as hipóteses H1 a H5, que versam sobre os efeitos diretos da divulgação ESG e do conselho de administração na assimetria de informação:

$$AI = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 TAMCA + \beta_3 INDCA + \beta_4 DUACEO + \beta_5 MCA + \beta_6 TAM + \beta_7 MTB + \beta_8 ROA + \beta_9 AF + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \text{Efeitos Fixos País} + \varepsilon \quad (1)$$

Onde:

AI = refere-se à assimetria de informação;

β_0 = Constante do modelo;

β_1 a β_9 = Parâmetros das variáveis explicativas;

ESG = Divulgação ESG;

TAMCA = Tamanho do Conselho de Administração;

INDCA = Independência do Conselho de Administração;

DUACEO = Dualidade do CEO;

MCA = Presença de Mulheres no Conselho de Administração;

TAM = Tamanho da empresa;

MTB = *Market to Book*;

ROA = Retorno sobre o ativo;

AF = Alavancagem Financeira;

ε = Erro da regressão.

Ressalta-se que esta equação de regressão foi aplicada em cada uma das variáveis independentes do modelo que se referem a divulgação ESG (ESG, ambiental, social e governança). Para tanto, quatro regressões foram operacionalizadas com as empresas da amostra, para cada uma das variáveis que compreendem a divulgação ESG. Além disso, os

modelos foram operacionalizados com todas as empresas dos países da América Latina analisados de forma conjunta.

Após a identificação da equação da regressão do estudo, foram realizados os seguintes testes (pressupostos), para validar os resultados das relações propostas: normalidade, autocorrelação, heteroscedasticidade, multicolinearidade e linearidade, conforme apresenta-se brevemente no Quadro 3.

Quadro 3 - Resumo dos pressupostos da regressão

Pressuposto	Teste	Definição
Normalidade	Para verificar a distribuição dos resíduos, aplicou-se o teste <i>Jarque-Bera</i> .	Se os resultados indicarem que os resíduos não seguem uma distribuição normal, mas o tamanho da amostra for considerado grande, é possível supor que os coeficientes tenham uma distribuição normal. Este resultado pode ser justificado pelo Teorema do Limite Central (BALTAGI, 2005).
Autocorrelação	Para verificar a ausência de autocorrelação dos resíduos o teste <i>Durbin Watson</i> foi utilizado.	Valores de <i>Durbin Watson</i> próximos a 2,00 revelam que não há problemas de autocorrelação nos dados.
Heteroscedasticidade	Para identificar se os resíduos são homoscedásticos utilizou-se o teste de <i>Breusch-Pagan-Godfrey</i> .	Na presença de heteroscedasticidade nos dados, os erros-padrões são corrigidos por meio da matriz de variância-covariância de <i>White</i> , tornando-os robustos para essa condição.
Multicolinearidade	Para detectar a presença de multicolinearidade nas variáveis independentes, o teste Fator de Inflação de Variância (<i>Variance Inflation Factor</i> - VIF) foi empregado.	A multicolinearidade está presente quando o Valor de Inflação da Variância (VIF) atinge ou excede 10, ou quando atinge ou excede 5 em uma análise mais rigorosa (MAROCO, 2007; FÁVERO <i>et al.</i> , 2009).
Linearidade	A partir do teste ANOVA é possível identificar se há linearidade nos dados analisados.	Há linearidade nos dados quando obtêm-se significância estatística até 5% do modelo de regressão.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Deste modo, destaca-se que para atender o objetivo geral do estudo, as variáveis foram operacionalizadas a partir de uma regressão linear OLS com erros padrão robustos (com correção de *White*) e controle de efeito fixo de setor, ano e país no *software* STATA[®]. Justifica-se a aplicação de uma regressão robusta, pois o teste *White* apresentou-se estatisticamente significativo em todos os modelos propostos, o que indica a presença de heteroscedasticidade. Além disso, apesar da não normalidade dos resíduos, esse pressuposto da regressão OLS foi relaxado nos modelos analisados, ao considerar o Teorema Central do Limite, devido ao número de observações. Conforme o Quadro 3, também testou-se a multicolinearidade entre as

variáveis, por meio do teste VIF, e a autocorrelação dos resíduos pelo teste *Durbin Watson*, cujos achados estão apresentados na seção de análise dos resultados.

Além disso, foram operacionalizados dois testes de sensibilidade/robustez. O primeiro teste de robustez não considerou as empresas brasileiras na amostra, pois as empresas brasileiras predominam dentre a amostra (80 empresas). Na sequência, foi operacionalizado outro teste de robustez em que foi incluída uma variável de controle dummy para as empresas brasileiras ao considerar todas as empresas da amostra nos modelos analisados. Tais testes visam assegurar que os resultados das análises principais são confiáveis.

Posteriormente apresenta-se a trajetória da pesquisa que engloba especificidades de todas as partes que englobam a pesquisa.

3.5 TRAJETÓRIA DA PESQUISA

A Figura 2 apresenta a trajetória da pesquisa, que se subdivide em cinco etapas.

Figura 2 - Trajetória da pesquisa

Capítulo 1 – Introdução	
<u>Questão Problema:</u> Qual o efeito da divulgação ESG e do conselho de administração na assimetria de informação?	<p><u>Objetivo Geral:</u> Analisar o efeito da divulgação ESG e do conselho de administração na assimetria de informação de empresas da América Latina.</p> <p><u>Objetivos Específicos:</u></p> <p>a) Investigar o efeito da divulgação ESG na assimetria de informação;</p> <p>b) Investigar o efeito da divulgação ambiental, social e de governança na assimetria de informação;</p> <p>c) Analisar o efeito do conselho de administração na assimetria de informação.</p>
Capítulo 2 – Revisão da Literatura	
<i>Environmental, Social and Governance (ESG)</i>	<p style="text-align: center;"><u>Hipóteses:</u></p> <p>H₁: Existe relação negativa e significativa entre a divulgação ESG, ambiental (H_{1a}), social (H_{1b}) e de governança (H_{1c}) e a assimetria de informação de empresas da América Latina.</p> <p>H₂: Existe relação negativa e significativa entre o tamanho do conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.</p> <p>H₃: Existe relação negativa e significativa entre a independência do conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.</p> <p>H₄: Existe relação positiva e significativa entre a dualidade do CEO e a assimetria de informação de empresas da América Latina.</p> <p>H₅: Existe relação negativa e significativa entre a presença de mulheres no conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.</p>
Governança Corporativa	
Assimetria de Informação	

Figura 2 - Trajetória da pesquisa

Capítulo 3 – Metodologia da Pesquisa			
<u>Delineamento da pesquisa:</u> Descritiva; Documental e Quantitativa.	<u>Período e amostra:</u> - 2016 a 2022; - 222 empresas listadas na Bolsa de Valores dos países Argentina, Brasil, Chile, México e Peru.	<u>Base de dados:</u> <i>Refinitiv Eikon</i> [®]	<u>Tratamento estatístico:</u> i) <i>winsorização</i> das variáveis; ii) estatística descritiva; iii) matriz de correlação. iv) regressão OLS com erros padrão robustos (com correção de <i>White</i>).
Capítulo 4 – Apresentação e Análise dos Resultados			
Análises preliminares;	Análise dos efeitos da divulgação ESG e do CA na AI	Análise de sensibilidade e robustez;	Discussão dos Resultados.
Capítulo 5 – Conclusões e Recomendações			
- Com base nos principais resultados, delimitou-se as contribuições e sugestões para estudos futuros.			

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.6 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A primeira limitação deste estudo corresponde ao uso de um modelo para estimar a assimetria de informação. Destaca-se que na literatura estão previstos outros possíveis modelos e variáveis para mensurar a assimetria de informação, e independentemente do modelo utilizado, possíveis vieses podem ocorrer.

Outra limitação refere-se à mensuração da divulgação ESG por meio da medida disponibilizada no banco de dados da *Refinitiv Eikon*[®]. Deste modo, como as informações ambientais e sociais não são divulgadas de forma obrigatória, há consequentemente uma quantidade limitada de empresas que publicam estas informações. Destaca-se ainda, que pode ocorrer de diversas empresas realizarem questões ambientais e sociais, mas não divulgam tais informações ou podem não estar contempladas na cobertura de dados da *Refinitiv Eikon*[®].

Esta pesquisa também é limitada com relação à análise de um período de 7 anos, 2016 a 2022. Essa limitação é decorrente da acessibilidade de informações sobre a divulgação ESG nos anos anteriores a 2016, sendo um período não representativo destas divulgações, visto que são relatadas de forma voluntária pelas empresas.

Contudo, acredita-se que estas limitações não invalidam os resultados encontrados nesta pesquisa, visto o rigor metodológico adotado para a sua realização. Entretanto, é relevante destacá-las para que outros pesquisadores possam levar estas limitações em consideração quando do desenvolvimento de novas pesquisas sobre os temas propostos.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentadas a análise e discussão dos resultados, dividida em quatro partes distintas: 1) análises preliminares; 2) análise dos efeitos da divulgação ESG e do conselho de administração na assimetria de informação; 3) análise de sensibilidade e robustez; 4) discussão dos resultados obtidos.

4.1 ANÁLISES PRELIMINARES

Esta subseção apresenta a estatística descritiva e a matriz de correlação das variáveis analisadas na pesquisa. Apresenta-se na Tabela 2 os valores de média, desvio padrão, mínimo e máximo das variáveis dependentes, independentes e de controle.

Tabela 2– Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Obs.	Média	Desv.Pad.	Mínimo	Máximo
AI	1.539	0,38	0,77	-0,15	5,35
ESG	1.392	46,74	22,48	2,61	89,26
AMB	1.392	41,75	27,20	0,32	93,18
SOC	1.392	47,84	26,40	0,54	93,54
GOV	1.392	50,92	22,71	4,38	92,80
TAMCA	1.392	10,09	3,52	4	21
INDCA	1.392	35,82	22,68	4,76	91,67
DUACEO	1.392	0,25	0,43	0	1
MCA	1.392	9,38	9,55	4,55	38,10
TAM	1.549	7,89	1,53	3,67	11,32
MTB	1.530	1,91	2,32	-0,91	14,82
ROA	1.549	0,08	0,07	-0,13	0,39
AF	1.549	0,58	0,21	0,12	1,49

AI: Assimetria de Informação; ESG: Divulgação ESG geral; AMB: Divulgação Ambiental; SOC: Divulgação Social; GOV: Divulgação de Governança; TAMCA: Tamanho do Conselho de Administração; INDCA: Independência do Conselho de Administração; DUACEO: Dualidade do CEO; MCA: Mulheres no Conselho de Administração; TAM: Tamanho da empresa; MTB: *Market to Book*; ROA: Retorno sobre Ativo; AF: Alavancagem Financeira; Desv.Pad: Desvio Padrão; Obs.: Observações.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da estatística descritiva das variáveis revelam que a assimetria de informação das empresas da amostra possui um valor médio de 0,38 e um desvio padrão de 0,77. Estas evidências indicam que as empresas dos países da América Latina analisados apresentam um grau substancial de assimetria e há uma diversidade relevante na amostra para realizar uma análise significativa do mercado Latino-Americano. O estudo de Cui, Jo e Na (2018) realizado nos EUA evidenciou uma média de 0,0036 para o período de 1991 a 2010. Rehman *et al.* (2022), relataram um valor médio de 0,167 para o período de 2008 a 2018 em

um estudo realizado com empresas da China. Analisando o mercado francês no período de 2008 a 2016 Hamrouni *et al.* (2022) encontraram uma média de assimetria de informação de 0,546. Portanto, o valor médio de 0,38 indica que há um alto nível de assimetria de informação nas empresas da amostra.

Em relação às variáveis de divulgação ESG (ambiental, social e governança), o pilar de governança corporativa apresentou a maior média (50,92), o que indica um maior engajamento das empresas da amostra com este pilar, seguido do pilar de divulgação social (47,84) e divulgação ESG geral (46,74). A menor média foi evidenciada no pilar de divulgação ambiental (41,75), o que sugere que as empresas da amostra necessitam desenvolver estratégias que visam melhorar as questões relacionadas ao uso de recursos, emissões e inovação para questões ambientais. O valor máximo foi constatado no pilar social (93,54), o que sugere que as empresas Latino-Americanas analisadas desenvolvem ações que dizem respeito aos direitos humanos, força de trabalho, comunidade e responsabilidade pelo produto e conseqüentemente realizam tais divulgações para as partes interessadas. Estes achados contradizem os encontrados por Alduais, Almasria e Airout (2022) para o contexto chinês, pois tais empresas apresentaram uma menor divulgação na dimensão social.

Os achados relacionados às variáveis independentes revelam que o tamanho do conselho de administração (TAMCA) das empresas analisadas têm em média 10 membros, dos quais 35,82% são membros independentes (INDCA) e 25% possuem dualidade, pois apresentam acúmulo dos cargos de CEO e presidente do conselho de administração (DUACEO). Além disso, o conselho de administração das empresas possui em média 9,38% de mulheres dentre os conselheiros (MCA), o que indica que nas empresas da América Latina a presença de mulheres em cargos de alta gestão ainda pode ser considerada baixa. A constatação de baixa representação de mulheres em conselhos de administração também foi encontrada no estudo de Acuna-Duarte, Arévalo-Alegría e King-Domínguez (2020) que analisaram os mercados emergentes da América Latina, no período de 2011 a 2017. As médias foram relativamente baixas, com 6,53% no Brasil, 7,01% no Chile e 5,13% no México.

De acordo com os resultados encontrados, Acuna-Duarte, Arévalo-Alegría e King-Domínguez (2020) inferem, que no caso do Chile, há uma percepção social desfavorável em relação à liderança feminina, punindo organizações que concedem maior poder às mulheres. Além disso, entre os três países, apenas o Chile não possui normas específicas sobre a participação feminina de mulheres no CA. O estudo conduzido por Abad *et al.* (2017) no mercado espanhol revelou que, em média, apenas 5,1% dos cargos nos CA são ocupados por

mulheres. Já Benkraiem *et al.* (2017), ao analisarem o mercado francês no período de 2008-2012, constataram que, em média, apenas 0,7% das empresas da amostra têm mulheres em posições de liderança. Os autores argumentam que, nesse mercado, as oportunidades para as mulheres ocuparem cargos de CEO em empresas do SBF120 são muito limitadas. Apesar da evolução nos órgãos de governo na França, a presença feminina em cargos de alta administração permanece marginal. Esses achados podem explicar em grande parte os resultados encontrados na pesquisa, apontando que em média menos de 10% dos conselheiros das empresas dos países analisados da América Latina são mulheres.

No que tange às variáveis de controle, os resultados da estatística descritiva revelam um valor médio para o tamanho das companhias, medido pelo logaritmo do ativo total de 7,89 e um máximo de 11,32, o que sugere que as empresas analisadas apresentam um porte considerável. Em relação ao desempenho de mercado, medido pelo *Market to Book* (MTB), as empresas apresentam em média um MTB 1,91 vezes maior que o patrimônio líquido, o que revela indicativos de crescimento empresarial no contexto da América Latina. Além disso, as empresas da amostra evidenciaram no período analisado uma margem de lucro médio (ROA) considerada baixa (0,08) e um endividamento acima de 50%, pois apresentam um valor de alavancagem financeira de 58% em média. Estas evidências indicam que no geral as empresas encontram-se com baixo retorno sobre as aplicações de recursos (ativo) e encontram-se com 58% do ativo total comprometido com o passivo total (circulante e não circulante).

Após a realização da estatística descritiva, na Tabela 3, apresenta-se a matriz de correlação das variáveis de pesquisa. Esta análise além de permitir verificar a correlação entre a variável dependente e as independentes, também possibilita identificar possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis analisadas.

Tabela 3– Matriz de correlação das variáveis

Var.	AI	ESG	AMB	SOC	GOV	TAMCA	INDCA	DUACEO	MCA	TAM	MTB	ROA	AF
AI	1												
ESG	-0,165*	1											
AMB	-0,161*	0,906*	1										
SOC	-0,179*	0,940*	0,821*	1									
GOV	-0,057*	0,697*	0,445*	0,521*	1								
TAMCA	-0,110*	0,219*	0,218*	0,189*	0,136*	1							
INDCA	-0,119*	0,269*	0,158*	0,220*	0,366*	0,016	1						
DUACEO	0,098	0,039	0,041	0,021	0,043	0,056*	0,192*	1					
MCA	-0,045	0,282*	0,205*	0,214*	0,349*	0,036	0,154*	-0,012	1				
TAM	-0,237*	0,499*	0,493*	0,471*	0,301*	0,255*	0,246*	0,032	0,088*	1			
MTB	-0,063*	0,093*	0,106*	0,071*	0,058*	-0,018	0,139*	0,076*	0,127*	0,076	1		
ROA	-0,044	0,033	0,054*	0,043	-0,015	-0,010	-0,012	0,080	0,051	-0,027	0,233*	1	
AF	-0,080	0,189*	0,155*	0,152*	0,191*	0,059*	0,188*	0,078*	0,044	0,104*	0,153*	-0,176*	1

*Significância ao nível de 5%; AI: Assimetria de Informação; ESG: Divulgação ESG geral; AMB: Divulgação Ambiental; SOC: Divulgação Social; GOV: Divulgação de Governança; TAMCA: Tamanho do Conselho de Administração; INDCA: Independência do Conselho de Administração; DUACEO: Dualidade do CEO; MCA: Mulheres no Conselho de Administração; TAM: Tamanho da empresa; MTB: *Market to Book*; ROA: Retorno sobre Ativo; AF: Alavancagem Financeira; Var.: Variáveis; Obs.: Observações. Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da matriz de correlação das variáveis analisadas revelam que a divulgação ESG, ambiental, social e de governança se correlacionam negativamente e significativamente com a assimetria de informação, o que indica que maiores níveis de divulgação ESG possibilitam diminuir a assimetria de informação no mercado de capitais das empresas da América Latina. De acordo com Martínez-Ferrero, Ruiz-Cano e García-Sánchez (2016), as empresas buscam reduzir as assimetrias divulgando informações ESG para que todos os *stakeholders* tenham as mesmas informações e condições para atuação no mercado. Além disso, a divulgação ESG é vista como positiva porque fornece mais informações aos investidores, permitindo uma compreensão mais clara das práticas da empresa e proporciona aos investidores uma forma de se protegerem contra agentes mais bem informados que se beneficiam da assimetria de informações (MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016).

Em relação às variáveis do conselho de administração, denota-se que apenas o tamanho e a independência do conselho de administração se correlacionam negativamente e significativamente com a assimetria de informação das empresas analisadas, o que denota que conselhos de administração com uma quantidade maior de membros e em sua maioria independentes, tende a reduzir a assimetria de informação. Por outro lado, as variáveis dualidade do CEO e presença de mulheres no conselho de administração não se correlacionaram com a assimetria de informação das empresas da amostra, o que sugere que a dualidade de cargos e a participação feminina nos conselhos tende a não contribuir para a minimização da assimetria informacional nas empresas latino-americanas.

Além disso, quanto às variáveis de controle, nota-se que empresas maiores (TAM) e com oportunidades de crescimento no mercado de capitais (MTB) apresentam menores níveis de assimetria de informação. No entanto, o retorno sobre o ativo (ROA) e o endividamento (AF) não apresentaram correlação significativa com a variável dependente do modelo, o que sugere que a rentabilidade do ativo e o grau de endividamento tendem a não diminuir a assimetria de informação nas empresas analisadas. No entanto, destaca-se que os resultados da correlação são uma prévia e as evidências encontradas nesta análise necessitam ser confirmadas na análise de regressão que é apresentada na sequência.

Por fim, com base nos achados da matriz de correlação, verifica-se a ausência de problemas de multicolinearidade entre as variáveis examinadas no estudo, exceto em casos específicos. Os coeficientes de correlação observados não atingiram ou ultrapassaram 0,70 (HAIR *et al.*, 2009). Com relação às exceções, as variáveis ESG, AMB, SOC e GOV

apresentaram correlação acima de 0,70, pois as variáveis AMB, SOC e GOV constituem a divulgação total ESG. Deste modo, essas quatro variáveis independentes foram utilizadas em regressões distintas, seguindo a abordagem adotada por Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021), quando da análise da divulgação ESG de empresas latino-americanas.

Em seguida, são expostos os resultados dos modelos de regressão desenvolvidos para abordar os objetivos e as hipóteses propostas.

4.2 ANÁLISE DOS EFEITOS DA DIVULGAÇÃO ESG E DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

Nesta seção, são destacados os resultados dos testes para avaliar os pressupostos da regressão, bem como os resultados da regressão que investiga os impactos da divulgação ESG, ambiental, social, de governança na assimetria de informação, juntamente com os efeitos dos mecanismos de governança corporativa na assimetria de informação. Os resultados detalhados estão apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Resultados da relação entre Divulgação ESG, CA e Assimetria de Informação

Variáveis	Equação 1 ESG e CA	Equação 2 AMB e CA	Equação 3 SOC e CA	Equação 4 GOV e CA
Constante (AI)	14,793 (0,000*)	14,813 (0,000*)	14,201 (0,000*)	14,82 (0,000*)
ESG	-0,126 (0,032**)			
AMB		-0,114 (0,024**)		
SOC			-0,204 (0,050**)	
GOV				-0,188 (0,035**)
TAMCA	-1,251 (0,045**)	-1,239 (0,046**)	-1,198 (0,050**)	-1,423 (0,028**)
INDCA	-0,218 (0,004*)	-0,233 (0,002*)	-0,215 (0,005*)	-0,281 (0,000*)
DUACEO	5,962 (0,242)	6,127 (0,236)	5,845 (0,246)	6,194 (0,226)
MCA	0,061 (0,977)	-0,011 (0,953)	0,015 (0,937)	-0,176 (0,454)
TAM	-10,884 (0,000*)	-10,742 (0,000*)	-10,165 (0,000*)	-12,221 (0,000*)
MTB	-1,759 (0,014**)	-1,707 (0,169)	-1,749 (0,144)	-1,743 (0,141)
ROA	-32,648 (0,422)	-31,982 (0,433)	-30,624 (0,449)	-33,938 (0,403)

Tabela 4 – Resultados da relação entre Divulgação ESG, CA e Assimetria de Informação

Variáveis	Equação 1 ESG e CA	Equação 2 AMB e CA	Equação 3 SOC e CA	Equação 4 GOV e CA
AF	13,424 (0,385)	13,266 (0,393)	13,891 (0,371)	10,167 (0,524)
Sig. Modelo	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
R ²	32,78	28,23	25,60	23,32
<i>Durbin Watson</i>	1,4007	1,4060	1,3896	1,4088
VIF Médio	1,68	1,67	1,66	1,65
<i>Breusch-Pagan-Godfrey</i>	0,0000*	0,0000*	0,0001*	0,0001*
<i>Jarque-Bera</i>	0,0001*	0,0001*	0,0000*	0,0000*
EF Setor, Ano e País	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	1.378			

* Significância a nível de 1%; ** Significância a nível de 5%; AI: Assimetria de Informação; ESG: Divulgação ESG geral; AMB: Divulgação Ambiental; SOC: Divulgação Social; GOV: Divulgação de Governança; TAMCA: Tamanho do Conselho de Administração; INDCA: Independência do Conselho de Administração; DUACEO: Dualidade do CEO; MCA: Mulheres no Conselho de Administração; TAM: Tamanho da empresa; MTB: *Market to Book*; ROA: Retorno sobre Ativo; AF: Alavancagem Financeira.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação aos pressupostos da regressão, observa-se que todos os quatro modelos foram significantes. O coeficiente de determinação ou poder explicativo dos modelos (R²) variou de 23,32% a 32,78%. Os resultados do teste *Durbin-Watson* não rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação nos resíduos. Não foram identificados problemas de multicolinearidade nas variáveis analisadas, pois o VIF médio ficou entre 1,65 a 1,68, indicando a ausência de relação entre as variáveis independentes nos modelos. Em ambos os modelos não foi possível rejeitar a hipótese nula de homoscedasticidade, de acordo com os resultados do teste *Breusch-Pagan-Godfrey*. Portanto, foi realizada uma regressão OLS com erros padrão robustos (com correção de *White*) para lidar com a heteroscedasticidade nos dados, neste caso realizou-se a correção dos erros padrão robustos por meio da matriz de variância-covariância de *White*. Adicionalmente, os resultados do teste *Jarque-Bera* (normalidade) indicam que os resíduos não apresentam distribuição normal, sendo este pressuposto da regressão relaxado ao considerar o Teorema do Limite Central.

Quanto a relação dos efeitos da divulgação ESG na assimetria de informação, os resultados apontam uma associação negativa e estatisticamente significativa, com nível de significância de 5% entre as variáveis ESG, AMB, SOC e GOV com a assimetria de informação. Estes resultados corroboram a presunção inicial de que empresas que se envolvem e divulgam questões sustentáveis, tendem a diminuir a assimetria de informação no mercado de capitais. Estas evidências corroboram os achados de Dhaliwal *et al.* (2012), Siew, Balatbat e

Carmichael (2016), Martínez-Ferrero, Ruiz-Cano e García-Sánchez (2016), Diebecker e Sommer (2017), Cui, Jo e Na (2018), Yoon e Lee (2019), Nguyen, Agbola e Choi (2019), Naqvi *et al.* (2021), Utami *et al.* (2021) e Kim e Park (2023) e divergem dos encontrados por Usman, Bernardes e Kananlua (2020) pois não encontraram relação significativa.

Estes resultados indicam que por meio da divulgação de informações sobre sustentabilidade, as empresas podem melhorar a confiança no mercado financeiro e aumentar o valor para os acionistas (MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016). Além disso, empresas que divulgam informações ESG conseguem reduzir a lacuna de informações, atenuando o problema de agência. Isso demonstra que um maior nível de transparência está alinhado com a diminuição da assimetria de informações. Em outras palavras, ao comunicar práticas relacionadas a aspectos ambientais, sociais e de governança, as empresas podem melhorar a compreensão e a confiança dos *stakeholders*, diminuindo a assimetria na informação entre gestores e investidores (MARTÍNEZ-FERRERO *et al.*, 2018; UTAMI *et al.*, 2021). Cui, Jo e Na (2018) sustentam que o papel das divulgações ESG na redução da assimetria de informações possui implicações valiosas para o gerenciamento de riscos em empresas que adotam iniciativas ESG. Essa transparência proporcionada pela divulgação ESG permite que as partes interessadas compreendam melhor os compromissos e práticas da empresa relacionadas a questões ambientais, sociais e de governança (CUI; JO; NA, 2018).

No que tange os efeitos das variáveis do conselho de administração na assimetria de informação, os resultados indicam que o tamanho do conselho de administração (TAMCA) e a independência do conselho de administração (INDCA) se relacionam negativamente e significativamente a um nível de 5% e 1%, respectivamente com a assimetria de informação das empresas analisadas. Tais achados sugerem que conselhos menores e com mais membros independentes contribuem para a diminuição da assimetria de informações no contexto de empresas da América Latina. Além disso, estes resultados sugerem que empresas com conselhos maiores apresentam maior opacidade no mercado de ações. Portanto, a implicação é que um conselho de administração maior pode levar a uma gestão menos transparente ou a uma comunicação menos eficiente. As descobertas são consistentes com estudos anteriores de Tessema (2019) e Hamrouni *et al.* (2022) e fornecem suporte para a afirmação de que conselhos de administração maiores têm mais dificuldade de coordenação e funcionamento e tendem a ser menos eficientes no monitoramento dos gerentes (JENSEN, 1993). Os achados da variável TAMCA se assemelham aos encontrados por Akmal, Rashid e Amin (2022) e diferem dos resultados obtidos por Tessema (2019), Alduais, Almasria e Airout (2022) e Hamrouni *et al.*

(2022). Quanto a variável INDCA, Alduais, Almasria e Airout (2022) e Hamrouni *et al.* (2022) também evidenciaram uma relação negativa e por outro lado, os achados de Tessema (2019) diferem dos encontrados para a variável INDCA.

No entanto, as variáveis dualidade do CEO (DUACEO) e presença de mulheres no conselho de administração (MCA) não demonstraram significância estatística em nenhum dos quatro modelos analisados, isso sugere que estes mecanismos de governança corporativa do conselho de administração tendem a não contribuir para a minimização da assimetria informacional no contexto de países latino-americanos. Estas evidências se assemelham aos achados de Sougné, Laouti e Ajina (2013) e Tessema (2019) para a variável DUACEO, e também corroboram os resultados obtidos por Silva e Cunha (2019), Siddiqui e Atique (2020) e Loukil, Yousfi e Yerbanga (2020) para a variável MCA. Os achados para a dualidade do CEO podem ser justificados por meio dos argumentos de Tessema (2019) que sugere que a participação do CEO como membro não independente do conselho não afeta o nível de assimetria de informações. Especificamente, a participação do CEO no conselho não está significativamente associada a assimetria de informações. Isso pode sugerir que, pelo menos no contexto da América Latina, a participação direta do CEO no conselho pode não ser um fator determinante na assimetria de informações. Deste modo, outros fatores ou práticas no ambiente empresarial podem ter uma influência mais substancial nesse aspecto. Já em relação a variável presença de mulheres no CA, Loukil, Yousfi e Yerbanga (2020) argumentam que provavelmente as mulheres diretoras não têm capacidade de influenciar a transparência corporativa e reduzir a assimetria de informação ao contrário das mulheres diretoras em empresas listadas em países desenvolvidos.

De maneira geral, os resultados da análise principal evidenciaram que tanto a divulgação ESG geral, como seus pilares ambiental, social e de governança corporativa, assim como as características do conselho de administração (tamanho e independência do CA) contribuem para minimizar a assimetria de informação das empresas dos países da América Latina analisados. Essa conclusão é valiosa para compreender como práticas de divulgação ESG e estrutura de governança corporativa podem influenciar a distribuição de informações nas empresas analisadas. De acordo com Alduais, Almasria e Airout (2022) práticas ótimas de governança estão inversamente associadas à assimetria de informação. Portanto, a eficácia das ferramentas de governança atua na melhoria do mercado, reduzindo a assimetria de informação. Nesse processo eficaz de governança corporativa os conselhos menores e conselheiros

independentes minimizam a assimetria de informação e aumentam o valor de negociação da empresa (ALDUAIS; ALMASRIA; AIROUT, 2022).

Por fim, destaca-se a variável de controle tamanho da empresa (TAM), pois nos quatro modelos analisados esta variável apresentou uma relação negativa e significativa a um nível de 1% com a assimetria de informação. Esta evidência se assemelha aos achados de Siew, Balatbat e Carmichael (2016), Siddiqui e Atique (2020), Hamrouni *et al.* (2022) e Almulhim (2023). Além disso, revela que as empresas maiores conseguem minimizar a assimetria existente no mercado de capitais de países da América Latina e as grandes empresas são mais maduras e têm políticas de divulgação mais estabelecidas (AKMAL; RASHID; AMIN, 2022). Siew, Balatbat e Carmichael (2016) argumentam que geralmente grandes empresas possuem maior cobertura de notícias, e quando a exposição às notícias é alta, isso pode ter um impacto para minimizar a assimetria de informações. Silva e Cunha (2019) constataram que à medida que o tamanho da empresa aumenta, o nível de assimetria de informações entre executivos e investidores diminui significativamente, devido a um maior controle e transparência nas informações.

Outra variável de controle que merece destaque é o *Market to Book* (MTB), pois apresentou uma relação negativa e significativa no primeiro modelo analisado, o que sugere que as empresas que apresentam maiores oportunidades de crescimento tendem a diminuir a assimetria de informação, resultado este semelhante ao encontrado por Tessema (2019) que argumenta que empresas com oportunidades de crescimento mais significativas podem atrair um interesse mais intenso dos investidores, resultando em menor assimetria de informações.

Posteriormente, são apresentados os resultados dos testes de robustez que visam identificar a confirmação dos resultados obtidos nas análises principais realizadas anteriormente.

4.3 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE E ROBUSTEZ

Foram conduzidos testes de sensibilidade para examinar a robustez dos resultados relativos à relação entre a divulgação ESG e a assimetria de informação, bem como entre as variáveis do conselho de administração e a assimetria de informação. Esses testes visaram confirmar a perspectiva de que as divulgações ambientais, sociais e de governança, assim como os mecanismos de governança corporativa, têm o propósito de reduzir a assimetria de informação nas empresas analisadas.

Como o Brasil é o país que apresenta o maior número de empresas na amostra (80 empresas), realizou-se uma análise de robustez sem considerar as empresas brasileiras (142 empresas), conforme também realizado por Husted e Sousa-Filho (2019) para o contexto de empresas da América Latina. Os resultados do teste de robustez são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Resultados da relação entre Divulgação ESG, CA e Assimetria de Informação

Variáveis	Equação 1 ESG e CA	Equação 2 AMB e CA	Equação 3 SOC e CA	Equação 4 GOV e CA
Constante (AI)	16,901 (0,000*)	16,747 (0,000*)	16,119 (0,000*)	17,924 (0,000*)
ESG	-0,119 (0,048**)			
AMB		-0,158 (0,050**)		
SOC			-0,194 (0,016**)	
GOV				-0,157 (0,028**)
TAMCA	-3,393 (0,001*)	-3,425 (0,001*)	-3,334 (0,002*)	-3,542 (0,001*)
INDCA	-0,664 (0,047**)	-0,155 (0,001*)	-0,170 (0,050**)	-0,120 (0,021**)
DUACEO	11,998 (0,182)	12,128 (0,186)	11,644 (0,187)	12,029 (0,181)
MCA	0,657 (0,045**)	0,631 (0,044**)	0,655 (0,039**)	0,505 (0,154)
TAM	-13,618 (0,000*)	-13,888 (0,000*)	-12,978 (0,000*)	-14,718 (0,000*)
MTB	0,613 0,856	0,599 (0,860)	0,669 (0,843)	0,569 (0,867)
ROA	-51,482 (0,413)	-51,484 (0,414)	-49,807 (0,428)	-50,262 (0,419)
AF	34,534 (0,284)	33,652 (0,299)	34,911 (0,282)	30,724 (0,362)
Sig. Modelo	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
R ²	19,97	22,94	20,15	21,27
<i>Durbin Watson</i>	1,3754	1,3789	1,3668	1,3822
VIF Médio	1,86	1,85	1,77	1,83
<i>Breusch-Pagan-Godfrey</i>	0,0000*	0,0000*	0,0001*	0,0001*
<i>Jarque-Bera</i>	0,0001*	0,0001*	0,0000*	0,0000*
EF Setor, Ano e País	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	871			

* Significância a nível de 1%; ** Significância a nível de 5%; AI: Assimetria de Informação; ESG: Divulgação ESG geral; AMB: Divulgação Ambiental; SOC: Divulgação Social; GOV: Divulgação de Governança; TAMCA: Tamanho do Conselho de Administração; INDCA: Independência do Conselho de Administração; DUACEO: Dualidade do CEO; MCA: Mulheres no Conselho de Administração; TAM: Tamanho da empresa; MTB: *Market to Book*; ROA: Retorno sobre Ativo; AF: Alavancagem Financeira.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 5, denota-se que os resultados são robustos para a divulgação ESG (b = -0,119, p. = 5%), divulgação ambiental (b = -0,158, p. = 5%), divulgação social (b = -0,194, p. = 5%), divulgação governança (b = -0,157, p. = 5%), tamanho e independência do conselho de administração (coeficiente negativo e estatisticamente significativo), exceto para a variável de presença de mulheres no conselho de administração, pois apresentou um coeficiente positivo e significativo a 5%.

Com base nesses resultados, confirma-se o fato de que as empresas da amostra que realizam divulgações ESG, ambientais, sociais e de governança e que apresentam conselhos de administração com uma maior quantidade de membros, bem como, sendo estes em sua maioria independentes, menor será a assimetria informacional, assim como constatado na análise principal. Por outro lado, contrariamente aos achados da análise principal (Tabela 4), a presença de mulheres no contexto de empresas da Argentina, Chile, México e Peru, tende a aumentar a assimetria de informação.

Portanto, o Brasil é um país apropriado para usar como variável *dummy*. A partir deste teste de robustez, pode-se constatar que há um efeito das empresas do Brasil na amostra analisada. Por este motivo, foi incluída uma variável de controle *dummy* para as empresas brasileiras ao considerar todas as empresas da amostra nos modelos analisados.

Assim, os resultados do segundo teste de robustez são apresentados na Tabela em que foi incluída uma variável *dummy* para as empresas do Brasil, considerando todas as empresas da amostra nos modelos analisados.

Tabela 6 – Resultados da relação entre Divulgação ESG, CA e Assimetria de Informação

Variáveis	Equação 1 ESG e CA	Equação 2 AMB e CA	Equação 3 SOC e CA	Equação 4 GOV e CA
Constante (AI)	1,679 (0,000*)	1,687 (0,000*)	1,641 (0,000*)	1,709 (0,000*)
ESG	-0,119 (0,040**)			
AMB		-0,158 (0,031**)		
SOC			-0,194 (0,016**)	
GOV				-0,157 (0,028**)
TAMCA	-0,133 (0,001*)	-0,134 (0,001*)	-1,033 (0,002*)	-1,135 (0,001*)
INDCA	-0,166 (0,003*)	-0,155 (0,001*)	-0,704 (0,003*)	-0,207 (0,001*)
DUACEO	0,119 (0,182)	0,121 (0,186)	0,116 (0,187)	0,120 (0,181)
MCA	0,065 (0,145)	-0,163 (0,442)	0,065 (0,139)	-0,505 (0,154)

Tabela 6 – Resultados da relação entre Divulgação ESG, CA e Assimetria de Informação

Variáveis	Equação 1 ESG e CA	Equação 2 AMB e CA	Equação 3 SOC e CA	Equação 4 GOV e CA
TAM	-0,136 (0,000*)	-0,138 (0,000*)	-0,129 (0,000*)	-0,147 (0,000*)
MTB	-0,613 (0,045**)	-1,599 (0,860)	-1,066 (0,843)	-1,569 (0,867)
ROA	-0,514 (0,413)	-1,314 (0,414)	-0,498 (0,428)	-0,502 (0,419)
AF	0,345 (0,420)	0,336 (0,299)	0,349 (0,282)	0,307 (0,362)
Dummy_Brasil	0,145 (0,001*)	0,169 (0,002*)	0,396 (0,024**)	0,450 (0,003*)
Sig. Modelo	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
R ²	39,97	25,99	23,15	22,90
Durbin Watson	1,3754	1,3789	1,3668	1,3822
VIF Médio	1,86	1,85	1,76	1,83
Breusch-Pagan-Godfrey	0,0000*	0,0000*	0,0001*	0,0001*
Jarque-Bera	0,0001*	0,0001*	0,0000*	0,0000*
EF Setor, Ano e País	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	1.378			

* Significância a nível de 1%; ** Significância a nível de 5%; AI: Assimetria de Informação; ESG: Divulgação ESG geral; AMB: Divulgação Ambiental; SOC: Divulgação Social; GOV: Divulgação de Governança; TAMCA: Tamanho do Conselho de Administração; INDCA: Independência do Conselho de Administração; DUACEO: Dualidade do CEO; MCA: Mulheres no Conselho de Administração; TAM: Tamanho da empresa; MTB: *Market to Book*; ROA: Retorno sobre Ativo; AF: Alavancagem Financeira.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 6, nota-se que no geral, os resultados do segundo teste de robustez são basicamente consistentes com os resultados da análise principal (Tabela 4), o que indica que as conclusões obtidas na pesquisa são confiáveis, visto que as variáveis independentes apresentaram o mesmo sinal de coeficiente e significância estatística dos resultados obtidos na Tabela 4. A seguir, apresenta-se a discussão dos resultados desta pesquisa em comparação com a literatura e estudos anteriores sobre o tema.

4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta subseção são discutidos os resultados da pesquisa realizada. As hipóteses H₁, H_{1a}, H_{1b} e H_{1c} buscaram verificar se a divulgação ESG e as suas dimensões AMB, SOC e GOV, possuem efeito na assimetria de informação. Um ponto a destacar é a segregação da hipótese H₁ em sub hipóteses H_{1a}, H_{1b}, H_{1c}. Essa abordagem se deve à multidimensionalidade da métrica ESG, que foi desdobrada em scores individuais relacionados aos pilares ambiental, social e de governança. Ao desagregar as dimensões ESG, é possível entender melhor como cada componente contribui para os resultados gerais, proporcionando uma visão mais refinada das

relações entre a divulgação ESG e a assimetria de informação. Humphrey, Lee e Shen (2012) abordam que as dimensões são baseadas em considerações relacionadas a diversos fatores, tais como as condições do país de origem, pressões de diferentes partes interessadas e condições institucionais, entre outros fatores. As hipóteses H₂, H₃, H₄, H₅ analisaram os efeitos dos atributos do CA (governança corporativa: tamanho e independência do conselho de administração, dualidade do CEO e presença de mulheres no conselho) na assimetria de informação.

Com base na Tabelas 4, pode-se analisar os resultados referentes a primeira hipótese, que consiste em H₁: *Existe relação negativa e significativa entre a divulgação ESG, ambiental (H_{1a}), social (H_{1b}) e de governança (H_{1c}) e a assimetria de informação de empresas da América Latina*. Portanto, foram confirmadas todas as hipóteses H₁, H_{1a}, H_{1b} e H_{1c}, pois foram obtidas evidências de que as divulgações ESG geral reduzem a assimetria de informações, assim como as dimensões AMB, SOC e GOV.

As evidências do efeito negativo podem ser justificadas por diversos motivos. Inicialmente destaca-se que as empresas da América Latina divulgam informações sobre suas práticas ambientais, sociais e de governança, oferecendo aos investidores e *stakeholders* uma visão do seu comprometimento com questões sustentáveis. Nesse sentido, quanto mais uma empresa divulga informações ambientais, sociais e de governança, é provável que a assimetria de informação diminua. Os resultados de coeficientes negativos para os componentes ESG, AMB, SOC, GOV indicam que à medida que a divulgação nas áreas ambiental, social e de governança aumenta, o *bid-ask spread* tende a diminuir, e uma redução nesse *spread* pode ser interpretada pelos investidores como um sinal de maior eficiência e transparência no mercado para as empresas da América Latina que praticam a divulgação ESG.

Os resultados também indicam que nem todos os três componentes da divulgação ESG (AMB, SOC, GOV) contribuem igualmente para a redução da assimetria de informação, pois a divulgação social (SOC) apresentou um impacto negativo mais significativo na AI do que a divulgação de governança (GOV) e ambiental (AMB). Este achado revela que um aumento na divulgação social tem um impacto proporcionalmente maior na redução da assimetria da informação. Nesse sentido, a divulgação adequada de informações sociais, como práticas de trabalho, políticas de diversidade, engajamento comunitário e impacto social da empresa pode reduzir a assimetria da informação ao proporcionar aos investidores e outras partes interessadas uma visão mais clara das operações e valores da empresa contribuindo para a redução da AI.

Apesar dos resultados indicarem um impacto das três dimensões da divulgação ESG na redução da AI, a literatura existente sobre ESG/RSC destaca o efeito heterogêneo dos componentes individuais nos resultados da divulgação ESG geral. Nguyen, Agbola e Choi (2019) revelaram uma associação negativa e significativa entre RSC e AI, e entre os pilares AMB e GOV com a AI. No entanto, não encontraram um efeito significativo do pilar social (SOC). Cho, Lee e Pfeiffer Jr. (2013) em suas análises de componentes específicos, não encontraram um efeito significativo da governança, do ambiente, da diversidade e da força do produto na redução da AI. Adicionalmente, Hamrouni *et al.* (2022) documentam que a dimensão SOC não tem efeito sobre o ambiente informacional. Por fim, Qureshi *et al.* (2019) descobriram que as divulgações AMB e SOC são mais relevantes em termos de valor da empresa do que a divulgação de GOV.

Deste modo, entender o efeito heterogêneo dos componentes individuais nos resultados da divulgação ESG é crucial para uma análise mais aprofundada e contextualizada. Isso significa reconhecer que as dinâmicas e as influências específicas podem variar dependendo do contexto analisado, exigindo uma abordagem mais holística na avaliação do desempenho global de uma empresa em relação a divulgação ESG. Em síntese, os efeitos da divulgação ESG/RSC na redução da AI não seguem um padrão uniforme, exigindo uma compreensão aprofundada das dimensões individuais e de suas interações para uma análise mais precisa, conforme efetuado na pesquisa.

Os resultados estão consistentes com a Teoria da Agência, pois segundo essa teoria, as empresas divulgam informações adicionais (divulgação ESG) para aumentar a comunicação entre a administração e os investidores, visando minimizar os desafios decorrentes do relacionamento agente-principal (investidores). Nesse sentido, a divulgação de informações ESG representa uma ferramenta capaz de reduzir a assimetria de informação, mitigando, portanto, o risco (MANITA *et al.*, 2018; HELFAYA; MORRIS; ABOUD, 2023). Além disso, os resultados para as hipóteses H₁, H_{1a}, H_{1b} e H_{1c} apoiam o argumento anterior de Dhaliwal *et al.* (2012), Siew, Balatbat e Carmichael (2016), Diebecker e Sommer (2017), Cui, Jo e Na (2018), Yoon e Lee (2019), Naqvi *et al.* (2021) e Kim e Park (2023), de que o envolvimento ativo das empresas nas divulgações ESG/RSC melhora a transparência, e visa reduzir a lacuna de informações entre os investidores e os gestores das empresas.

Do mesmo modo, os resultados da Tabela 4 buscaram dar suporte para a segunda hipótese: H₂: *Existe relação negativa e significativa entre o tamanho do conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina*, sendo a hipótese

H₂ confirmada, pois obteve-se um efeito negativo do tamanho do conselho na assimetria de informação. Esses resultados são consistentes com a Teoria da Agência e confirmam os resultados de Akmal, Rashid e Amin (2022) e Silva e Cunha (2019) que também documentaram uma relação negativa e significativa entre o TAMCA e a AI. Estes achados sugerem que o aumento no TAMCA aumenta os custos de gestão e é menos eficaz para o desempenho da instituição, podendo diminuir o fluxo de informações (SILVA; CUNHA, 2019; AKMAL; RASHID; AMIN, 2022). Corroborando com esse entendimento, Tessema (2019) constata que conselhos maiores são ineficazes porque os problemas de comunicação, coordenação e tomada de decisão são maiores. Assim, as empresas com um conselho de administração menor têm melhor desempenho. Além disso, Hamrouni *et al.* (2022) sugerem que empresas que possuem conselhos maiores apresentam maior opacidade, o que contribui para uma comunicação menos transparente e dificuldades na divulgação de informações claras sobre suas práticas e o desempenho da empresa.

A terceira hipótese busca testar a relação entre a independência do conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina, conforme a seguinte presunção – H₃: *Existe relação negativa e significativa entre a independência do conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.* Diante dos resultados da Tabela 4 pode-se aceitar a hipótese H₃. Esses resultados confirmam os encontrados por Silva e Cunha (2019), Alduais, Almasria e Airout (2022) e Almulhim (2023), pois encontraram uma relação negativa e significativa, entre a INDCA e o grau de assimetria de informação. Os achados de Hamrouni *et al.* (2022), também sugerem que um conselho mais independente está relacionado a uma menor assimetria informacional. Esses resultados estão em consonância com a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), que sugere que os conselhos de administração são mais eficientes se forem independentes, o que por sua vez melhora o ambiente de informação (HAMROUNI *et al.*, 2022).

Portanto, no contexto da América latina, um CA independente, composto por membros que não têm vínculos significativos com a alta administração da empresa, é frequentemente considerado como um mecanismo de GC que pode ajudar a reduzir a AI. Isso ocorre porque membros independentes do CA têm maior probabilidade de atuar como fiscalizadores objetivos, sem conflitos de interesse que possam prejudicar sua capacidade de monitorar efetivamente as atividades da administração (LIAO; LUO; TANG, 2015).

Além disso, os achados da Tabela 4 buscaram delimitar os resultados que subsidiam a quarta hipótese do estudo, H₄: *Existe relação positiva e significativa entre a dualidade do CEO*

e a assimetria de informação de empresas da América Latina. Conforme os resultados, não foi obtida significância estatística na relação entre a DUACEO e a AI das empresas analisadas, e, portanto, a hipótese H₄ foi rejeitada. Estes resultados estão alinhados com os estudos de Sougné, Laouti e Ajina (2013) pois não encontraram um efeito significativo entre a estrutura monista no CA e a AI e com os resultados de Tessema (2019), que sugere que os CEO's atuando como presidente do CA não afeta o nível de AI. Essa ausência de relação provavelmente deve-se ao fato de que a maioria das empresas da amostra possuem um presidente que não atua como CEO (JIZI, 2017). Os resultados também podem indicar que os CEO's atuando como presidentes dos conselhos não possuem nenhuma influência no nível de AI nas empresas da América Latina.

A quinta hipótese busca testar os efeitos da presença de mulheres no CA e a assimetria de informação de empresas da América Latina, conforme a seguinte presunção H₅: *Existe relação negativa e significativa entre a presença de mulheres no conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.* Os achados para esta hipótese também revelaram que não há um efeito significativo nesta relação e assim, a hipótese, H₅ também foi rejeitada. Os resultados da relação insignificante podem indicar que as MCA tendem a não desempenhar um papel significativo na redução da AI no mercado de ações da América Latina. Diante destes resultados constata-se que as MCA de empresas analisadas, tendem a não conseguir reduzir a AI. Esses achados estão de acordo com os resultados dos estudos de Silva e Cunha, (2019) e Loukil, Yousfi e Yerbanga (2020), pois também encontraram um resultado não significativo, entre diversidade de gênero no CA e as variáveis de assimetria de informação. Loukil, Yousfi e Yerbanga (2020) constataram que nas empresas listadas na Bolsa de Valores da França, as mulheres diretoras não têm capacidade de influenciar a transparência corporativa, ao contrário das mulheres diretoras em empresas listadas em outros países desenvolvidos. Estudos anteriores sobre a diversidade de gênero em mercados subdesenvolvidos também não encontraram significância estatística na relação entre mulheres no CA e a AI (SIDDIQUI; ATIQUE, 2020).

Outra possível explicação para este achado se deve ao fato de que a grande maioria das empresas da América Latina, não possuem MCA, ou possuem uma quantidade insuficiente para influenciar as decisões do CA. De acordo com a Teoria da massa crítica, Konrad, Kramer e Erkut (2008) constataram que quando o CA era composto apenas por uma mulher, elas eram silenciadas e isoladas, sendo que à medida que o número de diretoras aumentava, seus envolvimento no processo decisório corporativo também aumentavam. Contudo, quando havia,

pelo menos, três diretoras, ocorria uma mudança significativa: suas vozes eram mais audíveis e não relatavam mais serem ignoradas ou isoladas. De forma empírica Sarang *et al.* (2022) documentaram que ter uma mulher como diretora não tem efeito significativo no CA. Contudo, o efeito é significativo na massa crítica de duas ou mais mulheres nos CA's das empresas. Deste modo, CA com diversidade de gênero e com um limite mínimo de duas mulheres administradoras tendem a aumentar o valor da empresa por meio da redução da AI (SARANG *et al.*, 2022).

No Quadro 4, apresenta-se uma síntese dos resultados encontrados no estudo e um resumo das hipóteses de pesquisa.

Quadro 4 - Síntese dos resultados das hipóteses testadas

Hipótese	Sub-hipótese	Sinal Esperado	Sinal Encontrado	Achados
H ₁ : Existe relação negativa e significativa entre a divulgação ESG, ambiental (H _{1a}), social (H _{1b}) e de governança (H _{1c}) e a assimetria de informação de empresas da América Latina.	H ₁	-	-	Confirmada
	H _{1a}	-	-	Confirmada
	H _{1b}	-	-	Confirmada
	H _{1c}	-	-	Confirmada
H ₂ : Existe relação negativa e significativa entre o tamanho do conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.		-	-	Confirmada
H ₃ : Existe relação negativa e significativa entre a independência do conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.		-	-	Confirmada
H ₄ : Existe relação positiva e significativa entre a dualidade do CEO e a assimetria de informação de empresas da América Latina.		+	Sem Sig.	Rejeitada
H ₅ : Existe relação negativa e significativa entre a presença de mulheres no conselho de administração e a assimetria de informação de empresas da América Latina.		-	Sem Sig.	Rejeitada

Fonte: Elaborado pelo autor.

A seguir, são expostas as conclusões e recomendações para a realização de estudos futuros sobre as temáticas abordadas.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Nesta seção apresentam-se as principais considerações sobre os resultados encontrados e as recomendações para pesquisas futuras.

5.1 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve como objetivo analisar o efeito da divulgação ESG e do conselho de administração na assimetria de informação de empresas da América Latina. A pesquisa foi conduzida utilizando uma abordagem quantitativa, descritiva e documental, com a utilização de uma amostra desbalanceada de 222 empresas, abrangendo o período de 2016 a 2022. Quanto ao objetivo “a” investigar o efeito da divulgação ESG geral na assimetria de informação, este foi contemplado pela hipótese, H_1 . Constatou-se na hipótese H_1 a significância estatística e um coeficiente negativo em todos os modelos testados. No que concerne ao objetivo “b” investigar o efeito da divulgação ambiental, social e de governança na assimetria de informação; este foi contemplado pelas hipóteses, H_{1a} , H_{1b} , H_{1c} , pois os resultados apresentaram significância estatística e coeficiente negativo na relação entre os pilares da divulgação ESG e a AI.

Tais evidências demonstram que as empresas da América Latina ao ampliar a divulgação para abranger atividades, ESG, ambiental, social e de governança, as empresas estão fornecendo mais transparência e detalhes sobre seu funcionamento além do aspecto puramente financeiro. Isso permite que os investidores e outros *stakeholders* compreendam melhor o que a empresa valoriza e como ela gerencia questões que vão além dos números financeiros. Portanto, ao aumentar a divulgação ESG, a assimetria de informações tende a diminuir, criando um ambiente mais equilibrado e informado para todos os envolvidos.

Os resultados evidenciam também que nem todos os três componentes da divulgação ESG (AMB, SOC, GOV) contribuem igualmente para a redução da assimetria da informação, pois constatou-se que a divulgação social (SOC) têm um impacto negativo mais significativo na redução da AI do que as divulgações de governança (GOV) e ambientais (AMB). Estes achados permitem inferir que um aumento na divulgação social tem um impacto proporcionalmente maior na redução da AI, de acordo com os resultados da Tabela 4.

Em relação ao objetivo “c” proposto, de investigar o efeito do conselho de administração na assimetria de informação, este se subdivide em quatro hipóteses, que são as relações dos

atributos do conselho na assimetria da informação: H₂, (Tamanho do CA), H₃ (Independência do CA), H₄ (Presença de Mulheres no CA) e H₅ (Dualidade do CEO).

Em linha com as discussões da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), constatou-se que o tamanho do conselho tem um impacto na redução da assimetria de informações no mercado de ações da América Latina, o que possibilitou a confirmação da hipótese H₂ em que o Tamanho do conselho exerce influência negativa na relação com a assimetria da informação. Este resultado corrobora os achados de Akmal, Rashid e Amin (2022) que indicam que o aumento no tamanho do conselho aumenta os custos de gestão e é menos eficaz para o desempenho da instituição, podendo diminuir o fluxo de informações. Com o mesmo entendimento de que o conselho de administração maior é prejudicial para a comunicação Tessema (2019), Alduais, Almasria e Airout (2022) e Hamrouni *et al.* (2022) documentaram uma relação positiva entre o TAMCA e o nível de assimetria informacional e constataram que conselhos maiores são ineficazes porque os problemas de comunicação, coordenação e tomada de decisão são maiores, apresentando também maior opacidade. Esses estudos fornecem suporte para a afirmação de que conselhos de administração maiores têm mais dificuldade de coordenação e funcionamento e tendem a ser menos eficientes no monitoramento dos gerentes (JENSEN, 1993).

Para a hipótese H₃ obteve-se significância estatística e coeficiente negativo na relação entre a independência do CA e a assimetria da informação. Para Alduais, Almasria e Airout (2022), Hamrouni *et al.* (2022) e Almulhin (2023), essa relação negativa está alinhada com a ideia de que uma proporção maior de membros independentes no conselho contribui para diminuir a assimetria de informação no mercado de ações, pois a presença de membros independentes no conselho provavelmente reduzirá as despesas de agência, onde os provedores de serviços financeiros exercem um controle mais forte. Estes resultados fornecem suporte para o quadro teórico da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), pois indicam que os conselhos de administração são mais eficientes se forem independentes, o que por sua vez melhora o ambiente de informação (HAMROUNI *et al.*, 2022). Neste sentido, um CA independente, composto por membros que não têm vínculos significativos com a alta administração da empresa, pode ser considerado um excelente mecanismo de GC que pode ajudar a reduzir a AI.

A hipótese H₄ que visou analisar a relação entre a dualidade do CEO e a assimetria da informação foi rejeitada com base nos resultados encontrados. No contexto da América Latina, esses resultados podem indicar que os CEOs atuando como presidentes do CA não exercem

influência significativa no nível de assimetria da informação nas empresas da região. Essa ausência de relação também pode ser atribuída, ao fato de que aproximadamente 75% das empresas analisadas o CEO não atua como Presidente do CA (Tabela 2) o que possivelmente pode ter impactado a relação investigada. Em síntese, os resultados apontam para a possibilidade de que, na realidade das empresas latino-americanas analisadas, a DUACEO não desempenha um papel crucial na determinação de uma maior ou menor assimetria de informação.

Por fim, a hipótese H₅, que investigou a relação da presença de mulheres no CA e a AI, também foi rejeitada, com base nos resultados encontrados. Os resultados que apontam para uma relação insignificante podem sugerir que a presença de MCA tende a não desempenhar um papel significativo na redução da AI no mercado de ações da América Latina. Esses resultados também podem ser explicados com base nos dados da pesquisa, que constatou que, em média, apenas 9% dos CA's são ocupados por mulheres. Uma outra possível explicação para esses resultados, seria de que a presença limitada de mulheres nos CA's pode significar que elas não alcançaram ainda a massa crítica necessária para transformar significativamente a dinâmica de decisões e influência nos conselhos das empresas da América Latina. Portanto, a rejeição da hipótese H₅ pode ser associada à falta de representatividade feminina em quantidade suficiente para gerar impactos mensuráveis na assimetria de informação nas empresas analisadas.

De maneira geral, os resultados alcançados corroboram as expectativas, demonstrando que a divulgação ESG e seus pilares AMB, SOC e GOV, assim como um conselho de Administração de menor tamanho e independente contribuem para reduzir a assimetria da informação no mercado de ações na América Latina. A Teoria da Agência fundamenta os efeitos negativos, pois, de fato maiores divulgações ESG e suas dimensões, assim como um CA menor e independente reduzem a opacidade da informação, os conflitos de agência e demonstram para os investidores e *stakeholders* que a empresa preza pela transparência alinhando os interesses entre o agente e o principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse sentido, entendemos que a governança Corporativa de uma empresa influencia a extensão de sua divulgação ESG e, em última análise, afeta a assimetria de informações entre gerentes e participantes do mercado de ações (CORMIER; LEDOUX; MAGNAN, 2011).

Além disso, constatamos que nossos resultados são robustos se examinarmos a pontuação ambiental, social e de governança corporativa separadamente no exame da assimetria de informações (YOON; LEE, 2019).

Os resultados encontrados neste estudo podem fornecer orientação e direção aos reguladores e à alta administração das corporações com relação à composição efetiva de um conselho de administração. Ter um tamanho reduzido, e ter representação suficiente de membros independentes poderia aumentar seu papel de controle na mitigação das informações assimétricas. Além disso, aumentando as divulgações de informações ESG tende a reduzir possíveis conflitos de interesse entre gerentes e acionistas, pois as informações estratégicas da empresa ficarão mais transparentes e acessíveis. Os resultados obtidos também podem chamar a atenção de formuladores de políticas e reguladores em um mercado em desenvolvimento como é o da América Latina, para regular a presença de mulheres nos conselhos de administração de empresas sediadas nesses países.

Após se analisar a relação direta da divulgação ESG, o estudo contribui para a análise multidimensional do ESG, Ambiental, Social e Governança com a assimetria da informação em empresas da América Latina. Assim, os resultados contribuem para a literatura ao fornecer novas evidências empíricas para a teoria ao confirmar uma relação negativa entre divulgação ESG e assimetria de informação. Esses resultados também são significativos porque examinam a implicação de divulgações ESG em países em desenvolvimento (YOON; LEE, 2019). O estudo contribui para a literatura ao analisar um modelo teórico não identificado em estudos anteriores no contexto da América Latina, ao buscar explicar de forma conjunta os efeitos da divulgação ESG e as características do conselho de administração na redução da assimetria da informação. Dessa forma, a contribuição teórica consiste em explicar, sob a lente da Teoria da Agência, como elementos do CA como TAMCA, INDCA, MCA, DUACEO influenciam na redução da assimetria da informação de empresas latino-americanas listadas nas Bolsas de Valores dos países da Argentina, Brasil, Chile, México e Peru. Os resultados também contribuem para a literatura ao fornecer novas evidências empíricas para a teoria ao confirmar uma relação negativa entre divulgação ESG e assimetria de informação (CUI; JO; NA, 2018; NGUYEN; AGBOLA; CHOI, 2019). Esses resultados também são significativos porque examinam as implicações de divulgações ESG em países em desenvolvimento (YOON; LEE, 2019), em especial no mercado financeiro latino-americano, o que fortalece a validade da teoria.

De maneira prática, os resultados auxiliam as empresas, gestores e conselhos de administração a perceber as peculiaridades de se ter um CA reduzido e independente, que monitora e se comunica de forma eficaz, além da importância de se ter amplas divulgações ESG, demonstrando uma maior transparência empresarial, atendendo os interesses dos investidores e das demais partes interessadas. Portanto, para a gestão, espera-se que os

resultados empíricos demonstrem que o envolvimento em práticas ESG deve ser considerado uma decisão estratégica permitindo às empresas reduzirem os seus custos de financiamento, uma vez que a divulgação ESG pode melhorar o ambiente de informação das empresas. Além disso, os resultados sugerem que os gestores devem promover a divulgação ESG para reduzir a AI (NGUYEN; AGBOLA; CHOI, 2019).

Ainda do ponto de vista prático, a divulgação dos relatórios ESG fornece aos acionistas informações que preenchem as lacunas deixadas pelas demonstrações financeiras, que geralmente não abordam questões sociais e ambientais. Esses aspectos são cada vez mais considerados pelos acionistas em suas decisões de investimento, reduzindo assim as assimetrias de informação decorrentes da teoria da agência (MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016). Nesse sentido, “os investidores devem levar em conta o grau de engajamento das empresas em ESG ao tomar decisões de investimento.” (NGUYEN; AGBOLA; CHOI, 2019, p. 205)

Esta pesquisa também contribui para com o âmbito social, pois os resultados desta pesquisa podem auxiliar a sociedade ao conscientizarem as organizações sobre a importância de divulgar questões ESG, destacando seus impactos na gestão, no meio ambiente e na sociedade. Isso pode incentivar práticas de gestão sustentável e gerar benefícios diretos para a comunidade (GRODT *et al.*, 2024).

Por fim, este estudo auxilia na discussão acadêmica de pesquisas desenvolvidas na linha de pesquisa de Governança e Sustentabilidade Organizacional, do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Portanto, os elementos centrais desta investigação corroboraram os aspectos da linha de pesquisa do PPGCC, pois englobou a contabilidade (Assimetria de Informação), a governança corporativa (características do conselho de administração) e a sustentabilidade organizacional (ESG, geral e seus pilares ambiental, social e governança).

5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Considerando as limitações discutidas na seção 3.6, são fornecidas algumas recomendações para pesquisas futuras, com o objetivo de enriquecer não apenas o conhecimento científico, mas também confrontar os resultados deste estudo com outras abordagens analíticas sobre o tema investigado.

A primeira sugestão deste estudo envolve o uso de um modelo para estimar a assimetria de informação. Uma alternativa seria a adoção de uma combinação de diferentes métricas, proporcionando uma visão mais abrangente da assimetria de informação, como erro de previsão do analista, volatilidade do preço das ações, entre outras variáveis. Vale ressaltar que na literatura, estão previstas diversas variáveis para mensurar a AI, e independentemente do modelo utilizado, é importante reconhecer que possíveis vieses podem ocorrer.

Outra proposta para futuras pesquisas envolve a exploração de uma abordagem alternativa para mensurar a divulgação ESG. Sugere-se considerar o uso de medidas disponíveis em outros bancos de dados, como *Sustainalytics* e *Bloomberg*. Isso é particularmente relevante devido à natureza não obrigatória da divulgação de informações ambientais e sociais. A escassez de empresas que publicam essas informações de forma voluntária é uma consideração importante a ser abordada.

Sugere-se também que futuras pesquisas ampliem o período amostral e, conseqüentemente, o tamanho da amostra. Apesar do crescimento recente nas informações ESG, a natureza voluntária da divulgação resulta em escassez desses dados nas empresas da América Latina. Algumas empresas podem ter sido excluídas de estudos devido à falta de participação no banco de dados da *Refinitiv Eikon*[®] ou à ausência de divulgação, mesmo adotando práticas ESG. Destaca-se a importância de considerar outras fontes de dados e desenvolver estratégias para incluir empresas relevantes em sustentabilidade que podem não estar representadas nos bancos de dados convencionais.

REFERÊNCIAS

ABAD, D.; LUCAS-PÉREZ, M. E.; MINGUEZ-VERA, A.; YAGÜE, J. Does gender diversity on corporate boards reduce information asymmetry in equity markets?. **Business Research Quarterly**, v. 20, n. 3, p. 192-205, 2017.

ADENEYE, Y. B.; FASIHI, S.; KAMMOUN, I.; ALBITAR, K. Does earnings management constrain ESG performance? The role of corporate governance. **International Journal of Disclosure and Governance**, p. 1-24, 2023.

ACUNA-DUARTE, A. A.; ARÉVALO-ALEGRÍA, M.; KING-DOMÍNGUEZ, A. Composición del consejo de administración y desempeño financiero en mercados emergentes de América Latina: evidencia para Brasil, Chile y México. **Estudios Gerenciales**, v. 36, n. 156, p. 272-287, 2020.

AGARWALA, N.; PAREEK, R.; SAHU, T. N. Does board independence influence CSR performance? A GMM-based dynamic panel data approach. **Social Responsibility Journal**, v. 19, n. 6, p. 1003-1022, 2022.

AJINA, A.; LAKHAL, F.; AYED, S. Does corporate social responsibility reduce earnings management? The moderating role of corporate governance and ownership. **Management International**, v. 23, n. 2, p. 45-55, 2019.

AKMAL, M; RASHID, A; AMIN, S. Corporate governance and information asymmetry. **Forman Journal of Economic Studies**, v. 18, n. 2, p. 45-69, 2022.

ALDUAIS, F.; ALMASRIA, N. A.; AIROUT, R. The Moderating Effect of Corporate Governance on Corporate Social Responsibility and Information Asymmetry: An Empirical Study of Chinese Listed Companies. **Economies**, v. 10, n. 280, p. 1-23, 2022.

ALVES, S. CEO duality, earnings quality and board independence. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 21, n. 2, p. 217-231, 2023.

ALVES, S. The effect of board Independence on the earnings quality: Evidence from Portuguese listed companies. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, v. 8 n. 3, p. 23-44, 2014.

ALBITAR, K.; ABDOUSH, T.; HUSSAINEY, K. Do corporate governance mechanisms and ESG disclosure drive CSR narrative tones?. **International Journal of Finance & Economics**, p. 1-15, 2022.

ALSAYEGH, M. F.; ABDUL RAHMAN, R.; HOMAYOUN, S. Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. **Sustainability**, v. 12, n. 9, p. 1-20, 2020.

ALMAQTARI, F. A.; ELSHEIKH, T.; AL-HATTAMI, H. M.; MISHRA, N. The impact of board characteristics on environmentally friendly production: A cross country study in Asia and Europe. **Journal of Cleaner Production**, v. 392, p. 1-18, 2023.

ALMULHIM, A. A. Effects of board characteristics on information asymmetry: Evidence from the alternative investment market. **Heliyon**, v. 9, p. 1-16, 2023.

AN, Y. Effect of outside director's quality on firm value and earnings quality. **Research Journal of Business Management**, v. 11, n. 1, p. 39-45, 2017.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **NBR ISO 26000**. Diretrizes de Responsabilidade Social. Rio de Janeiro: ABNT, 2010.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **ABNT PR 2030**: Ambiental, social e governança (ESG) - Conceitos, diretrizes e modelo de avaliação e direcionamento para organizações ABNT, 2022.

BENKRAIEM, R.; HAMROUNI, A.; LAKHAL, F.; TOUMI, N. Board independence, gender diversity and CEO compensation. Corporate Governance: **The International Journal of Business in Society**, v. 17, n. 5, p. 845-860, 2017.

BAE, S. M.; MASUD, M. A. K.; KIM, J. D. A cross-country investigation of corporate governance and corporate sustainability disclosure: A signaling theory perspective. **Sustainability**, v. 10, n. 8, 1-16, 2018.

BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of panel data**. 3. ed. Chichester: John Wiley & Sons, 2005.

BARNET, V.; LEWIS, T. **Outliers in statistical data**. 2. ed. Wiley Series in Probability and Mathematical Statistics. Applied Probability and Statistics, 1994.

BILYAY-ERDOGAN, S. Corporate ESG engagement and information asymmetry: the moderating role of country-level institutional differences. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, p. 1-37, 2022.

BOWRIN, A. R. Corporate social and environmental reporting in the Caribbean. **Social Responsibility Journal**, v. 9, n. 2, p. 259-280, 2013.

BRAVO, F.; REGUERA-ALVARADO, N. Sustainable development disclosure: Environmental, social, and governance reporting and gender diversity in the audit committee. **Business Strategy and the Environment**, v. 28, n. 2, p. 418-429, 2019.

BUERTEY, S.; SUN, E. J.; LEE, J. S.; HWANG, J. Corporate social responsibility and earnings management: The moderating effect of corporate governance mechanisms. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 1, p. 256-271, 2020.

BUCHANAN, B; CAO, C. X.; CHEN, C. Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, v. 52, p. 73-95, 2018.

BUSS, David M. (Ed.). **The handbook of evolutionary psychology**. John Wiley & Sons, 2005.

CORMIER, D.; LEDOUX, M. J.; MAGNAN, M. The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. **Management Decision**, v. 49, n. 8, p. 1276-1304, 2011.

CHEN, X.; CHENG, Q.; WANG, X. Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. **Review of Accounting Studies**, v. 20, p. 899-933, 2015.

CHENG, S. Board size and the variability of corporate performance. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, p. 157-176, 2008.

CHERKASOVA, V.; NENUZHENKO, I. Investment in ESG Projects and Corporate Performance of Multinational Companies. **Journal of Economic Integration**, v. 37, n. 1, p. 54-92, 2022.

CHOUAIBI, S.; CHOUAIBI, J.; ROSSI, M. ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law. **EuroMed Journal of Business**, v. 17, n. 1, p. 46-71, 2022.

CHO, S. Y.; LEE, C.; PFEIFFER JR., R. J. Corporate social responsibility performance and information asymmetry. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 1, p. 71-83, 2013.

CHUNG, K. H.; ELDER, J.; KIM, J. C. Corporate governance and liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 45, n. 2, p. 265-291, 2010.

COLAKOGLU, N.; ERYILMAZ, M.; MARTÍNEZ-FERRERO, J. Is board diversity an antecedent of corporate social responsibility performance in firms? A research on the 500 biggest Turkish companies. **Social Responsibility Journal**, v. 17, n. 2, p. 243-262, 2021.

CUI, J.; JO, H.; NA, H. Does corporate social responsibility affect information asymmetry?. **Journal of Business Ethics**, v. 148, p. 549-572, 2018.

CUNHA, F. A. F. de S.; MEIRA, E.; ORSATO, R. J. Sustainable finance and investment: Review and research agenda. **Business Strategy and the Environment**, v. 30, n. 8, p. 3821-3838, 2021.

CLÉMENT, A.; ROBINOT, É.; TRESPEUCH, L. The use of ESG scores in academic literature: A systematic literature review. **Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy**, *ahead-of-print*, 2023.

DANDARO, F. M.; LIMA, F. G. ESG Performance and Credit Risk in Latin America. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 17, n. 3, p. 40-56, 2022.

DHALIWAL, D. S.; LI, O. Z.; TSANG, A.; YANG, Y. G. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. **The Accounting Review**, v. 86, n. 1, p. 59-100, 2011.

- DHALIWAL, D. S., RADHAKRISHNAN, S., TSANG, A., & YANG, Y. G. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. **The Accounting Review**, v. 87, n. 3, p. 723-759, 2012.
- DIEBECKER, J.; SOMMER, F. The impact of corporate sustainability performance on information asymmetry: the role of institutional differences. **Review of Managerial Science**, v. 11, n. 2, p. 471-517, 2017.
- DUQUE-GRISALES, E.; AGUILERA-CARACUEL, J. Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. **Journal of Business Ethics**, v. 168, n. 2, p. 315-334, 2021.
- EKARA HELFAYA, A. N.; MOUSSA, T. Do Board CSR Strategy and Orientation Influence Corporate Environmental Disclosures of UK firms. **Business Strategy and the Environment**, v. 26, n. 8, p. 1061-1077, 2017.
- ELBADRY, A.; GOUNOPOULOS, D.; SKINNER, F. Governance quality and information asymmetry. **Financial Markets, Institutions & Instruments**, v. 24, n. 2-3, p. 127-157, 2015.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 327-349, 1983.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. D.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FERNANDES, S. M.; BORNIA, A. C.; NAKAMURA, L. R. The influence of boards of directors on environmental disclosure. **Management Decision**, v. 57, n. 9, p. 2358-2382, 2018.
- GALLEGO-ÁLVAREZ, I.; PUCHETA-MARTÍNEZ, M. C. Corporate social responsibility reporting and corporate governance mechanisms: An international outlook from emerging countries. **Business Strategy & Development**, v. 3, n. 1, p. 77-97, 2020.
- GERGED, A. M.; ALBITAR, K.; AL-HADDAD, L. Corporate environmental disclosure and earnings management-The moderating role of corporate governance structures. **International Journal of Finance & Economics**, v. 28, p. 2789-2810, 2023.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2022.
- GILLAN, S. L.; KOCH, A.; STARKS, L. T. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. **Journal of Corporate Finance**, v. 66, p. 1-16, 2021.
- GOH, B. W.; LEE, J.; NG, J.; OW, Y. K. The effect of board independence on information asymmetry. **European Accounting Review**, v. 25, n. 1, p. 155-182, 2016.
- GUEST, P. M. The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. **The European Journal of Finance**, v. 15, n. 4, p. 385-404, 2009.

GUL, F. A.; SRINIDHI, B.; NG, A. C. Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 3, p. 314-338, 2011.

GUL, F. A.; HUTCHINSON, M.; LAI, K. MY. Gender-diverse boards and properties of analyst earnings forecasts. **Accounting Horizons**, v. 27, n. 3, p. 511-538, 2013.

GRODT, J. A. D. S.; DEGENHART, L.; MAGRO, C. B. D.; ÁVILA, L. V.; PICCININ, Y. G. Divulgação ESG e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 35, p. e1811, 2024.

IFRS. IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information. Disponível em: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards-issb/english/2023/issued/part-a/issb-2023-a-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf?bypass=on>. Acesso em: 28 jan. 2024.

HAMROUNI, A.; BOUATTOUR, M.; BEN FARHAT TOUMI, N.; BOUSSAADA, R. Corporate social responsibility disclosure and information asymmetry: does boardroom attributes matter?. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 23, n. 5, p. 897-920, 2022.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HELFAZA, A.; MORRIS, R.; ABOUD, A. Investigating the Factors That Determine the ESG Disclosure Practices in Europe. **Sustainability**, v. 15, n. 6, p. 1-23, 2023.

HUMPHREY, J. E.; LEE, D. D.; SHEN, Y. The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms. **Australian Journal of Management**, v. 37, n. 2, p. 135-151, 2012.

HUSTED, B. W.; SOUSA-FILHO, J. M. de. Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. **Journal of Business Research**, v. 102, p. 220-227, 2019.

HUSSAIN, N.; RIGONI, U.; ORIJ, R. P. Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. **Journal of Business Ethics**, v. 149, p. 411-432, 2018.

HSU, S.; LIN, S. W.; CHEN, W. P.; HUANG, J. W. CEO duality, information costs, and firm performance. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 55, p. 1-18, 2021.

IBRAHIM, A. H.; HANEFAH, M. M. Board diversity and corporate social responsibility in Jordan. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 14, n. 2, p. 279-298, 2016.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4 p. 305-360, 1976.

JOUBER, H. Corporate social responsibility and earnings quality: do institutional features matter? **Journal of Global Responsibility**, v. 11, n. 1, p. 54-92, 2020.

KAPOTAS, P. Gender quotas in politics: The greek system in the light of EU law. **European Law Journal**, v. 16, n. 1, p. 29-46, 2010.

KENGATHARAN, L.; SIVAKARAN, T. Impact of corporate governance practices on corporate social responsibility: evidence from listed banks, finance and insurance companies in Sri Lanka. **Asia-Pacific Management Accounting Journal**, v. 14, n. 2, p. 115-138, 2019.

KHAN, M. K.; ZAHID, R. A.; SALEEM, A.; SÁGI, J. Board composition and social & environmental accountability: a dynamic model analysis of Chinese firms. **Sustainability**, v. 13, n. 19, p. 1-16, 2021.

KIEL, G. C.; NICHOLSON, G. J. Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. **Corporate Governance: an International Review**, v. 11, n. 3, p. 189-205, 2003.

KIM, J. W.; PARK, C. K. Can ESG Performance Mitigate Information Asymmetry? Moderating Effect of Assurance Services. **Applied Economics**, p. 1-15, 2023.

KIM, Y.; PARK, M. S.; WIER, B. Is earnings quality associated with corporate social responsibility?. **The Accounting Review**, v. 87, n. 3, p. 761-796, 2012.

KIM, K. H., AL-SHAMMARI, H. A., KIM, B.; LEE, S. H. CEO duality leadership and corporate diversification behavior. **Journal of Business Research**, v. 62, n. 11, p. 1173-1180, 2009.

KIM, D.; STARKS, L. T. Gender diversity on corporate boards: Do women contribute unique skills?. **American Economic Review**, v. 106, n. 5, p. 267-271, 2016.

KONRAD, A. M.; KRAMER, V.; ERKUT, S. The impact of three or more women on corporate boards. **Organizational Dynamics**, v. 37, n. 2, p. 145-164, 2008.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LI, T. T.; WANG, K.; SUEYOSHI, T.; WANG, D. D. ESG: Research progress and future prospects. **Sustainability**, v. 13, n. 21, p. 1-28, 2021.

LIAO, L.; LUO, L.; TANG, Q. Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. **The British Accounting Review**, v. 47, n. 4, p. 409-424, 2015.

LIN, W. L.; HO, J. A.; NG, S. I.; LEE, C. Does corporate social responsibility lead to improved firm performance? The hidden role of financial slack. **Social Responsibility Journal**, v. 16, n. 7, p. 957-982, 2020.

LOUKIL, N.; YOUSFI, O.; YERBANGA, R. W.-K. Does gender diversity on boards reduce information asymmetry problems? Empirical evidence from the French market. **Journal of Family Business Management**, v. 10, n. 2, p. 144-166, 2020.

LU, Y.; ABEYSEKERA, I.; CORTESE, C. Corporate social responsibility reporting quality, board characteristics and corporate social reputation: Evidence from China. **Pacific Accounting Review**, v. 27, n 1, p. 95-118, 2015.

LU, L. W. The moderating effect of corporate governance on the relationship between corporate sustainability performance and corporate financial performance. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 18, n. 3, p. 193-206, 2021.

MA, H. Y.; YOO, J. Y. A study on the impact of sustainable management on earnings persistence and market pricing: evidence from Korea. **Journal of Business Economics and Management**, v. 23, n. 4, p. 818–836, 2022.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2021.

MAROCO, J. **Análise Estatística com utilização do SPSS**. 3. ed. Lisboa, Portugal: Edições Sílabo, 2007.

MAGNANELLI, B. S.; IZZO, M. F. Corporate social performance and cost of debt: The relationship. **Social Responsibility Journal**, v. 13, n. 2, p. 250-265, 2017.

MANITA, R.; BRUNA, M. G.; DANG, R.; HOUANTI, L. H. Board gender diversity and ESG disclosure: evidence from the USA. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 19, n. 2, p. 206-224, 2018.

MAHMOOD, Z.; KOUSER, R.; ALI, W.; AHMAD, Z.; SALMAN, T. Does corporate governance affect sustainability disclosure? A mixed methods study. **Sustainability**, v. 10, n. 1, p. 1-20, 2018.

MARTÍNEZ-FERRERO, J.; RODRÍGUEZ-ARIZA, L.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M.; CUADRADO-BALLESTEROS, B. Corporate social responsibility disclosure and information asymmetry: the role of family ownership. **Review of Managerial Science**, v. 12, p. 885-916, 2018.

MARTÍNEZ-FERRERO, J.; RUIZ-CANO, D.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M. The causal link between sustainable disclosure and information asymmetry: The moderating role of the stakeholder protection context. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 23, n. 5, p. 319-332, 2016.

MCGUINNESS, P. B.; VIEITO, J. P.; WANG, M. The role of board gender and foreign ownership in the CSR performance of Chinese listed firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 42, p. 75-99, 2017.

MELGAREJO, M. The impact of corporate governance on earnings quality: evidence from Peru. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 9, n. 4, p. 527-541, 2019.

MENICUCCI, E.; PAOLUCCI, G. The influence of Italian board characteristics on environmental, social and governance dimensions. **Management Decision**, *ahead-of-print*, 2023.

MOHAMMAD, W. M. W.; WASIUZZAMAN, S. Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. **Cleaner Environmental Systems**, v. 2, p. 1-15, 2021.

MONTEIRO, G. F. A.; MIRANDA, B. V.; RODRIGUES, V. P.; SAES, M. S. M. ESG: disentangling the governance pillar. **RAUSP Management Journal**, v. 56, p. 482-487, 2021.

MUTTAKIN, M. B.; KHAN, A.; AZIM, M. I. Corporate social responsibility disclosures and earnings quality: are they a reflection of managers' opportunistic behavior?. **Managerial Auditing Journal**, v. 30, n. 3, p. 277-298, 2015.

NAQVI, S. K.; SHAHZAD, F.; REHMAN, I. U.; QURESHI, F.; LAIQUE, U. Corporate social responsibility performance and information asymmetry: The moderating role of analyst coverage. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 28, n. 6, p. 1549-1563, 2021.

NAKPRASIT, C.; RATTANAYONG, P. Earnings quality, corporate governance structure and corporate social performance of manufacturing companies listed on the stock exchange of Thailand. **International Journal of Interdisciplinary Research**, v. 8, n. 2, p. 109-122, 2019.

NGUYEN, V. H.; AGBOLA, F. W.; CHOI, B. Does corporate social responsibility reduce information asymmetry? Empirical evidence from Australia. **Australian Journal of Management**, v. 44, n. 2, p. 188-211, 2019.

PUCHETA-MARTÍNEZ, M. C.; BEL-OMS, I.; OLCINA-SEMPERE, G. Corporate governance, female directors and quality of financial information. **Business Ethics: A European Review**, v. 25, n. 4, p. 363-385, 2016.

PUCHETA-MARTÍNEZ, M. C.; GALLEGO-ÁLVAREZ, I. An international approach of the relationship between board attributes and the disclosure of corporate social responsibility issues. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 26, n. 3, p. 612-627, 2019.

QURESHI, M. A.; KIRKERUD, S., THERESA, K.; AHSAN, T. The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. **Business Strategy and the Environment**, v. 29, n. 3, p. 1199-1214, 2019.

RAHMAN, H. U.; ZAHID, M.; KHAN, M. Corporate sustainability practices: a new perspective of linking board with firm performance. **Total Quality Management e Business Excellence**, v. 33, n. 7-8, p. 929-946, 2021.

RAHMAN, H. U.; REHMAN, S.; ZAHID, M. The impact of boardroom national diversity on firms' performance and boards' monitoring in emerging markets: a case of Malaysia. **City University Research Journal**, v. 8, n. 1, p. 1-15, 2018.

RAHMAN, H. U.; IBRAHIM, M. Y.; AHMAD, A. C. Corporate governance reforms and shareholders' confidence in emerging markets: A case of Malaysia. **World Journal of Science, Technology and Sustainable Development**, v. 14, n. 1, p. 60-74, 2017.

RAU, P. R.; YU, T. A survey on ESG: investors, institutions and firms. **China Finance Review International**, *In press*, 2023.

REHMAN, I. U.; NAQVI, S. K.; SHAHZAD, F.; JAMIL, A. Corporate social responsibility performance and information asymmetry: the moderating role of ownership concentration. **Social Responsibility Journal**, v. 18, n. 2, p. 424-440, 2022.

REZAEE, Z.; SAFARZADEH, M. H. Corporate governance and earnings quality: the behavioral theory of corporate governance (evidence from Iran). **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 23, n. 1, p. 189-218, 2023.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

ROSSI, M.; CHOUAIBI, J.; CHOUAIBI, S.; JILANI, W.; CHOUAIBI, Y. Does a board characteristic moderate the relationship between CSR practices and financial performance? Evidence from European ESG firms. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 14, n. 8, p. 1-15, 2021.

SALEHI, H.; REZAIE, H.; ANSARI, F. Corporate governance and information asymmetry. **Management Science Letters**, v. 4, n. 8, p. 1829-1836, 2014.

SARANG, A. A. A.; AUBERT, N.; HOLLANDTS, X. Board gender diversity and the cost of equity: What difference does gender quota legislation make? **International Journal of Finance & Economics**, p. 1-21. 2023.

SARANG, A. A. A.; RIND, A. A.; AL-FARYAN, M. A. S.; SAEED, A. Women on board and the cost of equity: the mediating role of information asymmetry. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, *ahead-of-print*, 2022.

SIDDIQUI, D. A.; ATIQUE, A. Boards' Gender Diversity and Information Asymmetry in Stock Market of Pakistan. **Available at SSRN**, 2020.

SIEW, R. Y. J.; BALATBAT, M. C. A.; CARMICHAEL, D. G. The impact of ESG disclosures and institutional ownership on market information asymmetry. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, v. 23, n. 4, p. 432-448, 2016.

SILVA, A.; CUNHA, P. R. da. Influência das características do conselho de administração na assimetria informacional de empresas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v.16 n. 39, p. 24-43, 2019.

SHIAH-HOU, S.-R. Powerful CEOs and earnings quality. **Managerial Finance**, v. 47, n. 12, p. 1714-1735, 2021.

SOLIKHAH, B.; WAHYUDIN, A.; AL-FARYAN, M. A. S.; IRANDA, N. N.; HAJAWI-YAH, A.; SUN, C. M. Corporate governance mechanisms and earnings quality: is firm size a moderation variable?. **Journal of Governance and Regulation**, v. 11, n. 1, p. 200-210, 2022.

SOUGNÉ, D.; LAOUTI, M.; AJINA, A. Do board characteristics affect information asymmetry?. **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences**, v. 3, n. 12, p. 1-15, 2013.

SUN, N.; SALAMA, A.; HUSSAINEY, K.; HABBASH, M. Corporate environmental disclosure, corporate governance and earnings management. **Managerial Auditing Journal**, v. 25, n. 7, p. 679-700, 2010.

SURROCA, J.; TRIBÓ, J. A. Managerial entrenchment and corporate social performance. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 35, n. 5-6, p. 748-789, 2008.

TANIMOTO, K. Do multi-stakeholder initiatives make for better CSR?. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 19, n. 4, p. 704-716, 2019.

TANG, D. Y.; YAN, J.; YAO, C. Y. The determinants of ESG ratings: Rater ownership matters. In: **Proceedings of Paris December 2021 Finance Meeting EUROFIDAI-ESSEC**. 2022.

TESSEMA, A. The impact of corporate governance and political connections on information asymmetry: International evidence from banks in the Gulf Cooperation Council member countries. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 35, p. 1-17, 2019.

USMAN, B.; BERNARDES, O. T. F; KANANLUA, P. S. On the nexus between CSR practices, ESG performance, and asymmetric information. **Gadjah Mada International Journal of Business**, v. 22, n. 2, p. 151-177, 2020.

UTAMI, Y. L.; RAKHMAYANI, A.; HIDAYATI, N.; PUSPITASARI, I.; INDRIYANI, A.; HAJAR, N. Corporate social responsibility (CSR) performance, information asymmetry, agency cost and investment efficiency: The characteristic of audit committee as moderating variable. **Annals of the Romanian Society for Cell Biology**, v. 25, n. 6, p. 7856-7875, 2021.

United Nations, The Global Compact. **Who Cares Wins: Connecting the Financial Markets to a Changing World?** United Nations, 2004. Disponível em: https://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial_markets/who_cares_who_wins.pdf. Acesso em: 30 ago. 2023.

VIRTANEN, A. Women on the boards of listed companies: Evidence from Finland. **Journal of Management & Governance**, v. 16, p. 571-593, 2012.

VITOLLA, F.; RAIMO, N.; RUBINO, M. Board characteristics and integrated reporting quality: An agency theory perspective. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 2, p. 1152-1163, 2020.

ZAMAN, S.; ELLILI, N. O. D. The effect of ESG disclosure on the financial performance of UAE banks. **Available at SSRN**, 2022.

YADAV, P.; PRASHAR, A. Board gender diversity: implications for environment, social, and governance (ESG) performance of Indian firms. **International Journal of Productivity and Performance Management**, *ahead-of-print*, 2022.

YOON, B.; KIM, B.; LEE, J. H. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? Evidence from the Korean market. **Sustainability**, v. 11, n. 15, p. 1-20, 2019.

YOON, B.; LEE, J. H. Corporate social responsibility and information asymmetry in the Korean market: Implications of chaebol affiliates. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, v. 6, n. 1, p. 21-31, 2019.

WANG, J.; CHEN, M. H.; FANG, C. Y.; TIAN, L. Does board size matter for Taiwanese hotel performance? Agency theory or resource dependence theory. **Cornell Hospitality Quarterly**, v. 59, n. 4, p. 317-324, 2018.