GESTÃO, FINANÇAS E CONTABILIDADE

OPEN ACCESS

Desempenho de Mercado e o Controle de Corrupção: Evidências para Empresas da América Latina

Market Performance and Corruption Control: Evidence from Latin American Companies

Desempeño del Mercado y Control de la Corrupción: Evidencia de Empresas en América Latina

Edson Carlos Cordeiro Júnior
https://orcid.org/0000-0001-9908-909X
Universidade Federal de Uberlândia, Minas Gerais, Brasil
edsoncarloscjr@gmail.com

Luciana Carvalho
https://orcid.org/0000-0001-9645-8718
Universidade Federal de Uberlândia, Minas Gerais, Brasil
lu_carvalho@hotmail.com

Daiana Paula Pimenta
https://orcid.org/0000-0003-1111-4778
Universidade Federal de Goiás, Goiás, Brasil
daiana-pimenta@hotmail.com

RESUMO
Em finanças corporativas, o tema corrupção vem sendo objeto de estudo em pesquisas recentes, estas pesquisas quase sempre inovam em métodos e variáveis de estudo. Os resultados destas pesquisas quase sempre relacionam o fenômeno da corrupção e os prováveis impactos econômicos em países, setores e empresas. Nesse sentido, este artigo investiga a relação entre o controle da corrupção dos países e o desempenho das empresas de capital aberto, modulando estes resultados de acordo com o setor de atuação da empresa. Para esta pesquisa o desempenho de mercado será medido pelo coeficiente Q de Tobin, uma vez que não foi identificado o uso desta variável em estudos semelhantes. Para tanto, foram estimados modelos de dados em painel, utilizando informações financeiras de empresas de capital aberto negociadas em Brasil, Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru no período entre 2008 e 2018, coletadas pela plataforma Thomson Reuters, e o índice de controle de corrupção estimado pelo Banco Mundial. Os resultados encontrados evidenciam que o ambiente institucional impacta o valor de mercado das firmas e que o controle da corrupção deve ser incorporado às análises

estratégicas por investidores e gestores. Além disso, amplia o debate sobre os efeitos da corrupção em contextos emergentes como a América Latina.

Palavras-Chave: Desempenho. Controle de Corrupção. Sensibilidade dos Setores.

ABSTRACT
In corporate finance, the topic of corruption has been the subject of recent research, often bringing innovations in methods and study variables. The results of these studies frequently link the phenomenon of corruption to potential economic impacts on countries, sectors, and companies. In this context, this article investigates the relationship between countries' corruption control and the performance of publicly traded companies, adjusting these results according to the companies' sectors of activity. For this research, market performance is measured using Tobin's Q coefficient, as the use of this variable was not identified in similar studies. Panel data models were estimated using financial information from publicly traded companies listed in Brazil, Argentina, Chile, Colombia, Mexico, and Peru between 2008 and 2018, collected from the Thomson Reuters platform, and the corruption control index provided by the World Bank. The results show that the institutional environment affects the market value of firms and that corruption control should be incorporated into the strategic analyses of investors and managers. Furthermore, this study expands the debate on the effects of corruption in emerging contexts such as Latin America.

Keywords: Performance. Corruption Control. Sector Sensitivity.

RESUMEN
En las finanzas corporativas, el tema de la corrupción ha sido objeto de estudios recientes, los cuales a menudo innovan en métodos y variables de análisis. Los resultados de estos estudios suelen relacionar el fenómeno de la corrupción con los posibles impactos económicos en países, sectores y empresas. En este contexto, este artículo investiga la relación entre el control de la corrupción en los países y el desempeño de las empresas que cotizan en bolsa, modulando estos resultados según el sector en el que opera cada empresa. En esta investigación, el desempeño del mercado se mide a través del coeficiente Q de Tobin, ya que no se identificó el uso de esta variable en estudios similares. Para ello, se estimaron modelos de datos panel utilizando información financiera de empresas que cotizan en bolsa en Brasil, Argentina, Chile, Colombia, México y Perú, durante el período de 2008 a 2018, recopilada en la plataforma Thomson Reuters, y el índice de control de la corrupción estimado por el Banco Mundial. Los resultados encontrados evidencian que el entorno institucional impacta en el valor de mercado de las empresas y que el control de la corrupción debe incorporarse en los análisis estratégicos de inversores y gestores. Además, amplía el debate sobre los efectos de la corrupción en contextos emergentes como América Latina.

Palabras-Clave: Desempeño. Control de la Corrupción. Sensibilidad de los Sectores.

1 INTRODUÇÃO

A corrupção é um fenômeno que afeta diretamente o desenvolvimento econômico, social e institucional das nações. Segundo dados do Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD, 2016), os custos associados à corrupção ultrapassam 5% do Produto Interno Bruto (PIB) global, representando mais de 2,6 trilhões de dólares anualmente. Para a

Organização das Nações Unidas (ONU, 2016), desde a década de 1990, a corrupção passou a ser reconhecida como um dos principais obstáculos para o cumprimento das agendas de desenvolvimento sustentável, despertando o interesse crescente da comunidade acadêmica, dos formuladores de políticas públicas e do setor privado.

Na América Latina, a corrupção se configura como um problema estrutural, recorrente e historicamente presente nas democracias da região (Filgueira; Avritzer, 2013). Seus impactos econômicos se estendem para além do ambiente institucional, afetando diretamente o desempenho financeiro e operacional das empresas (Gavíria, 2002). A corrupção transcende sistemas econômicos, regimes políticos e fronteiras culturais, podendo manifestar-se tanto na esfera pública quanto no setor privado (Pinto, 2011).

A literatura tem se dedicado a investigar os efeitos macroeconômicos e microeconômicos da corrupção, abordando suas implicações sobre o crescimento econômico, o volume de investimentos, a eficiência dos mercados e o desempenho corporativo (Wang; You, 2012; Ionescu, 2014; Donadelli; Fasan; Magnanelli, 2014; Pellicani, 2017; Karadas; Mcandrew; Schlosky, 2019). No entanto, os resultados permanecem inconclusivos e, por vezes, contraditórios. Por um lado, estudos como os de Ionescu (2014), Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014) e Karadas, McAndrew e Schlosky (2019) sugerem que a corrupção compromete o ambiente de negócios, reduzindo investimentos e inibindo o crescimento econômico, em função do aumento da incerteza e da ineficiência. Por outro lado, Wang e You (2012) e Schmidt, Martins e Santos (2018) argumentam que os impactos da corrupção sobre o desempenho empresarial não são estatisticamente significativos, especialmente quando considerados aspectos como a percepção de risco já precificada pelos mercados.

Ionescu (2014), Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014) e Karadas, Mcandrew e Schlosky, (2019) sugerem que a corrupção reduz o nível de investimentos e o crescimento econômico devido ao aumento da ineficiência de mercado e da incerteza. No entanto, autores como Wang e You (2012) e Schmidt, Martins e Santos (2018) indicam que a corrupção não possui impacto significativo no desempenho e valor das empresas pois tais atributos estariam atrelados a uma percepção de mercado. De um modo geral, não existe um consenso sobre o efeito da corrupção para o desempenho das empresas.

As principais pesquisas possuem abordagem diversificadas sobre impacto da corrupção no ambiente corporativo, apontando os efeitos do crime em si, (Davidson Iii; Worrell, 1988, Botn; Dahl, 2015, Freitas; Nogueira; Angotti, 2011, Nguyen; Tran, 2022). Enquanto outros pesquisadores utilizam a percepção da corrupção ou o seu nível de controle para abordar o assunto sobre o prisma do ambiente (Fisman; Svensson, 2007, Donadelli; Fasan; Magnanelli, 2014; Pellicani, 2017; Luo; Kaul, 2019). Esses estudos reforçam que, embora o tema tenha avançado, ainda são relativamente escassas as investigações que relacionam diretamente o ambiente de corrupção ao desempenho empresarial, especialmente em países emergentes. Assim, este trabalho busca contribuir com a literatura explorando a relação entre o controle de corrupção, setores e o desempenho de mercado das firmas em países em desenvolvimento e reconhecidamente com elevados problemas de corrupção.

Deste modo, este estudo pretende verificar como o controle de corrupção dos países afeta o desempenho de suas empresas, e se existem setores com desempenho mais ou menos influenciado pela corrupção.

Para alcançar esses objetivos, foram utilizados dados de empresas de capital aberto dos países Brasil, Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru, no período de 2008 a 2018, coletados na plataforma Thomson Reuters. A escolha desses países se justifica pela sua representatividade econômica na região e pelos desafios compartilhados no enfrentamento da corrupção,

permitindo uma análise robusta e comparativa dos efeitos institucionais sobre o desempenho corporativo.

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 CORRUPÇÃO E DESEMPENHO

Segundo Davidson III e Worrell (1988), a prática real de um crime pode ou não influenciar o valor da firma. Os autores lembram que a corrupção pode ser um benefício até que seja descoberta. Shleifer e Vishny (1993) conceituam corrupção como sendo a venda de facilidades por funcionários do governo para ganho pessoal. A corrupção é um dos obstáculos mais comuns ao crescimento econômico e ao desenvolvimento social (Wang; You, 2012). De acordo com Alexeev e Song (2013), o ambiente de corrupção é potencialmente presente em segmentos que existe assimetria de informação e é causada por falta de controles de gestão, além de um sistema judicial e de governança altamente deficientes. Trata-se de um problema antigo que afeta o bom funcionamento das instituições políticas e econômicas de um país (Jiang; Nie, 2014). O controle da corrupção é uma prioridade das políticas públicas em todos os países (Lin *et al*, 2016).

Na literatura, são encontrados alguns argumentos teóricos e evidências empíricas que indicam a estreita relação entre corrupção e o desempenho de empresas em diversos países. Shleifer e Vishny (1993) explicam que nenhum país está imune à corrupção. Mauro (1995) explica que determinados níveis de corrupção aumentam as incertezas e trazem riscos para os mercados causando sérios problemas para a economia. Para Garcia (2003), há uma estreita relação entre corrupção e fragilidade democrática de cada país, os criminosos aproveitam-se das limitações dos instrumentos de combate ao crime. Para Lee e Ng (2009), o problema resulta na redução de investimentos, com consequente diminuição do desenvolvimento econômico e social. Os efeitos da corrupção são menos perversos em países com instituições mais desenvolvidas (Méon; Weill, 2010).

Ainda em nível país, Luo (2005) esclarece que o termo corrupção contempla as organizações, sejam elas políticas (quando o poder público é mal utilizado) ou privadas (quando o agente privado se beneficia do poder público mal utilizado). Os impactos econômicos sugerem que a corrupção reduz o nível de investimentos e o crescimento econômico devido ao aumento da ineficiência e incertezas de mercado. Zhang et al. (2012) salienta que os impactos da corrupção são mais intensos em países emergentes e cita os estudos sobre o crescimento econômico por meio da análise de fatores como investimentos, custos transacionais e eficiência de mercado, políticas governamentais. A grande maioria aborda os prejuízos da corrupção para os países e regiões em desenvolvimento (Méon; Weill, 2010, Mauro, 1995).

Nesta linha, Shleifer e Vishny (1993) indicam que em países em desenvolvimento, como Zaire e o próprio Quênia, a corrupção representa uma grande fração do Produto Nacional Bruto. Seguindo essa afirmativa, Fisman e Svensson (2007) relatam que na África, em países como Uganda e Burundi, as empresas reportam que precisam pagar algum tipo de propina para permanecerem economicamente ativas e sugerem que a propina é uma prática padrão nas atividades econômicas. No Quênia empresas gastaram proporções significativas de suas vendas anuais em pagamentos não oficiais, incluindo propinas em contratos governamentais (KIMUYU, 2007). Na Índia, Sharma e Mitra (2015) observam que o suborno funciona como imposto sobre a rentabilidade das empresas e reduz a eficiência. Na China, os resultados encontrados indicam que o combate à corrupção é pior para o desempenho e alavancagem de empresas estatais do que empresas não estatais (Kong; Wang; Wang, 2017).

No Brasil, segundo Miari, Mesquita e Pardi (2015), em casos de corrupção o mercado de ações não se mostra eficiente. A descoberta do crime desvaloriza as empresas,

principalmente as estatais, diminuem o investimento estrangeiro indicando provável queda do crescimento econômico (Botn; Dahl, 2015, Padula; Albuquerque, 2018). A diminuição do investimento estrangeiro, causado pelo nível alto de corrupção, deixam as empresas mais sensíveis ao seu próprio fluxo de caixa, que não é suficiente para melhorar o desempenho (Pellicani, 2017).

2.2 CORRUPÇÃO E DESEMPENHO EM NÍVEL SETOR

A divisão por setores pode ser utilizada como bússola para administradores e investidores, pois funciona como um filtro diminuindo os estudos que estão dispostos a relacionar corrupção e desempenho. Como estratégia de pesquisa alguns autores traçam um panorama dos setores enquanto outros utilizam setores específicos como objeto de pesquisa. A título de exemplo citam-se trabalhos feitos nos setores da construção com abordagens em diferentes países, como na Austrália (Brown; Loosemore, 2015), Índia (Nag, 2015), Canadá (Reeves-Latour; Morseli, 2017) ou então o setor de petróleo, principal alvo de pesquisa na América Latina, sobretudo após a descoberta dos crimes investigados pela Operação Lava Jato em 2014 (Botn; Dahl, 2015, Padula E Alburquerque, 2018). No Brasil, o setor de telefonia foi explorado por Miari, Mesquita e Pardini (2015), que analisaram os impactos da corrupção organizacional sobre o valor dos acionistas e observaram que o mercado não reagiu de forma significativamente negativa aos eventos de corrupção, sugerindo limitações na eficiência do mercado em punir tais práticas.

Sobre os estudos que preferem uma abordagem em nível setor mais ampla, destaca-se o estudo de Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014) único que cria um panorama específico entre setores e a corrupção, explicam que existem setores sensíveis e não sensíveis para a corrupção em trabalho realizado em países desenvolvidos. Para estes autores o impacto da corrupção varia de acordo com o setor e também regiões. Na conclusão, os autores sugerem que sejam realizados estudos semelhantes na América Latina, uma região notoriamente fragilizada pela corrupção. Consideram provável que esse contexto impacte negativamente o desempenho das empresas locais, além de gerar efeitos distintos conforme o setor de atuação. Nesse sentido, a primeira hipótese do estudo é:

H1. A sensibilidade ao controle de corrupção afeta distintamente o valor de mercado das empresas em setores específicos.

2.3 CORRUPÇÃO E DESEMPENHO EM NÍVEL FIRMA

Em nível firma a relação entre corrupção e desempenho é comprovada por argumentos que se encontram divididos em três linhas de pesquisa. Na primeira a corrupção impede diretamente a economia, desempenho e desenvolvimento de empresas e países (Gavíria, 2002, Fisman; Svensson, 2007, Donadelli; Fasan; Magnanelli, 2014). Na segunda, a corrupção reduz o investimento das empresas, portanto, dificulta o crescimento econômico dos países (Mauro, 1995; Lee; Ng, 2009; Pellicani 2017). A terceira aborda uma questão de desenvolvimento dos países e estes impactam nas organizações (Shleifer; Vishny, 1993; Méon; Weill, 2010).

Sobre o desempenho das firmas, Kaufmann e Wei (1999) citam que as empresas com maior lucro enfrentam maior demanda por subornos e, como consequência, não obtêm retorno de todo o seu potencial (Clarke; Xu, 2004). Empresas que lucram mais, podem ter que pagar

mais subornos, uma vez que os funcionários públicos podem exigir um suborno mais alto pelos serviços e, nesse caso, as empresas também podem pagar mais (Fisman; Svensson, 2007).

Em outra linha de pensamento, Rocha, Khan, Lima e Dal Poz (2016) explicam que o pagamento de subornos pode tornar as firmas mais eficientes, pois limitam os prejuízos causados pela burocracia e morosidade das instituições e superam os prejuízos associados à corrupção.

Estudos que abordam este potencial, quase sempre encontraram relação significativa negativa entre a corrupção e o desempenho em nível firma. Por exemplo, Gavíria (2002) e Lee e Ng (2009), sugerem que a corrupção reduz a rentabilidade e o valor da firma. Para La Porta et al. (1998) os altos níveis de corrupção no setor público influenciam negativamente o desempenho medido pelo retorno de ações. É certo que a corrupção tem impacto contínuo e profundo sobre as operações das empresas (Lau; Demir; Bilgin, 2013).

Para Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014), este impacto ocorre quando o nível de corrupção tende a influenciar negativamente o fluxo de investimento nas empresas destes mercados. Para Fisman e Svensson (2007), quando são desviados recursos que deveriam ser utilizados no investimento, há um aumento dos custos e a produção encarece. Segundo Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014), países com um nível relativamente baixo de corrupção tendem a exibir valores maiores de entrada de capital. Jain (2001) e Donadelli e Persha (2014) explicam que os investidores tendem a reequilibrar sua carteira, investindo mais em ambientes menos corrompidos. A corrupção é um sério problema para o investimento estrangeiro (Habbib; Zurawicki, 2002), pois os investidores estrangeiros preferem associar-se a empresas não corruptas (Gavíria, 2002).

Assim, a segunda hipótese do estudo é:

H2. Um maior nível de controle da corrupção em nível país afeta positivamente o valor de mercado das empresas na América Latina.

O Quadro 1 sintetiza as recentes evidências empíricas sobre corrupção e desempenho. Nota-se que este assunto tem sido abordado em vários países e que apesar de não existir uma formatação básica quanto a metodologia, os resultados quase sempre indicam a relação negativa entre corrupção e o desempenho das firmas.

Quadro 1: Evidências empíricas no desempenho e corrupção.

Autores/Ano	País	Modelo/Períodos	Conclusões
Kimuyu (2007)	Quênia	Regressão OLS (2002)	Os fabricantes quenianos gastaram proporções significativas de suas vendas anuais em pagamentos não oficiais. Há variações a depender dos setores.
Fisman e Svensson (2007)	Uganda	Regressão OLS (1995–1997)	O Suborno diminui o crescimento três vezes mais do que a tributação
Lee e Ng (2009)	Multipais (44 países)	Regressão OLS (1994-2003)	A corrupção afeta negativamente o ROA e o ROE, sugerem que a corrupção reduz a rentabilidade e o valor da firma.
Wang e You, (2012)	China	Regressão OLS (2005)	A corrupção é prejudicial ao crescimento econômico, isso pode variar a depender da região
Alexeev e Song (2013)	Multipaís OCDE	Regressão OLS (2001-2005)	Os resultados sugerem que a maior concorrência está associada com a maior corrupção
Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014)	Países desenvolvidos	Regressão OLS (2002-2012)	A corrupção afeta a rentabilidade, isso pode variar a depender do setor, preceitos de governança podem impedir os efeitos negativos da corrupção.
Sharma e Mitra (2015)	Índia	Regressão OLS (2005-2006)	O suborno funciona como imposto sobre a rentabilidade das empresas e reduz a eficiência. Por outro lado, o suborno mostra um efeito positivo nas exportações e inovação de produtos das empresas.
Miari, Mesquita e Pardi (2015)	Brasil (Telefonia)	Estudo de evento (2003-2009	A corrupção acarreta retornos anormais, o mercado brasileiro não é eficiente.

Botn e Dahl, (2015)	Brasil (Petrobras)	Estudo de evento e regressão OLS (2014-2015)	Após o evento as ações caem, não encontrando resultado significativo para retorno de ações na regressão.
Lin, Morck, Yeung e Zhao (2016)	China	Estudo de Evento (2012)	O combate à corrupção amplia o investimento e desempenho.
Pellicani (2017)	Brasil	Regressão dados em painel. (1999-2009)	Os resultados evidenciam que a corrupção torna os investimentos das firmas mais sensíveis à disponibilidade de recursos internos.
Luo e Kaul (2019)	Multipaís	Estudo qualitativo e quantitativo	Empresas privadas podem atuar no interesse público, mitigando problemas como corrupção e outros desafios sociais, por meio de governança comparativa.
Nguyen e Tran (2022)	Multipaís (81 países)	Dados em painel (1999–2018)	A corrupção reduz a eficiência dos investimentos corporativos em nível global, sendo mais intensa em países com instituições mais fracas.

Fonte: Elaborado pelos autores

Diante das evidências apresentadas, observa-se que, embora a relação entre corrupção e desempenho empresarial seja tema recorrente na literatura internacional, há uma lacuna significativa no entendimento desse fenômeno no contexto das economias latino-americanas**,** especialmente quando se consideram as especificidades institucionais, culturais e setoriais da região. Os estudos revisados concentram-se majoritariamente em análises de países desenvolvidos ou em setores isolados, carecendo de investigações mais abrangentes que considerem a heterogeneidade dos setores econômicos e a dinâmica institucional própria dos mercados emergentes. Além disso, poucos trabalhos exploram métricas de desempenho baseadas no valor de mercado, como o Q de Tobin, em contraposição às tradicionais medidas contábeis.

Assim, este estudo busca preencher esse gap ao analisar como o nível de controle da corrupção, em nível país, afeta o valor de mercado das empresas na América Latina, e se esses efeitos diferem entre setores mais ou menos sensíveis à corrupção. Ao fazê-lo, a pesquisa não apenas responde a recomendações explícitas da literatura (Donadelli; Fasan; Magnanelli, 2014), como também amplia a compreensão sobre os efeitos institucionais na criação de valor corporativo em contextos marcados por fragilidades institucionais, contribuindo com avanços teóricos, empíricos e práticos para as áreas de finanças, governança e estudos organizacionais.

3 ESTRATÉGIAS METODOLÓGICAS

A arquitetura metodológica está estruturada em 4 (quatro) níveis de análises distintas, assim como Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014). a) Análise de correlação entre as variáveis para verificar a coalização entre as variáveis e ajuste do modelo. b) Estatística descritiva, da amostra total e subamostras criadas por setores de acordo com a sensibilidade do desempenho para a corrupção, estes subgrupos apresentam médias comparadas pelo teste t. c) observação gráfica para estimar a relação desempenho e corrupção em nível setor por país. d) regressão com dados em painel comparando 3 (três) cortes amostrais distintos, o primeiro formado pelo total dos setores, o segundo por setores sensíveis à corrupção e o terceiro setores não sensíveis para a corrupção.

3.1 BASE DE DADOS

Neste estudo foram utilizados dados financeiros de empresas negociadas em bolsas de valores, no Brasil (284 empresas), Argentina (82 empresas), Chile (160 empresas), Colômbia (58 empresas), México (109 empresas) e Peru (130 empresas) para o período de 2008 a 2018, dados foram obtidos na base Thomson Reuters (empresas) e Banco Mundial (nível país de corrupção). Foram excluídas da amostra as empresas do setor financeiro, empresas com patrimônio líquido negativo e empresas que não possuíam dados necessários para análise econométrica.

Conforme sugestiona Almeida, Campello & Weisbach (2004), para corrigir o impacto negativo de valores atípicos (*outliers*) e mitigar os possíveis erros da base de dados adotou-se a metodologia de winsorização em 0,1%, em ambas as caudas como medida para minimizar os impactos de potenciais *outliers* e não promover alterações significativas na característica dos dados.

3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Primeiramente, a divisão em setores é uma variável fundamental para a pesquisa, ainda que não seja utilizada diretamente no modelo econométrico. A classificação em setores é essencial para responder a H2. Os setores estão separados de acordo com ICB (*Industry Classification Benchmark*), conjuntamente criado pelo FTSE (*Financial Times Stock Exchange*) e *Dow Jones*. Neste estudo, as empresas são alocadas em subsetores de acordo com a definição de suas atividades principais, sendo o mais fiel possível a natureza de seus negócios. Foram retiradas da amostra empresas com patrimônio líquido negativo e também firmas do setor de finanças, composto por empresas financeiras e de fundos de investimento, pois suas atividades financeiras, operacionais e de investimento causaram viés de seleção para amostra.

Os setores de análise são: petróleo e gás, materiais básicos, industriais, bens de consumo, cuidados com a saúde, serviços de consumo, telecomunicações, serviços de utilidade e empresas ligadas a tecnologias.

Tabela 1 - Número de empresas incluídas em cada país e em cada setor.

País/Setor	Brasil	Argentina	Chile	Colômbia	Peru	México
Petróleo e Gás	14	10	8	8	2	2
Materiais Básicos	35	8	14	6	29	17
Industriais	47	12	34	13	16	17
Bens de Consumo	93	34	71	20	56	38
Cuidados com a Saúde	14	0	3	2	1	3
Serviços ao consumidor	22	4	13	3	9	25
Telecomunicações	10	4	4	3	2	4
Serviços de utilidade pública	41	10	8	3	11	0
Tecnologia	8	0	1	0	4	3

Fonte: Elaborada pelos autores.
Nota: Alguns países não possuem empresas em determinados setores da base de dados

Para Fisman e Svensson (2007), o tamanho da empresa afeta o seu crescimento futuro e pode estar correlacionado com pagamentos de suborno, pois organizações maiores estão mais visíveis aos burocratas. Nesse sentido, utiliza-se a variável tamanho para, assim como Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014), realizar uma regressão linear simples para estabelecer através da leitura do R^2 quais dos setores de análise são mais sensíveis ou não para o controle de corrupção, setores "Sensíveis à corrupção" (a depender R^2 alto e p-valor significante), ou 'não sensível à corrupção' (quando R^2 baixo e p-valor não significante), são obtidos pelo modelo:

$$QTOBIN_{it} = \alpha + \beta 1CORRUP_{it} + \varepsilon it \quad (1)$$

Assim, cria-se a possibilidade de escalonar os setores de acordo com a propensão de crescimento para a corrupção. Estes setores serão divididos em dois grupos: os 4 (quatro) setores com R^2 alto e p-valor significante, denominados "sensíveis para corrupção" e os 4 (quatro) setores com R^2 baixo e p-valor não significativo "não sensível" para a corrupção. O setor restante, denominado mediano, setor de Telecomunicações, não foi utilizado como subamostra.

Como variável dependente, inova-se ao utilizar o Q de Tobin, apesar de ser uma variável utilizada em diversas pesquisas nacionais e internacionais, ainda não foram encontrados estudos que a utiliza como métrica de desempenho para explicar a corrupção. A aplicação desta variável relaciona-se diretamente com as várias possibilidades de interpretações e testes (Fama; Barros, 2000).

Este índice foi desenvolvido por Tobin e Brainard (1968). Para Famá e Barros (2000), o Q de Tobin são maiores ou menores que 1, se maiores, há incentivo para o investimento, se menores, é melhor não incentivarem os novos investimentos. Chung e Pruitt (1994) estabeleceram um modelo simplificado, aceito pela literatura, onde o índice de Tobin é calculado como em Pereira *et al.* (2014) pela seguinte equação:

$$\text{Q de Tobin Simplificado} = \quad Q\ de\ Tobin = \frac{VMA+VMD}{AT} \quad (2)$$

Em que: VMA é o valor de mercado das ações; VMD é o valor contábil das dívidas totais; e AT é o valor contábil dos ativos totais. Lindenberg e Ross (1981) explicam que o Q de Tobin é uma ótima ferramenta de apoio à tomada de decisão, principalmente por relacionar valores ligados a investimento e rentabilidade.

O controle da corrupção em nível país, principal variável independente deste estudo, é mensurado por meio do índice publicado anualmente pelo Banco Mundial, baseado na metodologia proposta por Kaufmann, Kraay e Zoido-Lobaton (1999). Este indicador já foi aplicado em pesquisas como Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014) e Pellicani (2017), que analisam os efeitos da corrupção sobre o desempenho corporativo. Essa medida capta a percepção dos entrevistados de como o poder público de cada país controla a corrupção, benefício privado em detrimento do Estado, quantifica essa percepção de 17 fontes diferentes de governança, construídos por 15 organizações diferentes em um valor numérico que varia de aproximadamente -2,5 (controle fraco significando alta corrupção) a 2,5 (forte significado de controle e baixa corrupção).

Na tabela 2 serão relatados os níveis médios de corrupção de cada país no período de análise.

Tabela 2 - Controle da corrupção nos países da amostra.

País	**Controle de corrupção WGI – Banco Mundial**
Brasil	-0,15
Argentina	-0,40
Chile	1,38
Colômbia	-0,32
Peru	-0,35
México	-0,51
O mais forte	1,38
O mais fraco	-0,51

Fonte: Elaborada pelos autores.

Nota: A tabela 2 relata o controle médio do indicador de corrupção durante o período 2008–2018, que varia de aproximadamente -2,5 (fraco) a 2,5 (Forte). Fonte: Indicadores de Governança Mundial. WGI (Banco Mundial)

Identifica-se o controle de corrupção positivo para o Chile e negativo para os outros países da amostra, apesar de estarem na mesma disposição geográfica apresentarem quantitativos de controle de corrupção bem distantes. Entender a localização privilegiada do Chile em relação ao demais facilita a interpretação dos resultados deste artigo.

Completam o modelo as variáveis de controle, ROA, ENDIV, TAM e CAPEX, a fim de atuarem como variáveis de controle do modelo entre controle de corrupção e desempenho. O Quadro 2 identifica as variáveis que compõem todo o modelo.

Quadro 2 - Variáveis utilizadas para teste das hipóteses.

Sigla	Variáveis	Definição Operacional	Sinal esperado	Interpretação Teórica
QTOBIN	Q de Tobin	Valor de Mercado + Dívidas Totais / Ativos totais	Variável Dependente	A corrupção é positiva ou negativa para o valor da empresa.
CORRUP	Controle de Corrupção	Índice de controle de corrupção	+/-	A corrupção pode lubrificar ou emperrar as engrenagens burocráticas.
ROA	Rentabilidade do Ativo	ROA= Ebit/AT	+	Maior retorno sobre o ativo pode indicar maior desempenho
ENDIV	Endividamento	Dívida Total	+/-	Um endividamento elevado está associado a um maior risco financeiro e, consequentemente, a um menor desempenho de mercado.
TAM	Tamanho da firma	Ln (AT)	+	Maior tamanho pode indicar maior desempenho no mercado.
CAPEX	Investimento em despesas de capital	Variação Líquida do Ativo Imobilizado	+/-	Dependendo do Q de Tobin os investimentos devem ser incentivados ou evitados

Fonte: Elaborado pelos autores

As variáveis de controle como ROA, endividamento, tamanho e CAPEX foram utilizadas por Nogueira, Lamounier e Colauto (2009) como determinantes tradicionais do desempenho representado pelo Q de Tobin, e por Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014) e Lee e Ng (2009) como variáveis relevantes na análise dos efeitos da corrupção sobre o desempenho corporativo, sendo fundamentais para a validação das hipóteses deste estudo. A variável Capex, proveniente de (Capital Expenditure), funciona como representativo da despesa de capital ou investimentos em bens de capital e que designa o montante de dinheiro despendido na aquisição ou na introdução de melhorias de bens de capital de uma determinada empresa. Para Dutra *et al.* (2018), este investimento relaciona-se estritamente com índice medido pelo Q de Tobin.

A variável endividamento, segundo Malta e Camargos (2016), também indicativo de alavancagem, pode apresentar resultados positivos ou negativos, principalmente quando relacionada ao Q de Tobin, que pode indicar maior ou menor investimento (Dutra *et al.* 2018).

A literatura frequentemente associa o tamanho da empresa a maiores retornos, sugerindo que empresas maiores tendem a apresentar melhor desempenho. De acordo com Silva e Chien (2013), o tamanho da firma exerce efeito positivo sobre o desempenho corporativo. No entanto, estudos como o de Aldrighi e Bisinha (2010) indicam que, dependendo da abordagem metodológica, o Q de Tobin pode apresentar significância estatística apenas no caso de empresas de menor porte. Para comprovar e explicar as hipóteses 1 e 2, foi utilizada uma regressão múltipla com dados em painel. Foram realizadas 3 (três) divisões amostrais distintas: (1) amostra total, com todos os setores, (2) setores sensíveis à corrupção e (3) setores não sensíveis a corrupção.

Modelo de análise:

$$QTOBIN_{it} = \alpha + \beta 1CORRUP_{it} + \beta 2ROA_{it} + \beta 3ENDIV_{it} + \beta 4TAM_{it} + \beta 5CAPEX_{it} + \varepsilon it \quad (3)$$

4 RESULTADOS

Antes de serem apresentados os resultados, para responder às hipóteses de pesquisa frente aos resultados encontrados é fundamental relembrar que as hipóteses de pesquisa assim como a variável independente CORRUP fazem referência ao controle e não a ocorrência de corrupção, ou seja, o índice apresentado configura a percepção do controle país de corrupção e não a sua ocorrência.

4.1 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Os primeiros resultados a serem apresentados são os obtidos para medir as correlações entre as variáveis e, por consequência, o arranjo do modelo. Os resultados da estimativa correlação de *Person* são apresentados na Tabela 3. Verifica-se que o Q de Tobin, variável explicada neste artigo, apresenta relação significativa com todas as variáveis explicativas do modelo. Mais especificamente, deve-se levar em consideração a relação positiva para o controle de corrupção.

Tabela 3 - Matriz de correlação de Pearson entre as variáveis

Variáveis	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
QTOBIN	1					
CORRUP	0.140*	1				
ROA	-0,0125*	-0,0453*	1			
ENDIV	-0,0022*	-0,0141*	-0,1709*	1		
TAM	-0,1636*	0,0312*	0,0291*	0,2798*	1	
CAPEX	-0,0114*	-0,0767*	0,2273*	0,7220	0.2864*	1

Fonte: Elaborado pelos autores.

Nota: A correlação entre as variáveis foi investigada ao nível de confiança de 90%, ou seja, a representação indicada com asterisco é significante ao nível de 10%.

Os resultados da Tabela 3 indicam que o Q de Tobin apresenta correlação significativa e positiva com o controle de corrupção, sugerindo que ambientes institucionais mais eficientes impactam positivamente o desempenho de mercado das empresas. Observa-se ainda uma correlação elevada entre CAPEX e ENDIV (0,7220), indicando relação entre endividamento e investimento. No entanto, de forma geral, os coeficientes são de baixa magnitude, o que reduz preocupações iniciais com multicolinearidade e reforça a adequação do modelo para a análise subsequente.

4.2 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Na Tabela 4 são expostas as estatísticas descritivas dos 3 (três) modelos propostos anteriormente, (1) amostra total, (2) setores sensíveis à corrupção e (3) setores não sensíveis para a corrupção.

Tabela 4 - Estatística descritiva do total da amostra

Amostra Total Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Min.	Máx.
QTOBIN	7.612	18,08	5,197	0,00	45,50
CORRUP	7.612	0,53	0,718	-0,93	1,59
ROA	7.612	0,60	0,127	-0,64	0,46
ENDIV	7.612	17,83	2,797	9,18	22,99
TAM	7.612	19,43	2,425	6,00	26,51
CAPEX	7.612	16,34	2,710	4,59	24,59

Fonte: Elaborado pelos autores

Tabela 5 - Estatística descritiva da amostra separada por setores sensíveis e não sensíveis a corrupção

	Setores Sensíveis				***Setores Não Sensíveis***				
Variáveis	N	Média	Min	Max	N	Média	Min	Max	Test t
QTOBIN	4.770	1,973	0,000	54,030	2.683	1,356	0,000	20,070	13,117
CORRUP	4.770	0,918	-0,930	1,580	2.683	-0,015	-0,930	1,580	46,111
ROA	4.770	0,540	-0,710	0,390	2.683	0,825	-0,380	0,570	-33,74*
ENDIV	4.770	17,693	8,820	22,800	2.683	17,996	9,550	23,380	-7,427
TAM	4.770	19,302	6,000	26,510	2.683	19,624	7,960	25,590	-8,635*
CAPEX	4.770	16,127	4,590	24,590	2.683	16,578	6,260	23,420	-11,406

Fonte: Elaborado pelos autores

Nota: Na tabela 4 relata estatísticas descritivas para as subamostras de observações setores sensíveis ou não para a corrupção. Acrescenta-se ao resultado o teste t realizado para comparar as características das subamostras. Os níveis de significância são indicados por: * p <0,05.

Entre as subamostras utiliza-se do teste de médias *test t* para comparar as variáveis de estudo para setores sensíveis e não sensíveis para a corrupção. Os resultados que comparam as médias das duas subamostras, setores sensíveis ou não para o controle de corrupção, conclui-se que os setores sensíveis para a corrupção possuem melhores Q de Tobin e Controle de corrupção enquanto que os setores não sensíveis para a corrupção possuem significativamente maiores retornos.

4.3 OBSERVAÇÃO GRÁFICA

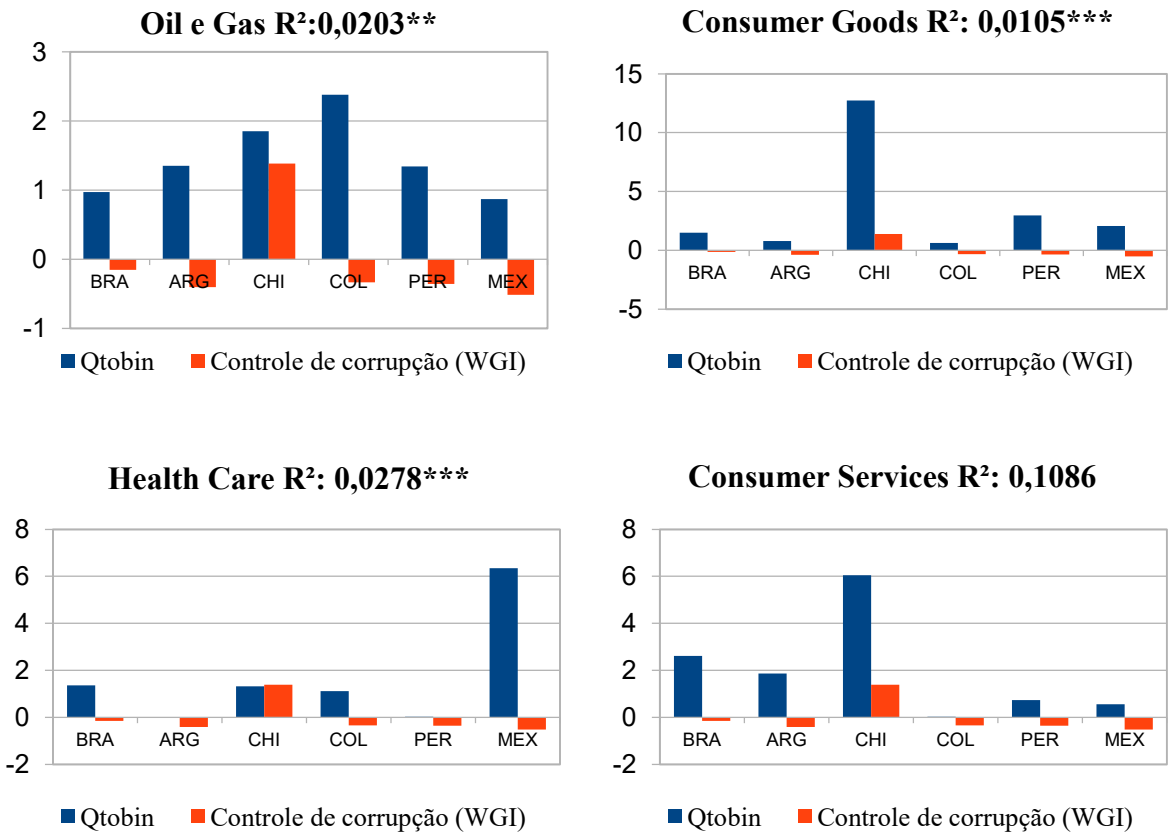
Com a finalidade de explicar a veracidade das hipóteses de pesquisa, o quadro 6 traz a exposição gráfica da média do Q de Tobin e do nível médio de controle da corrupção, ambos no eixo vertical, exposto por barras, para cada país em cada setor da amostra. Estes setores são sensíveis ou não para corrupção, de acordo com os valores obtidos por meio de uma regressão linear simples, descrita na equação (1) separando e classificando as subamostras pelo indicativo p-valor e R^2.

Nos gráficos, dos 9 (nove) setores que formam a amostra, são apresentados 8 (oito) setores expostos de acordo com os resultados obtidos pela equação (1), sendo 4 (quatro) setores sensíveis para o índice de corrupção (óleo e gás, bens de consumo, saúde, serviços de consumo) e 4 (quatro) setores não sensíveis para o controle de corrupção (materiais básicos, industriais, utilidades e tecnologias), sendo excluído o setor com R^2 médio (telecomunicações).

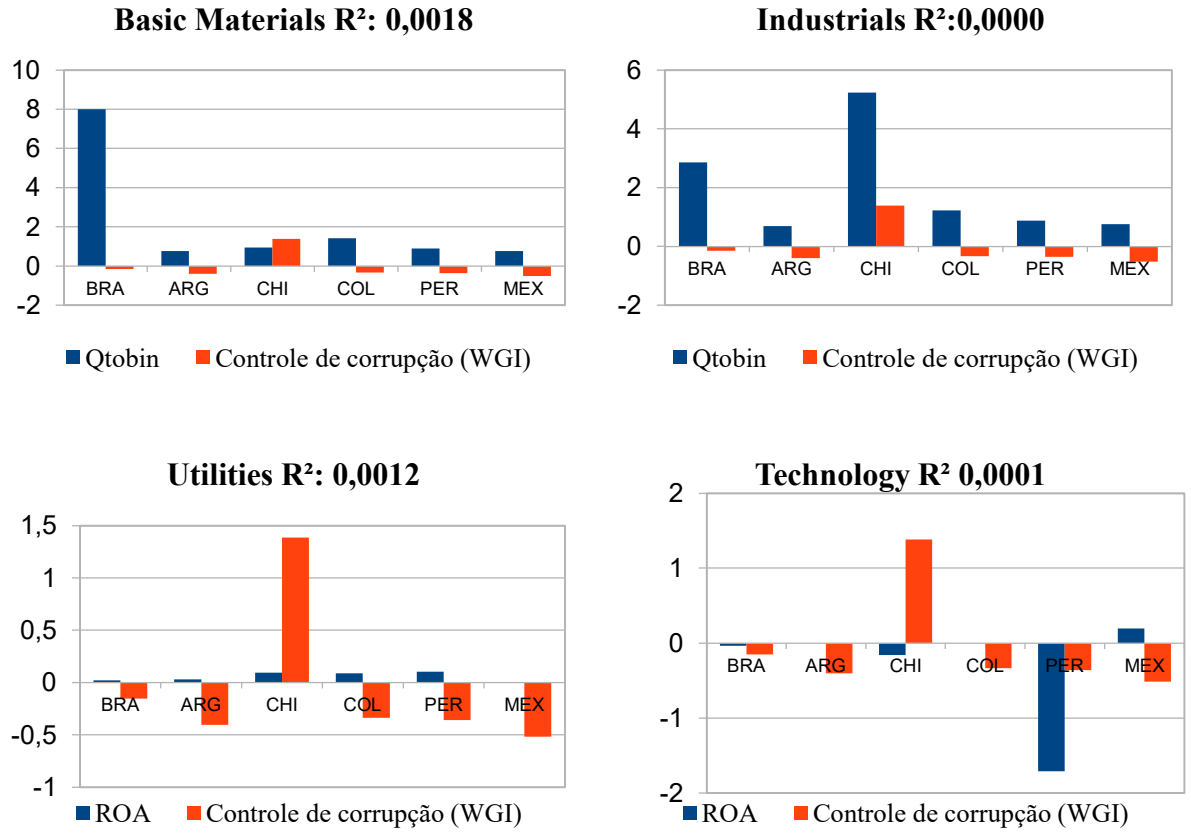
Assim como Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014), acredita-se que há uma relação positiva entre desempenho e controle de corrupção. Dentre os países da amostra, o Chile é o único com controle de corrupção positivo para o período, segundo a métrica utilizada pelo Banco Mundial. Ao verificar o nível de controle de corrupção no país será possível comparar os resultados de Brasil, Argentina, Colômbia, México e Peru (controle negativo) em comparação ao Chile controle de corrupção comparável a países desenvolvidos.

Quadro 3 - Gráficos em barra relação controle corrupção versus desempenho (Q de Tobin) por país em determinado setor.

Setores sensíveis à corrupção. Setores sensíveis à corrupção.



Setores não sensíveis à corrupção



Fonte: Elaborado pelos autores.

Notas: Estes gráficos representam a relação entre o Q de Tobin médio das firmas e o índice médio controle de corrupção por país em cada um dos 9 setores objeto de análise. O desempenho é calculado pelo valor médio do Q de Tobin por país. Os dados de corrupção são os Indicadores de Governança utilizados pelo Banco Mundial, para os 6 países da amostra no período de 2008 a 2018. O R^2 e os asteriscos de significância obtidos pela regressão utilizada para medir a sensibilidade da corrupção por setor.

Ao analisar o Quadro 3, observa-se uma relação variada entre o desempenho das firmas (Q de Tobin) e o controle de corrupção, que difere entre os setores e países. Nos setores classificados como sensíveis à corrupção, como Óleo e Gás (R2: 0,0203**) e Saúde (R2: 0,0278***), a relação com o controle de corrupção mostra-se positiva e estatisticamente significativa, embora com baixo poder explicativo (R2 modestos). O Chile, consistentemente o país com melhor controle de corrupção na amostra, tende a apresentar maior Q de Tobin nesses setores, parcialmente corroborando estudos anteriores que apontam a vulnerabilidade setorial à corrupção (Donadelli; Fasan; Magnanelli, 2014).

Em contrapartida, os setores não sensíveis à corrupção, como Materiais básicos (R2: 0,0018) e industriais (R2: 0,0000), exibem uma relação marginal ou inexistente com o controle de corrupção. Surpreendentemente, no setor de Tecnologia, onde o Chile lidera o Q de Tobin, não foi verificada a sensibilidade à corrupção esperada. Essa heterogeneidade nos resultados por setor, confirmando que a magnitude da relação entre desempenho e controle de corrupção varia, começa a corroborar as hipóteses de pesquisa sobre a não uniformidade do impacto da corrupção.

4.4 RESULTADOS ESTIMADOS DADOS EM PAINEL

Por fim, os resultados da Tabela 5 relatam o efeito das variáveis explicativas do modelo de inferência com relação ao desempenho medido pelo Q de Tobin e nos permitem completar os testes sobre as hipóteses 1 e 2.

Primeiramente, no que se refere às variáveis independentes de controle ROA, ENDIV, TAM, CAPEX, apresentaram resultados significativos, porém os sinais indicativos não são totalmente consistentes com a literatura. Estão relacionadas significativamente a variável dependente Q de Tobin, por exemplo, a variável ROA e TAM, apresentam relação negativa com a variável explicada, enquanto as variáveis endividamento, Capex e Controle de corrupção apresentam relação positiva. Este último fundamental para responder as hipóteses de pesquisa.

A variável independente CORRUP, que representa o controle da corrupção em nível país, apresentou efeito positivo e estatisticamente significativo nos modelos (1) e (2). No entanto, não foi significativa no modelo (3), que considera os setores classificados como não sensíveis à corrupção. O modelo (1) foi estimado com a amostra total, enquanto o modelo (2) utilizou a subamostra composta por setores sensíveis à corrupção. Por sua vez, o modelo (3) foi construído a partir dos setores considerados não sensíveis à corrupção.

Tabela 5 - Resultado da regressão para todos os setores (1), setores sensíveis a corrupção (2) e setores não sensíveis a corrupção (3)

Variáveis	(1)	(2)	(3)
CORRUP	**0,453*** (4,65)**	**0,745*** (4,77)**	**0,0984 (0,97)**
ROA	-1,884*** (-6,49)	-2,081*** (-5,11)	-1,262** (-3,23)
ENDIV	-0,080*** (3,62)	0,120*** (3,54)	0,089*** (3,70)
TAM	-2,188*** (-42,09)	-2,723*** (-34,80)	-1,425*** (-24,16)
CAPEX	0,0658** (2,94)	0,130*** (3,90)	-0,0601* (-2,32)
N	5.581	3.445	2.030

Fonte: Elaborado pelos autores.

Nota: A tabela 5 analisa os determinantes dos retornos. Modelo (1) regressão com todos os setores da amostra tendo como variável dependente Q de Tobin, e as principais variáveis de interesse. Modelo (2) depende de uma subamostra de setores tidos como sensíveis à corrupção, sensibilidade definida como os quatro setores que obtiveram maiores R2 na regressão OLS e significância p-valor. O modelo (3) refere-se à subamostra de setores que operam em setores não sensíveis à corrupção, conforme R^2 e p-valor. Apresentação de coeficiente, test t entre parênteses. Os níveis de significância são indicados por: * p <0,10, ** p <0,05, *** p <0,01

A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão que analisa os determinantes do desempenho de mercado das empresas, mensurado pelo Q de Tobin, considerando três modelos: (1) toda a amostra; (2) setores sensíveis à corrupção; e (3) setores não sensíveis à corrupção.

Inicialmente, foram realizados testes para garantir a robustez dos modelos. O teste de Breusch-Pagan e Hausman indicou que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado para os dados, uma vez que os efeitos não observados estão correlacionados com as variáveis explicativas. Quanto à multicolinearidade, o VIF médio de 2,81 sugere que não há indícios desse problema, estando dentro dos parâmetros aceitáveis. O teste de Wooldridge indicou ausência de autocorrelação (p-valor = 0,00), e o teste de Wald revelou a presença de heterocedasticidade (p-valor = 0,00), que foi devidamente corrigida por meio da utilização de erros robustos (VCE robust).

Em relação à variável de interesse, controle da corrupção (CORRUP), os resultados corroboram com a literatura, indicando que ambientes institucionais mais robustos, com maior controle da corrupção, favorecem o desempenho de mercado das empresas (Botn; Dahl, 2015; Donadelli; Fasan; Magnanelli, 2014; Lee; Ng, 2009; Nguyen; Tran, 2022). No modelo (1), que contempla todos os setores, o coeficiente de CORRUP é positivo e estatisticamente significativo (0,453***), indicando que maiores níveis de controle da corrupção estão associados a um melhor desempenho das empresas. Este efeito é ainda mais pronunciado no modelo (2), que considera os setores sensíveis à corrupção, cujo coeficiente é de (0,745***), sugerindo que o efeito positivo do controle institucional é mais forte em setores mais expostos aos riscos de práticas corruptas.

Por outro lado, no modelo (3), que analisa os setores não sensíveis à corrupção, o coeficiente de CORRUP (0,0984) não é estatisticamente significativo, o que indica que, nesses setores, o controle da corrupção não exerce influência relevante sobre o valor de mercado das empresas. Este resultado reforça a hipótese H1, segundo a qual a sensibilidade setorial ao controle da corrupção gera impactos diferenciados no desempenho das empresas.

Além disso, os resultados confirmam a hipótese H2, que postula que um maior nível de controle da corrupção em nível país contribui positivamente para o valor de mercado das empresas na América Latina. Isso é evidenciado pelos modelos (1) e (2), que apresentam coeficientes positivos e significativos para CORRUP, demonstrando que ambientes institucionais mais íntegros favorecem especialmente empresas inseridas em contextos mais vulneráveis aos riscos de corrupção.

As variáveis de controle também apresentam resultados relevantes. A rentabilidade (ROA) exerce efeito negativo e significativo em todos os modelos, sugerindo que, em mercados emergentes como os da América Latina, o mercado precifica de forma negativa a rentabilidade contábil, possivelmente pela percepção de risco ou inconsistências contábeis, como discutido por Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014). A alavancagem (ENDIV) apresenta efeito positivo e significativo, indicando que maior endividamento está associado ao aumento do Q de Tobin, o que pode refletir a dependência das firmas desses mercados por financiamento externo. Contudo, esse efeito é mais acentuado em setores sensíveis à corrupção. O tamanho da empresa (TAM) apresenta efeito negativo em todos os modelos, corroborando a literatura que aponta que, em alguns contextos emergentes, empresas maiores podem enfrentar maiores desafios institucionais e operacionais.

Por fim, o investimento em capital fixo (CAPEX) apresenta efeito positivo na amostra geral (modelo 1) e nos setores sensíveis à corrupção (modelo 2), sugerindo que o mercado valoriza empresas que expandem seus ativos. Contudo, esse efeito se inverte nos setores não sensíveis (modelo 3), onde CAPEX apresenta coeficiente negativo e significativo, possivelmente indicando que, em determinados setores mais resilientes à corrupção, os investimentos não são necessariamente percebidos como sinais de criação de valor.

Portanto, os achados deste estudo ampliam a compreensão da relação entre corrupção, governança institucional e desempenho de mercado, especialmente no contexto latino-americano, respondendo diretamente à lacuna levantada por Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014) sobre a importância do controle da corrupção para empresas inseridas em ambientes institucionalmente frágeis, como os da América Latina.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante das evidências empíricas encontradas, conclui-se que a corrupção, em quaisquer níveis ou abordagens, é prejudicial ao desenvolvimento e desempenho social, empresarial ou econômico em países ou mercados desenvolvidos ou em desenvolvimento, em empresas

grandes ou pequenas. Os efeitos da corrupção podem variar entre os países, pois está condicionada a outros fatores sociais e econômicos (Wang; You, 2012). Em abordagem complementar, este estudo aponta que a influência do nível de corrupção também varia a depender dos setores de atuação, assim como os países, os setores também estão condicionados a fatores sociais e econômicos diferentes.

Esse trabalho dialoga com a literatura, principalmente com o trabalho de Donadelli, Fasan e Magnanelli (2014), que além de propor estudos em regiões de extrema corrupção como a América Latina, sugerem o estudo da corrupção em nível país e propõem em sede experimental o estudo da corrupção em nível setores.

Neste artigo foi explorada a mesma classificação para os setores e semelhante estratégia metodológica experimental dos autores anteriores. Entretanto, este estudo inova principalmente ao utilizar dados em séries temporais, observando a relevância do tempo na tomada de decisões.

Os resultados apontam relação significativa entre controle de corrupção e desempenho de mercado. É provável que este seja mais um trabalho que identifica os malefícios da corrupção e contraria a teoria de que a corrupção é "lubrificante" das engrenagens (Leys, 1965, Leff 1964, Huntington, 2006, Warren, 2006, Méon; Weill, 2010).

Ao confirmar as hipóteses de pesquisa, os resultados desta pesquisa indicam o quanto a corrupção é prejudicial para o desempenho das empresas, os resultados ilustram que controle da corrupção em nível país é extremamente capaz de melhorar o desempenho (Q de Tobin) das empresas. Os resultados comprovam que há variabilidade entre setores produtivos e possibilita aos administradores e investidores interpretar melhor os resultados das organizações a depender do ambiente que estão inseridas. Os resultados indicam que a corrupção é prejudicial, o controle em nível país é fundamental e os impactos que ela causa no desempenho variam entre os setores de produção, provavelmente por sua especialidade técnica e normativa regulamentadora.

Sobre as dificuldades de pesquisa, é importante registrar a falta de informações na formação da base de dados, devido a fragilidade informacional da região objeto de estudo, ainda assim, esta pesquisa fornece contribuição relevante para a literatura, sendo elo teórico e metodológico para futuras pesquisas. Em sede conclusão, sugestiona-se desenvolver outro índice de corrupção, para comparar com o método WGI do Banco Mundial, e replicar este estudo em vários outros continentes, para que seja formado um panorama mundial sobre a temática.

Cabe ressaltar que os resultados encontrados relacionam desempenho, medido pelo índice Q de Tobin, podendo variar em outras variáveis e métricas. Ainda que significativos, os resultados não reportam os danos a processos sociais e democráticos. As pessoas e instituições sofrem com os prejuízos da corrupção, os crimes limitam os potenciais das sociedades.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, Dante Mendes; BISINHA, Rafael. Restrição financeira em empresas com ações negociadas na Bovespa. **Revista Brasileira de Economia**, v. 64, n. 1, p. 25-47, 2010. https://doi.org/10.1590/S0034-71402010000100002

ALMEIDA, Heitor; CAMPELLO, Murillo; WEISBACH, Michael S. The cash flow sensitivity of cash. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1777-1804, 2004. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x

ALEXEEV, Michael; SONG, Yunah. Corruption and product market competition: An empirical investigation. **Journal of Development Economics**, v. 103, p. 154-166, 2013. https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2013.02.010

BOTN, Bjarte Kristoffer; DAHL, Bendik Ebbesvik. **Does a country's corruption level affect the outcome of a corruption scandal? An event study of the effects of a country's level of corruption on firms' cumulative abnormal returns resulting from the news about corruption.** 2015. Master's thesis – Norwegian School of Economics (NHH), Bergen, 2015.

BRAINARD, William C.; TOBIN, James. Pitfalls in financial model building. **The American Economic Review**, v. 58, n. 2, p. 99-122, 1968.

BROWN, Jeremy; LOOSEMORE, Martin. Behavioural factors influencing corrupt action in the Australian construction industry. **Engineering, Construction and Architectural Management**, 2015. https://doi.org/10.1108/ECAM-03-2015-0034

CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial management**, p. 70-74, 1994. https://doi.org/10.2307/3665623

CRESWELL, John W. et al. **Qualitative inquiry and research design:** Choosing among five traditions. 1998.

CLARKE, George RG; XU, Lixin Colin. Privatization, competition, and corruption: how characteristics of bribe takers and payers affect bribes to utilities. **Journal of Public economics**, v. 88, n. 9-10, p. 2067-2097, 2004. https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2003.07.002

COSENZ, Federico; NOTO, Guido. A dynamic simulation approach to frame drivers and implications of corruption practices on firm performance. **European Management Review**, v. 11, n. 3-4, p. 239-257, 2014. https://doi.org/10.1111/emre.12037

CURTI, Filippo; MIHOV, Atanas. Fraud recovery and the quality of country governance. **Journal of Banking & Finance**, v. 87, p. 446-461, 2018. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.11.009

DAVIDSON III, Wallace N.; WORREL, Dan L. The impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns. **Academy of management journal**, v. 31, n. 1, p. 195-200, 1988. https://doi.org/10.5465/256506

DE FREITAS NOGUEIRA, Kênia Genaro; ANGOTTI, Marcello. Os efeitos da divulgação de impactos ambientais: um estudo de eventos em companhias petrolíferas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 16, p. 65-87, 2011. https://doi.org/10.5007/2175-8069.2011v8n16p65

DONADELLI, Michael; FASAN, Marco; MAGNANELLI, Barbara Sveva. The agency problem, financial performance and corruption: Country, industry and firm level perspectives. **European Management Review**, v. 11, n. 3-4, p. 259-272, 2014. https://doi.org/10.1111/emre.12038

DONADELLI, Michael; PERSHA, Lauren. Understanding emerging market equity risk premia: Industries, governance and macroeconomic policy uncertainty. **Research in International Business and Finance**, v. 30, p. 284-309, 2014. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.09.008

DUTRA, Vanessa Rabelo et al. Análise do Investimento em Empresas Brasileiras por Meio do q de Tobin. **Revista Administração em Diálogo-RAD**, v. 20, n. 3, p. 28-45, 2018. https://doi.org/10.23925/2178-0080.2017v20i3.36823

EBELING, Francisco. Variedades de capitalismo e complementaridades institucionais: uma análise da política petrolífera brasileira e da viabilidade do" Projeto Pré-Sal". **Cadernos EBAPE. BR**, v. 14, n. SPE, p. 418-439, 2016. https://doi.org/10.1590/1679-395117001

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **REGE Revista de Gestão**, v. 7, n. 4, 2010.

FISMAN, Raymond; SVENSSON, Jakob. Are corruption and taxation really harmful to growth? Firm level evidence. **Journal of development economics**, v. 83, n. 1, p. 63-75, 2007. https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.09.009

GARCIA, Emerson. A corrupção. Uma visão jurídico-sociológica. **Revista de Direito Administrativo**, v. 233, p. 103-140, 2003.

GAVIRIA, Alejandro. Assessing the effects of corruption and crime on firm performance: evidence from Latin America. **Emerging Markets Review**, v. 3, n. 3, p. 245-268, 2002. https://doi.org/10.1016/S1566-0141(02)00024-9

GARMAISE, Mark J.; LIU, Jun. **Corruption, firm governance, and the cost of capital**. 2005. https://doi.org/10.2139/ssrn.644017

HUNTINGTON, Samuel P. **Political order in changing societies**. Yale University Press, 2006.

IONESCU, Luminiţa et al. The adverse effects of corruption on growth and development. **Economics, Management, and Financial Markets**, v. 9, n. 4, p. 125-130, 2014.

JAIN, Arvind K. Corruption: A review. **Journal of economic surveys**, v. 15, n. 1, p. 71-121, 2001. https://doi.org/10.1111/1467-6419.00133

JIANG, Ting; NIE, Huihua. The stained China miracle: Corruption, regulation, and firm performance. **Economics Letters**, v. 123, n. 3, p. 366-369, 2014. https://doi.org/10.1016/j.econlet.2014.03.026

KAUFMANN, Daniel; KRAAY, Aart; ZOIDO-LOBATÓN, Pablo. **Aggregating governance indicators**. world Bank publications, 1999.

KIMUYU, Peter. Corruption, firm growth and export propensity in Kenya. **International Journal of social economics**, 2007. https://doi.org/10.1108/03068290710726748

KONG, Dongmin; WANG, Li; WANG, Maobin. Effects of anti-corruption on firm performance: evidence from a quasi-natural experiment in China. **Finance Research Letters**, v. 23, p. 190-195, 2017. https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.05.011

LAU, Chi Keung Marco; DEMIR, Ender; BILGIN, Mehmet Huseyin. Experience-based corporate corruption and stock market volatility: Evidence from emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 17, p. 1-13, 2013. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2013.07.002

LEE, Darrell E.; TOMPKINS, James G. A modified version of the Lewellen and Badrinath measure of Tobin's q. **Financial Management**, p. 20-31, 1999. https://doi.org/10.2307/3666114

LEE, Charles MC; NG, David. Corruption and international valuation: does virtue pay?. **The Journal of Investing**, v. 18, n. 4, p. 23-41, 2009. https://doi.org/10.3905/JOI.2009.18.4.023

LEFF, Nathaniel H. Economic development through bureaucratic corruption. **American behavioral scientist**, v. 8, n. 3, p. 8-14, 1964. https://doi.org/10.1177/000276426400800303

LEYS, Colin. What is the Problem about Corruption?. **The Journal of Modern African Studies**, v. 3, n. 2, p. 215-230, 1965. https://doi.org/10.1017/S0022278X00023636

LIN, Chen et al. **Anti-corruption reforms and shareholder valuations: Event study evidence from China**. National Bureau of Economic Research, 2016. https://doi.org/10.3386/w22001

LINDENBERG, Eric B.; ROSS, Stephen A. Tobin's q ratio and industrial organization. **Journal of business**, p. 1-32, 1981. https://doi.org/10.1086/296120

LUO, Yadong. An organizational perspective of corruption. **Management and Organization Review**, v. 1, n. 1, p. 119-154, 2005. https://doi.org/10.1111/j.1740-8784.2004.00006.x

LUO, Jiao; KAUL, Aseem. Private action in public interest: The comparative governance of social issues. **Strategic Management Journal**, v. 40, n. 4, p. 476-502, 2019.

MALTA, Tanira Lessa; DE CAMARGOS, Marcos Antônio. Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. **REGE-Revista de Gestão**, v. 23, n. 1, p. 52-62, 2016. https://doi.org/10.1016/j.rege.2015.09.001

MAURO, Paolo. Corruption and growth. **The quarterly journal of economics**, v. 110, n. 3, p. 681-712, 1995. https://doi.org/10.2307/2946696

MCARTHUR, John et al. **Corruption and firm performance in Africa**. Oxford: University of Oxford, 2002.

MÉON, Pierre-Guillaume; WEILL, Laurent. Is corruption an efficient grease?. **World development**, v. 38, n. 3, p. 244-259, 2010. https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2009.06.004

MIARI, Renata Crosara; DE MESQUITA, José Marcos Carvalho; PARDINI, Daniel Jardim. Eficiência de Mercado e Corrupção Organizacional: Estudo dos Impactos Sobre o Valor dos Acionistas. **Brazilian Business Review**, p. 1, 2015.

NAG, Bodhibrata. Combating corruption in Indian public procurement–Some exploratory case Studies. **The Journal of Institute of Public Enterprise**, v. 38, n. 1&2, 2015.

NGUYEN, Xuan Minh; TRAN, Quoc Trung. Corruption and corporate investment efficiency around the world. **European Journal of Management and Business Economics**, v. 31, n. 4, p. 425-438, 2022.

NOGUEIRA, Igor Vasconcelos; LAMOUNIER, Wagner Moura; COLAUTO, Romualdo Douglas. Q de Tobin e Indicadores Financeiros Tradicionais em Companhias siderúrgicas com ações na Bovespa e NYSE. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 28, n. 3, p. 09-23, 2009.

PADULA, Ana Julia Akaishi; ALBUQUERQUE, Pedro Henrique Melo. Corrupção governamental no mercado de capitais: um estudo acerca da Operação Lava Jato. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 58, n. 4, p. 405-417, 2018. https://doi.org/10.1590/s0034-759020180406

PELLICANI, Aline D. O Impacto da Corrupção nas Decisões de Investimento das Firmas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista Brasileira de Economia**, v. 71, n. 2, p. 195-215, 2017. https://doi.org/10.5935/0034-7140.20170010

PEREIRA, BRUNA LOSADA et al. Tobin pergunta: O que aconteceu com o meu Q. In: **CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**. 2014.

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

REEVES-LATOUR, Maxime; MORSELLI, Carlo. Bid-rigging networks and state-corporate crime in the construction industry. **Social Networks**, v. 51, p. 158-170, 2017. https://doi.org/10.1016/j.socnet.2016.10.003

ROCHA, Leonardo Andrade et al. Corrupção e Crescimento: os impactos da corrupção ponderados pelos diferentes graus de eficiência entre as firmas. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 46, n. 4, p. 783-822, 2016. https://doi.org/10.1590/0101-4161464782lapm

DA SILVA, Andre Luiz Carvalhal; CHIEN, Alisson Chen Yi. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

SHARMA, Chandan; MITRA, Arup. Corruption, governance and firm performance: Evidence from Indian enterprises. **Journal of Policy Modeling**, v. 37, n. 5, p. 835-851, 2015.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Corruption. **The quarterly journal of economics**, v. 108, n. 3, p. 599-617, 1993.

WANG, Yuanyuan; YOU, Jing. Corruption and firm growth: Evidence from China. **China Economic Review**, v. 23, n. 2, p. 415-433, 2012.

WARREN, Mark E. Political corruption as duplicitous exclusion. **PS: Political Science and Politics**, v. 39, n. 4, p. 803-807, 2006.

ZHOU, Fangzhao et al. Delisting pressure, executive compensation, and corporate fraud: Evidence from China. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 48, p. 17-34, 2018. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.01.003