

Contribuição das Divulgações Socioambientais e Características das Empresas para a minimização da Assimetria Informacional: Evidências da América Latina*

Contribución de las Divulgaciones Socioambientales y Características de las Empresas para la minimización de la Asimetría Informacional: Evidencias de América Latina

Contribution of Socio-environmental Disclosures and Company Characteristics to Information Asymmetry Minimization: Evidence from Latin America

Rodrigo Almeida Mainardi

Universidade Federal de Santa Maria, Brasil

rodrigomainardi@hotmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2581-2956>

DOI: <https://doi.org/10.11144/Javeriana.cc25.cdsc>

Recepção: 04 outubro 2022

Aprovação: 20 junho 2023

Rogério Hauschildt

Universidade Federal de Santa Maria, Brasil

hauschil@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7374-1609>

Larissa Degenhart^a

Universidade Federal de Santa Maria, Brasil

larissa.degenhart@ufsm.br

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0651-8540>

Resumo:

As divulgações socioambientais e características das empresas podem contribuir para a diminuição da assimetria de informação. Portanto, esta pesquisa objetivou analisar a contribuição das divulgações socioambientais (ESG) e características das empresas para a minimização da assimetria informacional das empresas de países da América Latina, durante o período de 2015 a 2020. A metodologia utilizada refere-se a uma pesquisa descritiva, documental e quantitativa com a utilização da regressão linear múltipla com erros padrões robustos. Os resultados revelaram que a divulgação de governança influenciou negativamente a assimetria informacional de empresas do Chile. Em relação às características das empresas que minimizam a assimetria de informação, destaca-se o tamanho da empresa (Chile, Colômbia e México), alavancagem financeira (Colômbia), risco sistemático (Argentina e Brasil) e *market to book* (Brasil). Estas evidências sugerem diferentes contribuições das divulgações ESG e características das empresas para a minimização da assimetria de informação no cenário de empresas da América Latina. Os resultados contribuem ao orientar os gestores das empresas a adequar as divulgações ESG, para minimizar a assimetria informacional de maneira eficaz. Os achados contribuem para os acionistas e *stakeholders* ao avaliarem quais são as características que devem ser consideradas para diminuir a assimetria e incentivar as empresas a desenvolver atividades ESG, visto os benefícios para a redução da assimetria informacional.

Código JEL: M41, M21, Q01.

Palavras-chave: Assimetria de informação, Divulgação, ESG, Empresas, América Latina.

Resumen:

Las divulgaciones socioambientales y características de las empresas pueden contribuir para la disminución de la asimetría de información. Por eso, esta investigación tuvo como objetivo analizar la contribución de las divulgaciones socioambientales (ESG) y características de las empresas para la minimización de la asimetría informacional de las empresas de países de América Latina, durante el periodo de 2015 a 2020. La metodología utilizada se refiere a una investigación descriptiva, documental y cuantitativa con la utilización de la regresión lineal múltiple con errores estándar robustos. Los resultados revelaron que la divulgación de gobernanza influyó negativamente la asimetría informacional de empresas de Chile. Con relación a las características de las empresas que minimizaron la asimetría de información, se destaca el tamaño de la empresa (Chile, Colombia y México), apalancamiento financiero (Colombia), riesgo sistemático (Argentina y Brasil) y *market to book* (Brasil). Estas evidencias sugieren diferentes contribuciones de las divulgaciones ESG y características de las empresas para la minimización de la asimetría de información en el escenario de las empresas de América Latina. Los resultados contribuyen al orientar a los gestores de las empresas a adecuar las divulgaciones ESG, para minimizar la asimetría informacional de manera eficaz. Los hallazgos contribuyen a los

Autor notes

^a Autor principal para correspondencia. larissa.degenhart@ufsm.br

accionistas y *stakeholders* al evaluar cuales son las características que deben ser consideradas para disminuir la asimetría e incentivar a las empresas a desarrollar actividades ESG, teniendo en cuenta los beneficios para la reducción de la asimetría informacional.

Palabras clave: Asimetría de información, Divulgación, ESG, empresas, América Latina.

Abstract:

Socio-environmental disclosures and company characteristics can play a significant role in reducing information asymmetry. Hence, this research aimed to analyze the contribution of socio-environmental disclosures (ESG) and company characteristics to the minimization of information asymmetry among companies in Latin American countries from 2015 to 2020. The methodology was descriptive, documentary, and quantitative, using multiple linear regression with robust standard errors. The results revealed that governance disclosure had a negative impact on information asymmetry among companies in Chile. Regarding the company characteristics that reduced information asymmetry, the significance of company size (Chile, Colombia, and Mexico), financial leverage (Colombia), systematic risk (Argentina and Brazil), and market-to-book ratio (Brazil) is noteworthy. These findings suggest various contributions of ESG disclosures and company characteristics to information asymmetry minimization within the context of Latin American companies. The results guide company managers in adapting ESG disclosures effectively to reduce information asymmetry. Furthermore, they assist shareholders and stakeholders in evaluating the characteristics to be considered in reducing information asymmetry and encouraging companies to engage in ESG activities, considering the benefits of information asymmetry reduction.

Keywords: Information asymmetry, Disclosure, ESG, companies, Latin America.

Introdução

O ambiente de informações de uma empresa é um dos fatores mais importantes, pois pode determinar o custo de capital, o risco patrimonial e, conseqüentemente, o desempenho da empresa (Nguyen et al., 2019) e pode ser influenciado por fatores ligados às questões socioambientais e características das empresas. Deste modo, até que ponto uma empresa é socialmente responsável é uma questão de interesse para os participantes do mercado (investidores, analistas financeiros), fornecedores, clientes e todas as partes interessadas (Cormier et al., 2011). Nesse sentido, “a divulgação da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) pode ajudar a reduzir a assimetria de informações entre os gestores de uma empresa e seus *stakeholders* externos” (Cormier et al., 2011, p. 1276).

A assimetria de informações entre as empresas e os participantes do mercado de ações é considerada uma representação do desequilíbrio da informação entre as empresas e os seus *stakeholders*, além do mercado de capitais (Cormier et al., 2011). Conforme Yoon e Lee (2019, p. 21), a RSC “refere-se às práticas de gestão de uma empresa para o bem público além dos requisitos legais”, sendo as decisões de gestão voltadas aos diversos *stakeholders*, como por exemplo, clientes, fornecedores, comunidades, funcionários e investidores).

Diversas empresas gastam recursos significativos para tornar as suas políticas de gestão socialmente responsáveis (Yoon e Lee, 2019) e a divulgação de informações ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) apresentam uma longa história na literatura de RSC (Husted e Sousa-Filho, 2019). Portanto, “as práticas de RSC de uma empresa são uma das áreas de pesquisa crescentes na literatura e sua relação com uma variedade de políticas corporativas tem sido extensivamente examinada” (Yoon e Lee, 2019, p. 21). Este estudo faz parte desse esforço de pesquisa, pois investiga a relação entre a divulgação ESG e as características das empresas com os níveis de assimetria informacional nas organizações.

Apesar do crescimento da divulgação socioambiental (RSC/ESG), sua capacidade de atender às demandas informacionais das várias partes interessadas continua sendo uma questão que necessita ser explorada (Cormier et al., 2011; Michaels e Grüning, 2017; Nguyen et al., 2019; Usman et al., 2020). Do ponto de vista gerencial, a RSC pode ser considerada um “instrumento adicional para controlar o valor do acionista mitigando a assimetria de informações nos mercados de capitais” (Michaels e Grüning, 2017, p. 252). Assim, práticas ambientais, *rankings* de divulgação ambiental, social e de governança, indicadores de RSC, são úteis para medir a eficácia dos impactos não financeiros das empresas (Usman et al., 2020). Portanto, como os

gestores possuem informações adicionais sobre o desempenho da sustentabilidade empresarial, “a assimetria de informações entre a administração da empresa e seus investidores gera uma demanda por divulgações voluntárias”, como por exemplo, o Relatório de Sustentabilidade, que é parte integrante das atividades de divulgação voluntária de uma empresa (Fuhrmann et al., 2017, p. 370).

A teoria da legitimidade explica as motivações dos gestores em divulgar informações sobre o meio ambiente em relatórios ambientais. Além disso, implica, dado um crescimento na conscientização e preocupação da comunidade, que as empresas desenvolverão medidas para garantir que suas atividades e desempenho sejam legitimadas pela sociedade (Wilmschurst e Frost, 2000). Por outro lado, a teoria da sinalização aborda o comportamento de duas partes quando estas têm acesso a informações diferentes, sendo fundamental para reduzir a assimetria da informação entre estas partes, o equilíbrio na sinalização das informações (Spence, 2002).

Nesse sentido, o aumento do nível de divulgação corporativa pode reduzir a assimetria de informações (Yoon et al., 2011). A literatura argumenta que existe uma relação negativa entre a RSC e a divulgação ESG de uma empresa e sua assimetria de informação (Yoon e Lee, 2019; Kim e Park, 2023). Pesquisas anteriores revelaram que a RSC e as divulgações ESG reduzem a assimetria de informação (Siew et al., 2016 e Kim e Park 2023 – Estados Unidos; Michaels e Grüning, 2017 - Alemanha; Cui et al., 2018 – Estados Unidos; Usman e Yennita, 2018 - Indonésia; Yoon e Lee, 2019 – Coreia do Sul; Nguyen et al., 2019 - Austrália; Usman et al., 2020 – Indonésia e Portugal; Bilyay-Erdogan, 2022 – 21 países da Europa).

Apesar da importância da assimetria de informação no mercado de capitais e na tomada de decisões corporativas, são incipientes os estudos que examinaram o efeito das atividades de RSC/ESG e características das empresas na assimetria de informação (Nguyen et al., 2019). Além disso, não foram encontradas evidências acerca desta relação em empresas de países da América Latina, fato esse que motiva a realização deste estudo e é a lacuna teórica que busca ser preenchida com o desenvolvimento desta pesquisa. Esta pesquisa se diferencia dos estudos supracitados, ao analisar se a divulgação ESG (ambiental, social e de governança) e as características tamanho, alavancagem, risco sistemático e *market to book* explicam a assimetria de informação das empresas da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru), visto que tais relações foram analisadas de forma separada e, em sua maioria, considerando as divulgações de RSC e em outros contextos.

Para abordar a lacuna existente nesta área, a questão problema que norteia esta pesquisa é: Qual a contribuição das divulgações socioambientais (ESG) e características das empresas para a minimização da assimetria informacional das empresas de países da América Latina (Argentina, Brasil, México, Peru, Colômbia e Chile)? Com o intuito de responder à questão apresentada, esta pesquisa objetiva analisar a contribuição das divulgações socioambientais (ESG) e características das empresas para a minimização da assimetria informacional das empresas de países da América Latina.

Nesta pesquisa adotou-se a visão da teoria da legitimidade e sinalização para explicar as relações propostas. Justifica-se a utilização destas teorias, pois o esforço para obter legitimidade e sinalizar as suas informações às partes interessadas é realizado pelas empresas por meio de suas atividades e divulgado em relatórios com informações financeiras e não financeiras. Dentre estas divulgações, destaca-se a divulgação de informações não financeiras (ESG) e seus impactos no ambiente informacional assimétrico (Usman et al., 2020).

Justifica-se a análise de países da América Latina, pois como o envolvimento das empresas em atividades socioambientais difere entre os países, isso tende a fornecer uma compreensão adicional sobre as complexas relações entre os temas de RSC, ESG, assimetria de informações, preço das ações e valor da empresa (Cui et al., 2018). Outra justificativa para a análise dos países da amostra é que este é o primeiro estudo a explorar o efeito da divulgação ambiental, social e de governança na assimetria de informações no contexto de países da América Latina. As empresas latino-americanas raramente são estudadas (Husted e Sousa-Filho, 2019), o que justifica o desenvolvimento desta pesquisa. Novas pesquisas são necessárias para apresentar se as divulgações

ESG afetam o processo de alocação de recursos pelos investidores, por meio da minimização da assimetria informacional (Siew et al., 2016).

Este artigo contribui para a literatura ao demonstrar para as partes interessadas os efeitos da divulgação ESG e características das empresas sobre a assimetria de informação. Este estudo também fornece *insights* para os gestores, pois podem aumentar a eficiência das informações transmitidas às partes interessadas, com vistas a minimizar a assimetria de informação, por meio das atividades ESG. Outra contribuição teórica relaciona-se ao fato de que este é o primeiro estudo a destacar as relações propostas no ambiente da América Latina.

A análise empírica da relação entre ESG, características das empresas e assimetria de informação é importante não apenas porque a teoria da informação é um dos desenvolvimentos contemporâneos das áreas de contabilidade, economia, finanças, administração, entre outras áreas, mas também porque essas relações podem gerar implicações relevantes para o gerenciamento de risco, a partir da utilização de iniciativas RSC/ESG (Cui et al., 2018). Outra contribuição desta pesquisa é que a decisão das empresas de divulgar informações ambientais, sociais e de governança, permitirá às partes interessadas e à sociedade, monitorar melhor os impactos das empresas diante da sustentabilidade. Além disso, fará com que as empresas disponibilizem melhor as informações relevantes ao público, o que poderá diminuir a assimetria informacional (Usman e Yennita, 2018). Portanto, os resultados deste estudo são importantes para as partes interessadas, pois podem compreender melhor a relevância da divulgação de RSC/ESG, na explicação da variação de informações assimétricas (Usman et al., 2020).

Este artigo está estruturado em cinco capítulos. Além da introdução, apresenta-se no segundo capítulo a construção teórica das hipóteses que englobam os efeitos da divulgação ESG e das características das empresas na assimetria de informação. No terceiro capítulo aborda-se os procedimentos metodológicos utilizados para a realização da pesquisa. Na sequência, no quarto capítulo são evidenciadas as análises e discussões dos resultados e por fim, são apresentadas as considerações finais e as implicações dos resultados encontrados no estudo.

Construção teórica e Hipóteses da pesquisa

Divulgação ESG e Assimetria de Informação

A partir do momento que os investidores perceberem a informação fornecida por uma empresa como fidedigna, passarão a utilizá-la nas suas avaliações. Assim, ao divulgar um relatório de sustentabilidade confiável, a administração da empresa pretende garantir aos seus *stakeholders*, que as informações são confiáveis (Fuhrmann et al., 2017). Neste estudo utilizou-se a classificação ESG para mensurar os indicadores de divulgação sustentável, que compreende as dimensões ambientais, sociais e de governança corporativa. A pontuação de divulgação ESG é criada com base na avaliação dos relatórios de RSC divulgados voluntariamente pelas empresas para avaliar impactos ambientais, sociais e de governança (Usman et al., 2020). Além disso, o compromisso com a RSC/ESG tende a reduzir os conflitos de interesse entre as partes interessadas (Jo e Harjoto, 2011).

As práticas de gestão das empresas voltadas a atividades socialmente responsáveis, implicam em uma melhor comunicação interna e externa. Assim, um maior nível de divulgação de tais atividades indica um menor nível de assimetria de informação (Yoon e Lee, 2019). Contudo, Fuhrmann et al. (2017) abordam que, embora não se espere um efeito direto da divulgação sustentável no nível de assimetria, empresas com divulgação de sustentabilidade superior podem desenvolver uma reputação que aumente a confiança dos *stakeholders* e conseqüentemente, tende a diminuir o desequilíbrio da informação. Deste modo, as divulgações corporativas fornecem aos investidores conhecimentos para decisões de investimento e divulgações insuficientes geram problemas de assimetria informacional (Yoon et al., 2011).

Para Villiers e Staden (2006) a principal razão que leva as empresas ao *disclosure* socioambiental é legitimar suas atividades perante a sociedade. Portanto, espera-se que as organizações dos países em desenvolvimento divulguem informações sociais e ambientais voluntárias para garantir sua legitimidade (Villiers e Staden, 2006). Conforme a teoria da sinalização, Stiglitz (2002) destaca o papel da informação na tomada de decisões e aponta que indivíduos visam transmitir informações, e essas informações levam as pessoas a alterar seu comportamento, o que pode gerar assimetrias informacionais. Nesse sentido, as empresas necessitam buscar formas para minimizar tais assimetrias (Stiglitz, 2002).

Evidências encontradas na literatura revelaram uma relação negativa entre a divulgação de RSC/ESG e a assimetria de informação (Siew et al., 2016; Michaels e Grüning, 2017; Cui et al., 2018; Usman e Yennita, 2018; Nguyen et al., 2019; Yoon e Lee, 2019; Bilyay-Erdogan, 2022; Kim e Park, 2023). Contudo, Usman et al. (2020) não encontraram uma relação estatisticamente significativa entre a divulgação geral ESG e a assimetria de informação. Estas evidências sugerem que as divulgações socioambientais tendem a fornecer informações não financeiras adicionais no mercado de capitais e assim, melhorar a transparência das empresas e reduzir a assimetria de informações entre gestores e investidores (Cui et al., 2018).

Os pilares ESG (ambiental, social e governança) também foram analisados na literatura de forma individual e apresentaram resultados controversos na assimetria informacional. No que tange aos efeitos das divulgações ambientais na assimetria de informação, Cormier et al. (2011), Usman e Yennita (2018), Yoon e Lee (2019), Nguyen et al. (2019) e Bilyay-Erdogan (2022), encontraram resultados negativos, e Usman et al. (2020) evidenciaram uma relação negativa, mas sem significância estatística, para as empresas de Portugal e Indonésia.

Em relação ao pilar social, Cormier et al. (2011, p. 1277) ressaltam que “um bom desempenho social provavelmente aumentará a visibilidade e a reputação de uma empresa na sociedade, aumentando assim sua capacidade de recrutar os melhores funcionários e se envolver em transações de longo prazo com as partes interessadas”, o que tende a diminuir a assimetria informacional. Estudos revelaram efeitos negativos da divulgação social na assimetria de informações (Cormier et al., 2011; Yoon e Lee, 2019; Usman et al., 2020; Bilyay-Erdogan, 2022), o que sugere que tais divulgações minimizam a assimetria informacional. Por outro lado, Usman et al. (2020) não evidenciaram uma relação significativa entre a divulgação social e assimetria de informação de empresas da Indonésia e Nguyen et al. (2019) para o contexto australiano. Além desses resultados, Usman e Yennita (2018) encontraram uma relação positiva entre a RSC (ambiental) e a assimetria de informação.

Quanto ao pilar de governança, Cormier et al. (2011) destacam que a governança corporativa de uma empresa influencia a sua divulgação de RSC, o que afeta a assimetria de informações entre gestores e participantes do mercado de ações. Estudos anteriores confirmam esta constatação, pois evidenciaram uma relação negativa e significativa entre a divulgação de governança corporativa e a assimetria de informação de empresas coreanas (Yoon e Lee, 2019), da Austrália (Nguyen et al., 2019) e 21 países da Europa, no que tange ao item gestão da governança corporativa (Bilyay-Erdogan, 2022). Contudo, os resultados obtidos por Usman et al. (2020) indicaram uma relação negativa, mas sem significância estatística.

Diante das evidências encontradas, espera-se que as divulgações socioambientais auxiliem na minimização da assimetria informacional. Assim, elaborou-se as hipóteses:

H₁: *A divulgação ambiental está negativamente associada com a assimetria de informação.*

H₂: *A divulgação social está negativamente associada com a assimetria de informação.*

H₃: *A divulgação de governança corporativa está negativamente associada com a assimetria de informação.*

Características das Empresas e Assimetria de Informação

Existem outros fatores que influenciam o ambiente de informações, além da RSC (Cui et al., 2018), como por exemplo, as características das empresas (tamanho, alavancagem, risco sistemático e *market to book*). O

tamanho da empresa é medido pelo logaritmo natural do total do ativo e reflete a extensão do monitoramento por analistas (Cormier et al., 2011), pois empresas maiores atraem mais interesse dos investidores e o volume de negociação geralmente é mais alto, podendo essa exposição na mídia ter impacto na assimetria informacional (Siew et al., 2016). Estudos têm sugerido uma relação negativa entre o tamanho da empresa e a assimetria de informação (Yoon et al., 2011; Mendes-da-Silva e Onusic, 2014; Siew et al., 2016; Michaels e Grüning, 2017, Usman e Yennita, 2018; Nguyen et al., 2019; Soschinski et al., 2020). Contudo, no estudo de Usman et al. (2020) o tamanho da empresa se relacionou positivamente com a assimetria de informação.

Yoon et al. (2011, p. 162) destacam que “é provável que as informações corporativas de grandes empresas sejam distribuídas com mais facilidade do que as de pequenas empresas devido às altas atividades de negociação e mais atenção da mídia e dos analistas de investimentos”. Assim, quanto maiores as empresas, espera-se uma maior cobertura de notícias, gerando um impacto na assimetria de informação (Siew et al., 2016). Essas evidências também permitem a compreensão de que quanto maior a empresa, mais transparente esta será e conseqüentemente, apresentará menor nível de assimetria entre os gestores e acionistas (Soschinski et al., 2020). Portanto, uma associação negativa entre tamanho da empresa e assimetria de informação é prevista. Essas condições levam à seguinte hipótese:

H₄. O tamanho da empresa está negativamente associado com a assimetria de informação.

A alavancagem é mensurada através do total das dívidas dividido pelo total do patrimônio líquido e indica o nível de risco de uma empresa, pois conforme a alavancagem aumenta, se torna cada vez mais incerto que a empresa vai cumprir com suas obrigações (Siew et al., 2016). Empresas com altos níveis de endividamento também podem tentar mascarar as informações antes de chegar ao público, e assim, uma associação positiva entre alavancagem financeira e assimetria de informação é considerada (Siew et al., 2016).

Evidências encontradas na literatura revelam efeitos positivos da alavancagem financeira na assimetria de informação (Usman et al., 2020; Nguyen et al., 2019), o que sugere que quanto maior é o nível de endividamento das empresas, maior tende a ser a assimetria informacional entre gestores, acionistas e *stakeholders* externos. Também foram obtidos achados negativos. Yoon e Lee (2019) e Michaels e Grüning (2017) encontraram uma relação positiva, mas não significativa entre a alavancagem financeira e a assimetria da informação, e Usman e Yennita (2018) uma associação negativa, mas não significativa entre essas variáveis. Portanto, diante dos resultados controversos, nesta pesquisa espera-se uma associação positiva entre alavancagem e assimetria de informação, o que sugere a seguinte hipótese de pesquisa:

H₅. A alavancagem financeira está positivamente associada com a assimetria de informação.

O beta é o índice que representa a sensibilidade de um ativo em relação às variações de mercado (risco sistemático) (Brealey et al., 2018), e geralmente é obtido com base no beta dos dados de desempenho semanais das empresas no horizonte de três anos. Os investidores que desejam obter um retorno mais alto estão dispostos a suportar maiores riscos, e os investidores que não estão dispostos a correr alto risco acabam por aceitar menores retornos (Makkar et al., 2020). Deste modo, “quanto maior o risco sistemático de uma empresa, mais difícil é para os investidores avaliarem com precisão o valor da empresa e mais provável é que incorram em custos de informação para avaliar seus fatores de risco” (Cormier et al., 2011, p. 1285).

Siew et al. (2016) consideram que quanto maior a volatilidade dos retornos das ações, maior será a assimetria, já que os agentes de mercado devem aproveitar as mudanças cobrando prêmios mais elevados. Empresas que comunicam atitudes negativas acabam sendo consideradas como de menor risco e mais confiáveis, gerando um maior valor da ação a longo prazo (Siew et al., 2016). Michaels e Grüning (2017, p. 262) abordam que “o fator beta sinaliza o risco de uma empresa em relação ao mercado e, assim, reduz a assimetria de informações”.

Cui et al. (2018) e Nguyen et al. (2019) revelaram uma relação positiva entre risco da empresa e assimetria de informação. Cormier et al. (2011) encontraram uma associação negativa não significativa entre o risco

sistemático e a assimetria de informação, e Michaels e Grüning (2017) obtiveram uma relação positiva, mas não significativa entre o beta e a assimetria da informação. Apesar dos resultados contraditórios, espera-se uma relação negativa entre risco sistemático e assimetria de informação, propondo a seguinte hipótese:

H₆. *O risco sistemático está negativamente associado com a assimetria de informação.*

Por fim, o índice *market-to-book* mede as expectativas do mercado em comparação com a avaliação contábil, ou seja, a oportunidade de crescimento futuro da empresa (Shevlin et al., 2020). Fama e French (1997) abordam que um valor alto de *market-to-book* das empresas pode indicar a antecipação de crescimento de curto prazo, pois por meio deste indicador é possível identificar a valorização da empresa em relação aos seus dados contábeis. Caso o resultado for maior do que 1, representa que o mercado financeiro compreende que a empresa vale mais do que a contabilidade aponta. Michaels e Grüning (2017) e Usman e Yennita (2018) encontraram uma associação negativa entre *market-to-book* e assimetria de informação. Por outro lado, Fuhrmann et al. (2017) revelaram uma relação positiva entre essas variáveis. Desse modo, o *market-to-book* influencia a assimetria de informação, o que sugere a seguinte hipótese:

H₇. *O market to book está negativamente associado com a assimetria de informação.*

Portanto, espera-se que a divulgação ESG seja relevante em termos de valor, pois a divulgação destas informações pode ajudar na busca de informações e assim, reduzir o nível de assimetria informacional (Usman et al., 2020). Além disso, espera-se que as características das empresas sejam importantes fatores para a promoção da minimização da assimetria de informação entre gestores, acionistas e *stakeholders* externos (Nguyen et al., 2019).

Método e Procedimentos da pesquisa

Delineamento e População e Amostra

Quanto aos objetivos, procedimentos técnicos e à abordagem do problema de pesquisa, esta pesquisa classifica-se como descritiva, documental e quantitativa. A população do estudo é composta por todas as empresas listadas nas Bolsas de Valores de seis países da América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Optou-se por analisar estes países, pois conforme Moreira (2018) apresentam importância econômica no contexto latino-americano e representam os maiores PIB no ano de 2016, segundo o Banco Mundial (2018).

A amostra compreendeu 264 empresas que continham todas as informações necessárias para a realização do estudo, nos países da Argentina (46), Brasil (102), Chile (36), Colômbia (13), México (42) e Peru (25). Foram excluídas da amostra as empresas financeiras por apresentarem particularidades que poderiam enviesar os resultados, procedimento também adotado por Moreira (2018) quanto à análise de empresas de países da América Latina. Os dados foram coletados anualmente e o período analisado constituiu-se de 2015 a 2020, sendo o estudo caracterizado como longitudinal, visto que foram analisados seis anos.

Procedimentos de coleta dos dados

Na Tabela 1, apresenta-se um resumo das variáveis utilizadas na pesquisa e destaca-se que todas as variáveis foram coletadas na base *Refinitiv Eikon*®.

TABELA 1.
Construto da pesquisa

Variável	Definição Operacional	Autores base	Sinal
Variável Dependente			
Assimetria de Informação (AI)	<i>Bid-Ask spread</i> : $\text{ask price} - \text{bid price} / ((\text{ask price} + \text{bid price})/2)$.	Cormier et al. (2011); Yoon et al. (2011); Siew et al. (2016); Fuhrmann et al. (2017); Michaels e Grüning (2017); Usman e Yennita (2018); Nguyen et al. (2019); Yoon e Lee (2019); Usman et al. (2020); Soschinski et al. (2020); Kim e Park (2023).	
Variáveis Independentes (ESG)			
Divulgação Ambiental (AMB)	Refere-se à divulgação ambiental da empresa quanto ao uso de recursos, emissões e inovação para questões ambientais.	Cormier et al. (2011); Usman e Yennita (2018); Nguyen et al. (2019); Yoon e Lee (2019); Usman et al. (2020).	-
Divulgação Social (SOC)	Refere-se à divulgação social da empresa quanto aos direitos humanos, força de trabalho, comunidade e responsabilidade pelo produto.	Cormier et al. (2011); Usman e Yennita (2018); Nguyen et al. (2019); Yoon e Lee (2019); Usman et al. (2020).	-
Divulgação de Governança (GOV)	Refere-se à divulgação de governança da empresa em relação a gestão, acionistas e estratégia de RSC.	Nguyen et al. (2019); Yoon e Lee (2019); Usman et al. (2020).	-
Variáveis Independentes (Características das Empresas)			
Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do ativo total.	Cormier et al. (2011); Yoon et al. (2011); Siew et al. (2016); Michaels e Grüning (2017); Usman e Yennita (2018); Nguyen et al. (2019); Usman et al. (2020); Soschinski et al. (2020).	-
Alavancagem (ALA)	Relação entre as dívidas totais (PC+PNC) e o Patrimônio Líquido da empresa.	Cormier et al. (2011); Siew et al. (2016); Fuhrmann et al. (2017); Michaels e Grüning (2017); Usman e Yennita (2018); Nguyen et al. (2019); Yoon e Lee (2019); Usman et al. (2020).	+
Risco Sistemático (RS)	O fator Beta sinaliza o risco de uma empresa em relação ao mercado.	Michaels e Grüning (2017); Cui et al. (2018); Nguyen et al. (2019).	-
<i>Market to Book</i> (MB)	O índice MB reflete as expectativas dos participantes do mercado em comparação com a avaliação contábil (Fama e French, 1997).	Fuhrmann et al. (2017); Michaels e Grüning (2017); Usman e Yennita (2018).	-
Variáveis de Controle			
Retorno sobre os Ativos (ROA)	Relação entre o Lucro Líquido e o Ativo Total.	Cormier et al. (2011); Fuhrmann et al. (2017); Usman e Yennita (2018); Usman et al. (2020).	+/-
Dividendos por ação (DA)	Referem-se aos dividendos pagos por ação. Dividendos pagos/Número de ações	Michaels e Grüning (2017); Usman e Yennita (2018);	-
Indústrias ambientalmente sensíveis (IND)	Variável dicotômica: considera-se 1 para as indústrias ambientalmente sensíveis (eletricidade, gás, petróleo, papel e produtos florestais e farmacêuticos) e 0 para o caso contrário.	Fuhrmann et al. (2017); Michaels e Grüning (2017); Usman et al. (2020);	-

Fonte: Dados da pesquisa

De acordo com as informações apresentadas na Tabela 1, a variável dependente assimetria de informação (AI) é representada pelo *Bid-Ask spread*, que é calculado pela diferença entre o *Bid Price* (último preço de compra) e o *Ask Price* (último preço de venda). Desse modo, o bid-ask spread é composto pela diferença entre o bid (melhor oferta de compra) e ask (melhor oferta de venda) para um determinado título. “Caso não exista assimetria de informação no mercado de capitais, o que significa que todos os participantes do mercado possuem a mesma informação, o *bid-ask spread* deve ser zero” (Yoon et al., 2011, p. 159). Utilizou-se esta variável para mensurar a assimetria de informação, pois a diferença no preço de compra e venda pode representar diversos tipos de informações pertencentes às empresas como *insiders* e *stakeholders* como *outsiders* no mercado (Usman et al., 2020).

As variáveis independentes ESG são constituídas pela divulgação ambiental (AMB), social (SOC) e de governança (GOV) e representam um score da empresa que varia de 1 a 100. Nesta pesquisa, transformou-se esse score em percentual, com vistas a padronizar os dados.

As variáveis independentes características da empresa são constituídas: pelo tamanho da empresa (TAM), que representa o total dos ativos; a alavancagem (ALA), que mede o total da dívida de curto e longo prazo dividido pelo patrimônio líquido; o risco sistemático (RS), também conhecido por beta, que representa o risco em relação ao mercado, sendo a covariância do movimento do preço do título em relação ao movimento do preço de mercado; e o *market to book* (MB), que refere-se à razão entre o patrimônio líquido total no final do exercício e à média ponderada básica do preço das ações no mesmo período.

As variáveis de controle compreendem o retorno sobre os ativos (ROA) que representa o resultado após os impostos dividido pela média dos ativos totais; dividendos por ação (DA) que é a estimativa média de dividendos por ação de um título dividido por seu preço; e uma variável dicotômica que indica se a empresa é ambientalmente sensível ou não. Estas variáveis de controle foram incluídas no modelo, pois tendem a atuar “como sinais de informação para os participantes do mercado e, portanto, provavelmente influenciarão a assimetria de informação” das empresas (Michaels e Grüning, 2017, p. 262). Cormier et al. (2011), apresenta que empresas com retorno sobre os ativos maiores têm maior propensão a revelar “boas notícias”. Os pagamentos de dividendos sinalizam o crescimento futuro dos lucros para os investidores e, portanto, tendem a diminuir a assimetria de informações (Usman e Yennita, 2018). Além disso, empresas em setores sensíveis, de alto risco ambiental, estão sujeitas a maiores pressões públicas para validar suas ações e diminuir a assimetria de informações (Cui et al., 2018). No entanto, indústrias ambientalmente não sensíveis, não necessariamente criam ou melhoram produtos e serviços com orientação ambiental (Lin et al., 2015).

Procedimentos de análise dos dados

Para analisar o objetivo proposto foi aplicada uma regressão linear múltipla com erros padrões robustos, a partir da utilização do *software Stata*. Realizou-se a *winsorização* dos dados, considerando-se os percentis 1 e 99, com vistas a mitigar os efeitos de *outliers*. Para testar as hipóteses, o modelo de regressão utilizado é o seguinte:

$$AI = \beta_0 + \beta_1 \text{ AMB} + \beta_2 \text{ SOC} + \beta_3 \text{ GOV} + \beta_4 \text{ TAM} + \beta_5 \text{ ALA} + \beta_6 \text{ RS} + \beta_7 \text{ MB} + \beta_8 \text{ ROA} + \beta_9 \text{ DA} + \beta_{10} \text{ IND} + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon$$

Destaca-se que esta equação foi operacionalizada individualmente para cada país analisado. Para a realização da análise dos dados operacionalizou-se a matriz de correlação de *spearman* e uma regressão com efeitos robustos, com vistas a responder o problema e hipóteses da pesquisa. No entanto, antes de proceder a análise dos resultados, foram testados os pressupostos da regressão. A heterocedasticidade foi solucionada por meio da utilização de erros padrões robustos. A multicolinearidade foi testada a partir do teste VIF, e os problemas de auto correlação por meio do teste de *Durbin Watson*. Os resultados são apresentados na sequência.

Análise e discussão dos resultados

Correlação entre as variáveis

A correlação de *spearman* entre as variáveis revelou a existência de correlação entre a variável dependente (Assimetria de Informação) e as independentes (divulgações ESG e características das empresas), nas empresas dos seguintes países: Brasil, Chile e México. Nos demais países analisados (Argentina, Colômbia e Peru), constatou-se apenas a correlação entre a variável dependente do modelo e as variáveis independentes relacionadas às características das empresas (tamanho, alavancagem, risco sistemático e *market to book*). Estes resultados revelam que há contribuições das divulgações ambientais, sociais e de governança e características das empresas no contexto dos países do Brasil, Chile e México.

As variáveis divulgações ambientais e sociais se correlacionaram negativamente e significativamente com a assimetria da informação de empresas do Brasil e México. As divulgações de governança se correlacionaram negativamente com a assimetria de informação no contexto dos países do Chile e México. Estas constatações sugerem que a divulgação ambiental, social e de governança das empresas contribui para a minimização da assimetria informacional. Resultados similares foram obtidos nas pesquisas de Cormier et al. (2011), Michaels e Grüning (2017) e Nguyen et al. (2019). A pesquisa de Usman et al. (2020) constatou que apenas a variável de divulgação social indica uma correlação negativa e significativa com a assimetria de informação nos países da Indonésia e Portugal, resultado que corrobora com os achados desta pesquisa.

Em relação às características das empresas analisadas, o tamanho se correlacionou negativamente e significativamente com a variável de assimetria de informação nas empresas dos países do Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Tais achados denotam que quanto maior são as empresas em termos de ativo total, menor tende a ser o nível de assimetria de informação. Estes resultados corroboram com os achados encontrados por Cormier et al. (2011), Siew et al. (2016), Michaels e Grüning (2017) e Nguyen et al. (2019). Além disso, indica conforme Nguyen et al. (2019) que empresas maiores são mais transparentes do que empresas menores, em razão das empresas maiores serem mais propensas a ter um maior nível de divulgação, cobertura mais ampla da mídia e mais analistas acompanhando a empresa.

No que tange à variável alavancagem financeira, os resultados revelaram uma correlação positiva e significativa com a assimetria de informação nas empresas da Colômbia e negativa no cenário das empresas do

Peru. Estas evidências denotam que quanto maior é o índice de endividamento das empresas da Colômbia, maior é a assimetria de informação existente nestas organizações. Por outro lado, nas empresas do Peru, a alavancagem financeira contribui para a minimização da assimetria informacional, resultados estes que corroboram com os achados obtidos por Nguyen et al. (2019) que evidenciaram correlação negativa, e Michaels e Grüning (2017) que encontraram correlação positiva em seus estudos.

A variável risco sistemático apresentou correlação negativa e significativa com a assimetria de informação de empresas da Argentina, Colômbia e México. A partir destes achados, nota-se que o risco em relação ao mercado no que tange ao preço das ações, contribui para a redução da assimetria de informação nas empresas da amostra listadas nas Bolsas de Valores da Argentina, Colômbia e México. Estes resultados corroboram com os achados do estudo realizado por Siew et al. (2016). Para Siew et al. (2016), o risco sistemático ocorre durante o rápido declínio ou avanço do mercado, porque os formadores de mercado estão tirando proveito e lucrando com essas mudanças.

A partir dos resultados, também é possível constatar uma correlação negativa e significativa da variável *market to book* e a assimetria de informação de empresas dos países Brasil e México. Tais achados indicam que quanto maiores são as oportunidades de crescimento das empresas destes países, menores tendem a ser os níveis de assimetria de informação, resultados esses que se assemelham com as evidências encontradas por Michaels e Grüning (2017) e Usman e Yennita (2018). No geral, os resultados encontrados nesta etapa revelam que as divulgações ESG e características das empresas são fatores potenciais para a minimização da assimetria de informação das empresas analisadas dos países da América Latina. Contudo, por meio da regressão tais evidências são melhor verificadas no contexto analisado.

Resultados da regressão

Na Tabela 2 apresentam-se os resultados das empresas da Argentina, Brasil e Chile.

TABELA 2.
Resultados da contribuição das divulgações socioambientais (ESG) e características das empresas para a minimização da assimetria informacional: Argentina, Brasil e Chile

País	Argentina		Brasil		Chile	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
Assimetria Infor.	0.0856183	0.089***	0.0167383	0.049**	0.1036741	0.001*
Ambiental	-0.0197176	0.418	-0.0008081	0.670	-0.0032195	0.748
Social	-0.0250906	0.234	-0.0048063	0.121	0.0178563	0.201
Governança	0.0329028	0.221	0.0014772	0.585	-0.0141546	0.055**
Tamanho	-0.0011328	0.880	-0.000632	0.503	-0.0090507	0.004*
Alavancagem	-0.0021523	0.038**	0.0001087	0.319	0.0012103	0.563
Risco Sistemático	-0.0711346	0.056***	-0.0016921	0.043**	-0.0017348	0.607
<i>Market to Book</i>	-0.0000264	0.943	-0.0004904	0.000*	-0.0023564	0.282
ROA	-0.0027459	0.906	-0.0116228	0.077***	0.0287537	0.528
Dividendos p Ação	-0.4026002	0.375	-0.0130453	0.452	0.0114189	0.765
Indústria	0.0154831	0.223	-0.0007171	0.494	0.0018161	0.608
R ²	0.2000		0.0557		0.1118	
ANOVA	0.0281**		0.0132**		0.0649***	
VIF médio	1.76		1.59		1.87	
<i>Durbin Watson</i>	0.7683		1.2083		1.3346	
<i>Efeitos Fixos Ano</i>	Sim		Sim		Sim	
<i>Efeitos Fixos Setor</i>	Sim		Sim		Sim	
N. observações	110		387		140	

*Significância ao nível de 1%; **Significância ao nível de 5%. *** Significância ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa

Nas empresas argentinas, observa-se que nenhuma variável ESG apresentou relação com a assimetria de informação, resultado este não esperado pela literatura. Portanto, as divulgações ambientais, sociais e de governança tendem a não contribuir para a diminuição ou aumento da assimetria de informação entre gestores, acionistas e *stakeholders* externos no contexto argentino. Estes resultados corroboram com os estudos desenvolvidos por Usman et al. (2020), pois também não evidenciaram efeitos significativos da divulgação ESG na variável de assimetria de informação. Para Usman et al. (2020), a assimetria de informação é mais provável de ser reduzida quando a informação, no que diz respeito à divulgação ESG, é adequadamente absorvida pelos participantes do mercado.

Por outro lado, as características das empresas: alavancagem e risco sistemático se relacionaram negativamente e estatisticamente com a assimetria de informação das empresas argentinas. Diante desse resultado infere-se que empresas argentinas com maior nível de alavancagem (Yoon e Lee, 2019) e risco sistemático (Cormier et al., 2011) tendem a possuir menor assimetria informacional ou que empresas com menor nível de alavancagem e risco sistemático tendem a possuir maior assimetria informacional. Estes

resultados coadunam com o previsto na literatura para a variável de alavancagem financeira (Yoon e Lee, 2019), e se diferem dos encontrados para a variável risco sistemático, visto que foram obtidos resultados positivos (Cui et al., 2018; Nguyen et al., 2019) e sem significância estatística (Cormier et al., 2011; Michaels e Grüning, 2017). Estes resultados geram evidências que permitem aceitar apenas a hipótese H_6 (*O risco sistemático está negativamente associado com a assimetria de informação*) do estudo para as empresas argentinas analisadas.

Da mesma forma que nas empresas argentinas, no contexto brasileiro as divulgações ESG não se relacionaram com a assimetria, o que não permite maiores constatações sobre a relação entre as divulgações ambientais, sociais e de governança e a assimetria de informação no Brasil. Estes resultados corroboram com os achados de Usman et al. (2020).

Em relação as características das empresas, o risco sistemático e a variável *market to book* se mostraram negativamente relacionadas com a assimetria de informação, o que revela que maiores níveis de risco voltado ao mercado de capitais e maiores oportunidades de crescimento, reflete na diminuição da assimetria de informação nas empresas brasileiras. Esses resultados geram evidências adicionais aos estudos realizados que rejeitaram a hipótese de que maiores níveis de risco sistemático estão relacionados a menor assimetria informacional (Michaels e Grüning, 2017), e coadunam com o previsto na literatura de que altos níveis de *market to book* (Michaels e Grüning, 2017; Usman e Yennita, 2018) são capazes de reduzir a assimetria informacional. Estes resultados possibilitaram a confirmação das hipóteses H_6 . *O risco sistemático está negativamente associado com a assimetria de informação* e H_7 . *O market to book está negativamente associado com a assimetria de informação*, para o contexto de empresas brasileiras analisadas na pesquisa.

A variável de controle referente ao ROA das empresas brasileiras, mostrou-se negativamente relacionada à assimetria de informação. Tais resultados são contrários aos encontrados por Usman et al. (2020), para empresas da Indonésia. Por outro lado, evidenciam que as empresas que são tempestivas ao reverter os ativos em caixa (ROA), tendem a divulgar um maior número de informações, sendo dessa forma, empresas mais transparentes a partir da diminuição da assimetria informacional. Estes resultados permitem a compreensão de que quanto maior é o retorno sobre os ativos das empresas, mais transparentes estas serão e, portanto, apresentarão menor nível de assimetria informacional entre os gestores, acionistas e investidores.

Os resultados para a Argentina e o Brasil podem ser justificados em termos de competitividade, conforme o anuário produzido pelo *International Institute for Management Development* (IMD, 2023) que avalia o grau de atratividade e de capacidade de geração de negócios, pois dentre os países analisados nesta pesquisa da América Latina, a Argentina e o Brasil apresentam as posições mais altas no *ranking* ao considerar o período entre 2019 e 2023. A Argentina apresentou as seguintes posições em 2019 (61), 2020 (62), 2021 (63), 2022 (62) e 2023 (63). Por outro lado, o Brasil ocupou as seguintes posições em 2019 (59), 2020 (56), 2021 (57), 2022 (59) e 2023 (60) (IMD, 2023).

Ao contrário das evidências observadas nas empresas argentinas e brasileiras, nas empresas do Chile as divulgações de governança e o tamanho da empresa se apresentaram negativamente e estatisticamente relacionadas com a assimetria de informação, e assim, permitiram confirmar as seguintes hipóteses: H_3 . *A divulgação de governança está negativamente associado com a assimetria de informação* e H_4 . *O tamanho da empresa está negativamente associado com a assimetria de informação*.

No que tange às contribuições ESG, estes resultados revelam que maiores níveis de divulgação sobre a gestão, acionistas e estratégias de RSC, auxiliam na diminuição da assimetria de informação, conforme também constatado por Yoon e Lee (2019), Nguyen et al. (2019) e Bilyay-Erdogan (2022). Além disso, para a variável tamanho, os achados sugerem que empresas maiores consequentemente tendem a divulgar um maior número de informações, diminuindo desta maneira a assimetria de informação e tornando a empresa mais transparente (Yoon et al., 2011; Mendes-da-Silva e Onusic, 2014; Siew et al., 2016; Michaels e Grüning, 2017; Usman e Yennita, 2018; Nguyen et al., 2019; Soschinski et al., 2020). Conforme Mendes-da-Silva e Onusic (2014, p. 54), “as empresas de maior porte tendem a fornecer mais informações financeiras e de

governança corporativa de interesse do mercado”, fato esse que explica os resultados encontrados para o contexto de empresas do Chile. Outra justificativa é que o país Chile apresentou as melhores posições no *ranking* de competitividade divulgado pelo IMD (2023), quando comparado aos demais países da amostra, pois apresentou em 2019 a 42ª posição, em 2020 subiu para a 38ª, no ano de 2021 passou para a 44ª, em 2022 para a 45ª e no ano de 2023 passou a ocupar a 44ª posição nesse *ranking*.

Na Tabela 3, evidenciam-se os resultados das empresas da Colômbia, México e Peru.

TABELA 3.
Resultados da contribuição das divulgações socioambientais (ESG) e características das empresas para a minimização da assimetria informacional: Colômbia, México e Peru

País	Colômbia		México		Peru	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
Assimetria Infor.	0.233995	0.000*	0.030909	0.000*	0.2486792	0.075***
Ambiental	-0.0031744	0.752	0.0019916	0.282	-0.0036574	0.943
Social	0.0085537	0.656	-0.0011606	0.587	-0.018992	0.665
Governança	0.0317706	0.002*	-0.0027265	0.124	0.0388525	0.092***
Tamanho	-0.0267514	0.001*	-0.0025694	0.000*	-0.0203313	0.179
Alavancagem	0.0157186	0.010*	-0.0000337	0.861	-0.0315896	0.015**
Risco Sistemático	-0.0099105	0.228	0.0006718	0.368	-0.0070916	0.476
<i>Market to Book</i>	0.0124427	0.044**	-0.0000561	0.481	0.0001371	0.783
ROA	0.0545083	0.314	-0.0299742	0.001*	-0.0394848	0.711
Dividendos p Ação	0.0134576	0.287	0.028992	0.048**	-0.2295031	0.304
Indústria	-0.0039117	0.478	-0.0011163	0.113	0.0073937	0.613
R ²	0.4967		0.2093		0.2003	
ANOVA	0.0003*		0.0013*		0.0272**	
VIF médio	2.93		2.16		1.78	
<i>Durbin Watson</i>	1.6442		1.7660		1.2343	
<i>Efeitos Fixos Ano</i>	Sim		Sim		Sim	
<i>Efeitos Fixos Setor</i>	Sim		Sim		Sim	
N. observações	58		186		74	

Fonte: Dados da pesquisa

Em relação às contribuições ESG para a minimização da assimetria de informação de empresas da Colômbia, México e Peru, os resultados demonstraram uma relação positiva e significativa da variável governança e a assimetria na Colômbia e Peru. A partir deste resultado, infere-se que quanto maior é o nível de divulgação de questões relacionadas à governança (gestão, acionistas e estratégias de RSC), maior é o nível de assimetria de informação nas empresas da Colômbia e Peru. Tais resultados divergem da literatura que preconiza que as divulgações ESG tendem a diminuir a assimetria de informações entre gestores, acionistas

e *stakeholders* externos (Yoon e Lee, 2019; Nguyen et al., 2019). Segundo Nguyen et al. (2019) as empresas que comunicam melhor suas atividades de governança corporativa por meio de relatórios a seus acionistas, tendem a reduzir a assimetria organizacional.

Nas empresas da Colômbia e México, constatou-se que o tamanho da empresa se relaciona negativamente e estatisticamente com a assimetria de informação, resultados estes que corroboram com os achados de Yoon et al. (2011), Mendes-da-Silva e Onusic (2014), Siew et al. (2016), Michaels e Grüning (2017), Usman e Yennita (2018), Nguyen et al. (2019) e Soschinski et al. (2020). Além disso, esta constatação permite confirmar a H_4 (*O tamanho da empresa está negativamente associado com a assimetria de informação*) para as empresas colombianas e mexicanas. Essa evidência do tamanho da empresa coaduna com o *ranking* de competitividade desses países, visto que durante os últimos cinco anos (2019 a 2023), tais países apresentaram posições próximas (IMD, 2023). A Colômbia obteve as seguintes colocações: 2019 (52), 2020 (54), 2021 (56), 2022 (57) e 2023 (58) e o México ocupou as seguintes posições em 2019 (50), 2020 (53), 2021 (55), 2022 (55) e 2023 (56) (IMD, 2023). Além disso, quando relacionado esse resultado com a taxa de crescimento do PIB anual (%), denota-se que dos seis países analisados, a Colômbia liderou no ano de 2022, pois apresentou uma taxa de crescimento do PIB de 7,5%, seguido dos países Argentina (5,2%), México (3,1%), Brasil (2,9%), Peru (2,7%) e Chile (2,4%) (Banco Mundial, 2023).

Por outro lado, a alavancagem da empresa e o *market to book* apresentaram-se positivamente relacionados com a assimetria de informação de empresas da Colômbia, resultados que possibilitaram apenas a confirmação da H_5 (*A alavancagem financeira está positivamente associada com a assimetria de informação*) do estudo. Essas evidências revelam que maiores níveis de endividamento e oportunidades de crescimento tendem a gerar maior assimetria de informação no contexto de empresas colombianas. Esse resultado pode ser explicado conforme a visão de Siew et al. (2016), pois os autores destacam a possibilidade de que empresas com altos níveis de endividamento tentem mascarar informações para que não cheguem ao público, e desta forma, há uma relação positiva entre alavancagem e assimetria informacional. Os achados para a alavancagem financeira corroboram com os resultados de Usman et al. (2020) e Nguyen et al. (2019). No que tange aos achados para a variável *market to book*, Fuhrmann et al. (2017) também revelaram uma relação positiva entre a alavancagem financeira e a assimetria de informação.

As variáveis de controle: ROA e dividendos por ação das empresas do México, mostraram-se respectivamente negativamente e positivamente relacionadas com a assimetria de informação. Tais achados revelam que maiores níveis de retorno sobre os ativos proporcionam às empresas do México a diminuição da assimetria da informação. No entanto, maiores níveis de dividendos por ação contribuem para a maximização dessa assimetria.

Por fim, destaca-se que a alavancagem financeira se apresentou negativamente e estatisticamente relacionada com a assimetria de informação de empresas do Peru. Deste modo, infere-se que empresas peruanas com maior nível de endividamento tendem a possuir menor assimetria informacional. Estes resultados corroboram os achados de Yoon e Lee (2019) e podem ser explicados por Cormier et al. (2011), pois abordam que empresas com boas condições financeiras se envolvem em relatórios ambientais abrangentes, enquanto as empresas altamente alavancadas minimizam o nível de informações ambientais que fornecem aos investidores. Além disso, as empresas peruanas para manterem-se competitivas no país, tendem a assumir um maior endividamento, pois a taxa de competitividade do país Peru é a seguinte: no ano de 2019 (55ª posição no *ranking*), 2020 (52), 2021 (58), 2022 (54) e na contemporaneidade ocupa a 55ª posição no *ranking* mundial (IMD, 2023).

No geral, os resultados revelam que há diferentes contribuições das divulgações ambientais, sociais e de governança e características das empresas para a minimização da assimetria de informação nos países da América Latina. Ressalta-se que dentre as divulgações ESG, o *score* de governança destacou-se diante da assimetria de informação nos países do Chile, Colômbia e Peru. Contudo, apenas nas empresas do Chile as divulgações de governança contribuíram para a minimização da assimetria informacional, resultados esses

que denotam a importância de as empresas divulgarem questões voltadas à governança corporativa, visto que refletem em benefícios para as empresas no que tange a diminuição do desequilíbrio da informação entre gestores, acionistas e *stakeholders* externos.

Em todos os países analisados a variável de controle indústrias ambientalmente sensíveis não apresentou efeitos significativos na assimetria de informação, resultado esse que corrobora com os achados de Usman et al. (2020), para o contexto de países da Indonésia e Portugal. Essa evidência sugere que as indústrias ambientalmente sensíveis se envolvem em atividades de RSC, com vistas a satisfazer os requisitos das partes interessadas e as empresas obterão melhor reputação, reconhecimento e recursos controlados por estas partes (Lin et al., 2015), mas não necessariamente as atividades de RSC irão diminuir a assimetria.

De acordo com os resultados evidenciados, destaca-se a confirmação da hipótese H₃ para o contexto de empresas do Chile. Esse resultado sugere aos demais países analisados que a decisão das empresas de divulgar voluntariamente informações não financeiras, como por exemplo, informações de governança corporativa, auxiliará os investidores a diminuir a assimetria de informações (Usman e Yennita, 2018; Bilyay-Erdogan, 2022). Por outro lado, também incentivam uma maior adoção das atividades ESG, visto os benefícios para a minimização da assimetria informacional (Siew et al., 2016; Michaels e Grüning, 2017; Cui et al., 2018; Usman e Yennita, 2018; Nguyen et al., 2019; Yoon e Lee, 2019; Bilyay-Erdogan, 2022).

Uma justificativa para a divulgação ambiental e social não ter apresentado efeitos negativos e significativos na assimetria de informação dos países analisados, parte dos argumentos de Usman e Yennita (2018), pois abordam que esses pilares não são totalmente considerados com valor relevante pelos investidores para diminuir a assimetria de informação. Contudo, esses resultados são conflitantes com a expectativa proposta nas hipóteses e com a literatura. Deste modo, uma outra justificativa é a análise de setores específicos, visto que neste estudo foram considerados todos os setores em conjunto na análise dos dados. Segundo Bagnoli e Watts (2017), empresas de setores ambientalmente e socialmente sensíveis podem se comportar de forma diferente, o que justifica os resultados encontrados para as divulgações socioambientais. Em relação às características das empresas, destaca-se as variáveis tamanho da empresa e risco sistemático, pois a partir delas foi possível a confirmação de três hipóteses (Chile, Colômbia e México) e duas hipóteses (Argentina e Brasil), respectivamente.

Diante dos resultados constatados nesta pesquisa, é necessária cautela ao se analisar as divulgações ESG e características das empresas em diferentes contextos, visto que a eficácia de cada fator para minimizar a assimetria de informação pode ser diferente em cada país da América Latina, diante das particularidades de cada país analisado.

Discussão dos resultados

De acordo com Kim e Park (2023), com a crescente importância e benefícios das divulgações ESG, analisar como tais divulgações melhoram o ambiente de informações é uma questão considerada crítica. Desse modo, independente dos motivos para ganhar legitimidade e transmitir um sinal ao público, as empresas podem ter várias opções para lidar com suas divulgações de informações não financeiras (Usman et al., 2020). Contudo, empresas com divulgações em RSC apresentam maior fluxo de informações, o que ocasiona uma menor assimetria de informações (Nguyen et al., 2019). Portanto, “há um benefício potencial para a empresa, se a administração fornecer uma boa divulgação que reduza a assimetria de informações percebida por outras partes interessadas” (Cormier et al., 2011, p. 1279-1280), visto que a assimetria de informação ao ser reduzida por meio da divulgação ambiental, possibilita ajudar a manter a reputação da empresa (Pinheiro et al., 2023).

Nesta pesquisa, dentre os pilares ESG, somente a divulgação de governança corporativa apresentou-se negativamente relacionado com a assimetria de informação nas empresas do Chile. O pilar de governança considera a proteção dos direitos dos acionistas, divulgação de informações, independência do conselho,

remuneração gerencial, qualidade da auditoria e política de distribuição corporativa (Yoon e Lee, 2019). Desse modo, quanto mais consolidados forem os mecanismos de governança corporativa, menor tende a ser o nível de assimetria informacional. Além disso, como a governança corporativa é considerada um sistema de freios e contrapesos que compensa os benefícios e os custos das decisões da empresa, como as práticas de RSC, conseqüentemente apresenta controles, regulamentos e incentivos para minimizar conflitos de interesse e prevenir fraudes (Jo e Harjoto, 2011), além de melhorar o ambiente informacional (Yoon e Lee, 2019; Nguyen et al., 2019).

Este resultado está em linha com estudos anteriores (Yoon e Lee, 2019; Nguyen et al., 2019; Bilyay-Erdogan, 2022) que constataram que a divulgação de informações não financeiras voltadas a governança corporativa é relevante em termos de valor, e pode auxiliar para a diminuição do nível de assimetria de informações (Usman e Yennita, 2018; Bilyay-Erdogan, 2022). O resultado para a divulgação de governança corporativa também está alinhado com a teoria da legitimidade e sinalização.

Conforme a teoria da legitimidade, as organizações farão tudo o que consideram necessário para preservar a imagem de um negócio legítimo (Villiers e Staden, 2006), no caso desta pesquisa, por meio dos mecanismos de governança corporativa e sua divulgação nos relatórios. Em relação a teoria da sinalização, as empresas tendem a fazer ações corporativas para diferenciá-las dos concorrentes, e uma destas ações é o envolvimento em atividades de RSC e a sua divulgação ao público, visto que este será um sinal de que estão se engajando com as expectativas das partes interessadas (Usman e Yennita (2018), o que tende a diminuir a assimetria informacional (Yoon e Lee, 2019; Nguyen et al., 2019). Desse modo, os *stakeholders* podem capturar a relevância das divulgações ESG para minimizar o nível de assimetria de informação. Portanto, as pontuações ESG podem ser interpretadas como um sinal de que as empresas com pontuações mais altas possuem uma maior probabilidade de diminuir a assimetria de informação, à medida que as empresas se tornam mais transparentes e responsáveis em suas atividades (Usman et al., 2020).

Por outro lado, os pilares ambiental e social não contribuem para a minimização da assimetria de informação das empresas dos países da América Latina analisados. Uma justificativa para esse resultado, pauta-se nos argumentos de Usman e Yennita (2018), pois abordam que os benefícios positivos da divulgação voluntária só podem ser percebidos pelas organizações a partir do momento que se engajarem adequadamente em atividades relacionadas à RSC e divulguem tais informações de forma adequada. Além disso, as empresas devem obter seu direito de operar com base em um comportamento ambiental e socialmente responsável, que está ligado à sua legitimidade, que é desenvolvida a partir da interação social (Usman e Yennita, 2018). Estes resultados também “sugerem que as divulgações ambientais e sociais podem fazer parte de uma estratégia de divulgação integrada dos participantes do mercado” (Cormier et al., 2011, p. 1290), com vistas a diminuir a assimetria informacional.

Em relação aos resultados dos efeitos das características das empresas para a minimização da assimetria de informação, destaca-se as características do tamanho da empresa (Chile, Colômbia e México), alavancagem financeira (Colômbia), risco sistemático (Argentina e Brasil) e *market to book* (Brasil). A partir dessas evidências, Lin et al. (2015) ressaltam que cada empresa enfrenta requisitos distintos voltados a RSC, conforme o tipo de indústria, região de atuação e características das empresas. Tais fatores podem ser responsáveis pelos resultados encontrados e os efeitos distintos na minimização da assimetria de informação. A pesquisa de Miralles-Quirós et al. (2018) evidenciou como um grupo de empresas ambientalmente sensíveis altera o efeito da divulgação de RSC no mercado financeiro do Brasil. Portanto, os resultados para as características das empresas observados, podem diferir de empresas ambientalmente sensíveis e as que não estão enquadradas neste setor. Além disso, implicam que o efeito da divulgação ESG nas políticas corporativas pode ser diferente, dependendo das diversas características das empresas (Yoon e Lee, 2019).

No geral, os resultados apoiam a visão de que as divulgações socioambientais “ultrapassam o propósito de satisfazer diversas reivindicações dos *stakeholders* e serve como uma licença para operar, pois pode gerar importantes reduções de custos para as empresas” (Michaels e Grüning, 2017, p. 269). Assim, as divulgações

de RSC são relevantes para os gestores que buscam criar valor de longo prazo e influenciar positivamente o seu desempenho por meio das características das empresas (Michaels e Grüning, 2017). Destaca-se que os resultados podem motivar as empresas da América Latina a encontrar novas maneiras de atrair, bem como manter investidores por meio de práticas de governança corporativa adequadas (Husted e Sousa-Filho, 2019).

Considerações finais e Implicações dos resultados

Embora muitos estudos tenham examinado o efeito da RSC em vários aspectos, há resultados empíricos limitados sobre a influência da RSC na assimetria de informação (Nguyen et al., 2019). Os resultados revelaram que a divulgação de governança corporativa contribui para a diminuição da assimetria de informação das empresas do Chile. A partir desta evidência, infere-se “que as informações sobre práticas de relatórios de RSC e pontuações de divulgação ESG precisam de algum tempo para serem totalmente absorvidas pelos participantes do mercado e refletidas nas mudanças de preço de compra e venda das ações” (Usman et al., 2020, p. 172), argumento que justifica os resultados encontrados. No que tange às características das empresas que auxiliam para a minimização da assimetria de informação, destaca-se o tamanho da empresa (Chile, Colômbia e México), alavancagem (Colômbia), risco sistemático (Argentina e Brasil) e *market to book* (Brasil).

Este estudo contribui para a literatura ao testar o efeito das variáveis ESG e características das empresas na assimetria informacional em países da América Latina, contexto esse que ainda não foi explorado nas relações propostas e que possibilita uma análise comparativa dos resultados. Portanto, os resultados encontrados aprimoraram a literatura existente, fornecem novas evidências empíricas sobre o tema e apresentam uma importante contribuição para a literatura ESG e assimetria de informações no contexto de países da América Latina. Outra contribuição para a literatura é a utilização de duas teorias de base (teoria da legitimidade e teoria da sinalização) para suportar os resultados e discussões propostas.

Os resultados desta pesquisa apresentam implicações importantes para a gestão das empresas, acionistas, formuladores de políticas e governo. Os achados contribuem para a gestão das empresas ao demonstrar que o envolvimento em ESG deve ser uma decisão estratégica, visto que pode melhorar o ambiente de informações das empresas (Nguyen et al., 2019). As empresas como provedoras de informações, devem estimular os gestores a divulgar as questões socioambientais e promover maiores investimentos ESG para reduzir a assimetria de informações (Nguyen et al., 2019; Usman et al., 2020).

Em relação aos acionistas, estes podem se beneficiar com o envolvimento das empresas em estratégias ESG, por meio da redução dos custos de transação e considerar o nível de engajamento ESG das empresas para tomar as suas decisões de investimentos (Nguyen et al., 2019; Usman et al., 2020). Contudo, para que isso ocorra, os investidores necessitam de mais informações ESG para minimizar o nível de informação assimétrica entre os mais diversos participantes do mercado. Assim, “o esforço para diminuir o nível de informação assimétrica pode ser feito por meio da coleta de informações relevantes (informações financeiras e/ou não financeiras) sobre as ações das empresas” (Usman et al., 2020, p. 169).

Para os formuladores de políticas, os resultados sugerem a necessidade de regulamentações que promovam uma maior adoção das atividades ESG nos países da América Latina analisados. Destaca-se essa questão, visto que a melhoria do envolvimento das empresas em ESG e a sua posterior divulgação, tende a aumentar a transparência das informações no mercado de capitais e reduzir a assimetria de informações. Portanto, deve haver um maior incentivo para que as empresas se engajem em atividades socioambientais (Siew et al., 2016; Nguyen et al., 2019) e garantam “igualdade de condições para todas as partes interessadas, de modo que nenhum investidor seja prejudicado devido à falta de divulgações ESG fornecidas pelas empresas” (Siew et al., 2016, p. 3). Além dos formuladores de políticas, o governo também pode atuar no desenvolvimento de normatizações para a implantação da divulgação de informações não financeiras pelas empresas e para criar um

mercado de capitais mais eficiente. Tal fato também permitirá que a sociedade esteja a par da sustentabilidade empresarial e cobre por investimentos na minimização dos impactos ambientais e sociais (Usman e Yennita, 2018).

Quanto as limitações do estudo, destaca-se que a divulgação social, ambiental e de governança é baseada em um instrumento que faz suposições explícitas sobre o valor e a relevância das informações divulgadas. Desse modo, os resultados devem ser interpretados com cautela. Outra limitação é a incapacidade de controlar o viés de auto seleção da amostra, uma vez que foram consideradas apenas as empresas que apresentavam divulgação ESG no período analisado. Para estudos futuros, sugere-se a exploração das relações propostas nesta pesquisa em diferentes setores da indústria. Sugere-se também, analisar os efeitos moderadores das características das empresas na relação entre ESG e assimetria de informação, assim como proposto por Nguyen et al. (2019), visto que não foram identificadas evidências empíricas dos efeitos moderadores das características das empresas de países da América Latina nessa relação.

Referências

- Bagnoli, M., & Watts, S. G. (2017). Voluntary assurance of voluntary CSR disclosure. *Journal of Economics and Management Strategy*, 26(1), 205–230
- Banco Mundial (2023). *Crecimiento del PIB (% anual)*. Disponível em: <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>
- Bilyay-Erdogan, S. (2022). Corporate ESG engagement and information asymmetry: The moderating role of country-level institutional differences. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-37.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Mohanty, P. (2018). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill Education.
- Cormier, D., Ledoux, M. J., & Magnan, M. (2011). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision*, 49(8), 1276-1304.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148(3), 549-572.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1997). Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*, 43, 153-193.
- Fuhrmann, S., Ott, C., Looks, E., & Guenther, T. W. (2017). The contents of assurance statements for sustainability reports and information asymmetry. *Accounting and Business Research*, 47(4), 369-400.
- Husted, B. W., & Sousa-Filho, J. M. de (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102, 220-227.
- IMD - International Institute for Management Development (IMD). (2023). *IMD World Competitiveness Ranking*. Disponível em: <https://www.imd.org/centers/wcc/world-competitiveness-center/rankings/world-competitiveness-ranking/2023/>
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383.
- Kim, J. W., & Park, C. K. (2023). Can ESG Performance Mitigate Information Asymmetry? Moderating Effect of Assurance Services. *Applied Economics*, 55(26), 2993-3007.
- Lin, C.-S., Chang, R.-Y., & Dang, V. T. (2015). An integrated model to explain how corporate social responsibility affects financial performance. *Sustainability*, 7(7), 8292-8311.
- Makkar, N., Mittal, S., Chugh, A., & Dhaka, K. (2020). Risk and return analysis of stocks listed in BSE and NSE: A review study. *Journal of Engineering Sciences*, 11(5), 386-400.
- Michaels, A., & Grüning, M. (2017). Relationship of corporate social responsibility disclosure on information asymmetry and the cost of capital. *Journal Management*, 28(3), 251-274.
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Valente Gonçalves, L. M. (2018). The Value Relevance of ESG Performance: The Brazilian Case. *Sustainability*, 10(3), 574.

- Mendes-da-Silva, W., & Onusic, L. M. (2014). Corporate e-disclosure determinants: evidence from the Brazilian market. *Journal of Disclosure and Governance*, 11(1), 54-73.
- Moreira, J. C. C. (2018). *Efeitos dos aspectos institucionais na anomalia dos accruals na América Latina*. Tese (Doutorado em Ciências) - Universidade de São Paulo, Brasil.
- Nguyen, V. H., Agbola, F. W., & Choi, B. (2019). Does corporate social responsibility reduce information asymmetry? *Australian Journal of Management*, 44(2), 188-211.
- Pinheiro, A. B., Oliveira, M. C., Freitas, G. A. D., & García, M. B. L. (2023). Atributos do conselho e divulgação ambiental: Qual é o nexos nas economias liberais? *Revista de Administração de Empresas*, 63(4), 1-23.
- Shevlin, T., Urcan, O., & Vasvari, F. P. (2020). Corporate tax avoidance and debt costs. *Journal of the American Taxation Association*, 42(2), 117-143.
- Siew, R. Y., Balatbat, M. C., & Carmichael, D. G. (2016). The impact of ESG disclosures and institutional ownership on market information asymmetry. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4), 432-448.
- Spence, M. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *American Economic Review*, 92(3), 434-459.
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the change in the paradigm in economics information. *The American Economic Review*, 92(3), 460-501.
- Soschinski, C. K., Schlup, D., Bogoni, N. M., & Cunha, P. R. da. (2020). Influência da governança corporativa na assimetria de informação: uma comparação entre empresas brasileiras e americanas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(43), 149-163.
- Usman, B., Bernardes, O. T. F., & Kananlua, P. S. (2020). On the nexus between CSR practices, ESG performance, and asymmetric information. *Journal of Business*, 22(2), 151-177.
- Usman, B., & Yennita, Y. (2018). CSR Practice and asymmetry information of Indonesian public listed companies. *International Journal of Business Studies*, 11(1), 45-66.
- Villiers, C. de, & Staden, C. J. van. (2006). Can less environmental disclosure have a legitimising effect? *Accounting, Organizations and Society*, 31, p. 763-781.
- Wilmshurst, T. D., & Frost, G. R. (2000). Corporate environmental reporting: A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13(1), 10-26.
- Yoon, B., & Lee, J. H. (2019). Corporate social responsibility and information asymmetry in the Korean market: Implications of chaebol affiliates. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 6(1), 21-31.
- Yoon, H., Zo, H., & Ciganek, A. P. (2011). Does XBRL adoption reduce information asymmetry? *Journal of Business Research*, 64(2), 157-163.

Notas

- * Este artigo é resultado de uma pesquisa científica e tecnológica.