

EFEITO DO CONTROLE DE CORRUPÇÃO NO DESEMPENHO FINANCEIRO E VALOR DE MERCADO: ANÁLISE MULTINÍVEL EM EMPRESAS LATINO-AMERICANAS

EFFECT OF CORRUPTION CONTROL ON FINANCIAL PERFORMANCE AND MARKET VALUE: A MULTILEVEL ANALYSIS OF LATIN AMERICAN COMPANIES

EDSON CARLOS CORDEIRO JÚNIOR¹

Universidade Federal de Uberlândia

● <https://orcid.org/0000-0001-9908-909X>

edsoncarloscj@gmail.com

LUCIANA CARVALHO

Universidade Federal de Uberlândia

● <https://orcid.org/0000-0001-9645-8718>

lucarvalho@ufu.br

LÍVIA BONONI PAIVA TOMAZ

Universidade Federal do Triângulo Mineiro

● <https://orcid.org/0000-0002-8798-078X>

liviabpt@gmail.com

RESUMO

O interesse das organizações tem se voltado para o desempenho e o valor de mercado, como demonstram recentes estudos nacionais e internacionais. Outro ponto de destaque é o impacto da corrupção no ambiente organizacional. Esta preocupação deriva, principalmente, das recentes descobertas de crimes envolvendo grandes empresas e o mais alto escalão dos governos. Este trabalho procura estabelecer uma relação entre estas duas temáticas. Por esse motivo, este estudo pretende explicar como se comportam o desempenho financeiro e o valor de mercado das empresas dependendo do nível país de controle de corrupção. O nível país de controle de corrupção utilizado será a métrica do Banco Mundial, que estabelece uma espécie de ranking de corrupção dos países. A amostra será composta pelos países da América Latina, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, Jamaica, México e Peru, no período de 2012 a 2022. Para concretizar o objetivo desta pesquisa, foi utilizado o Modelo Linear Multinível, que possibilita o alinhamento de variáveis em diferentes níveis. Neste caso, nível país e nível empresa. Os resultados sugerem uma relação positiva significativa entre desempenho, valor de mercado e controle de corrupção dos países, indicando que a corrupção pode ser uma espécie de areia nas engrenagens das organizações. Isso indica que, conforme os países conseguem controlar e principalmente diminuir seus níveis de corrupção, melhores são os desempenhos financeiros e valor de mercado das empresas situadas em países da América Latina. Como sugestão de pesquisas futuras propõe-se

Editado em português e inglês. Versão original em português.

¹ **Endereço para correspondência:** Av. João Naves de Ávila, 2121 - 1F | Santa Mônica | 38408-100 | Uberlândia/MG | Brasil.

Recebido em 29/04/2024. **Revisado em** 07/06/2024. **Aceito em** 29/08/2024 pelo Prof. Dr. Rogério João Lunkes (Editor-Chefe). **Publicado em** 20/09/2024.

Copyright © 2024 RCCC. Todos os direitos reservados. É permitida a citação de parte de artigos sem autorização prévia, desde que identificada a fonte.

que o mesmo método de análise seja realizado em outras regiões, comparando desempenho e valor de mercado, a fim de compreender melhor os aspectos da corrupção global.

Palavras-chave: Desempenho. Valor de mercado. Controle de Corrupção. América Latina. Regressão multinível.

ABSTRACT

Organizations have increasingly focused on performance and market value, as demonstrated by recent national and international studies. Another notable point is the impact of corruption on the organizational environment. This concern primarily arises from recent discoveries of crimes involving major companies and the highest levels of government. This work aims to establish a relationship between these two themes. For this reason, this study intends to explain how financial performance and market value of companies behave depending on the country-level control of corruption. The country-level corruption control used will be the World Bank metric, which establishes a kind of corruption ranking for countries. The sample will consist of Latin American countries: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Jamaica, Mexico, and Peru, covering the period from 2012 to 2022. To achieve the objective of this research, the Multilevel Linear Model was used, which allows for the alignment of variables at different levels, in this case, country level and company level. The results suggest a significant positive relationship between performance, market value, and country-level corruption control, indicating that corruption can act as a sort of sand in the gears of organizations. This suggests that as countries manage to control and primarily reduce their levels of corruption, the financial performance and market value of companies located in Latin American countries improve. As a suggestion for future research, it is proposed that the same analytical method be applied in other regions, comparing performance and market value to better understand global corruption aspects.

Keywords: Performance. Market value. Corruption control. Latin America. Multilevel regression.

1 INTRODUÇÃO

A frequência de escândalos envolvendo a conduta empresarial tem crescido consideravelmente, especialmente em economias em desenvolvimento. De acordo com a Organização não Governamental Transparência Internacional (2023), 72% das empresas em tais economias relataram ter sido vítimas de corrupção em 2023, um aumento de 15% em relação a 2020. Essa problemática está relacionada às frágeis gestões de risco e sistemas de governança corporativa instituídos nas empresas e nos países (Gaviria, 2002; Donadelli et al., 2014; Xiao et al., 2017; Song & Han, 2017).

Os crimes corporativos assumem uma multiplicidade de definições e contextos, intrinsecamente relacionados aos seus impactos nas sociedades e economias. A compreensão dessa temática exige a análise dos diversos conceitos e abordagens que se associam ao crime organizacional e suas nuances nos cenários moral, político e social (Shleifer & Vishny, 1993; Mauro, 1995). Para Weissmann e Block (2007), o crime corporativo é um conjunto abrangente de atos ilegais, incluindo fraudes *on-line*, evasão fiscal, *insider trading*, suborno, lavagem de dinheiro e peculato, entre outros, enquanto corrupção é o abuso de poder público por agentes públicos ou privados em troca de vantagens indevidas, violando princípios da probidade e da impessoalidade. A corrupção é um processo multidimensional, um fenômeno causado por uma combinação de fatores econômicos, políticos e sociais (Xiao et al., 2017).

Para fins desta pesquisa, será utilizado o conceito de corrupção de Weissmann e Block (2007), como sendo o abuso de poder público em troca de vantagens indevidas. Em princípio, cabe explicar que o debate científico sobre o impacto da corrupção nas organizações ocorre há décadas.

Fisman e Svensson (2007) destacam que a corrupção gera ineficiência de investimentos, uma vez que parte dos recursos é destinada a instituições e funcionários públicos corrompidos por meio de pagamentos de propinas, o que aumenta o custo dos produtos e serviços públicos necessários à atividade empresarial. A corrupção impacta negativamente no desempenho das empresas e diminui a produtividade (McArthur, 2002); altera o crescimento e a lucratividade de países e empresas, é um flagrante prejuízo para os “*stakeholders*” (Garmaise & Liú, 2005). Neste sentido, a corrupção funciona como uma espécie de “areia” ou “ferrugem” que emperram e corroem as engrenagens da economia (Murphy et al., 1993; Fisman, 2001; Zeume, 2016).

Ainda que pareça unânime o impacto negativo da corrupção, desde a década de 60 algumas pesquisas questionam o caráter maléfico do crime e apresentam a hipótese de que a corrupção tenha pontos positivos. Autores como Nathaniel Leff (1964), Leys (1965) e Anechiarico e Jacobs (1996) defendem que a corrupção pode ser benéfica, funcionando como um “lubrificante” que facilita o funcionamento da economia. Para eles, os benefícios do crime superam os custos (Méon & Weill, 2010; Warren, 2006).

Este caráter dubio ocorre pela dificuldade de percepção quanto aos impactos da corrupção nos diferentes mercados e organizações, principalmente ao utilizar o desempenho econômico como ponto de análise, pois este pode ser tanto positivo quanto negativo (Bak, 2020). A relevância deste estudo reside na importância de uma análise mais abrangente dos efeitos do crime corporativo no desempenho organizacional (Song & Han, 2017). De todas as questões que as administrações organizacionais enfrentam, a atividade corporativa antiética é uma das mais significativas em termos de seu potencial impacto negativo e também um dos mais difíceis de abordar adequadamente (Schwartz, 2013).

A corrupção funciona como um “imposto”; traz consigo as incertezas e os riscos sobre acontecimentos futuros, atingindo a decisão de investimento das empresas (Fisman & Svensson 2007; Pellicani, 2017), por consequência afeta o desempenho e valor de mercado das empresas (Donadelli et al., 2014; Dong et al., 2022).

Existe uma relação entre corrupção e desempenho financeiro, em especial o Retorno sobre Ativos (ROA), indicador que mede a eficiência operacional da empresa na geração de lucros a partir de seus ativos (Damodaran, 2009). Na literatura não há consenso se esta relação é positiva ou negativa, e os resultados variam a depender dos países e cenários objetos de análise. A corrupção afeta negativamente as empresas não financeiras na Nigéria (Ojeka et al., 2019). Por outro lado, nos Estados Unidos, empresas situadas em localidades com problema de corrupção apresentam melhor desempenho financeiro do que em estados que apresentam melhor controle de corrupção (Willcott, 2018). Na Índia, bancos públicos possuem melhores resultados em localidades com menor controle de corrupção (Sharma & Verma, 2017). Essa dicotomia entre corrupção e desempenho financeiro pode ser considerada lucrativa ou prejudicial a depender do país, região e localidade de estudo.

Essa divisão quanto aos efeitos da corrupção sobre as organizações também ocorre com o valor de mercado. A relação entre a quantidade de ações e o valor destas ações pode ser afetada pelo aumento da corrupção e pela concorrência no setor de análise (Varvarigos & Stathopoulou, 2023). A pesquisa de Mai (2020) indica que a corrupção tem impacto significativo na capitalização de mercado e na liquidez em países emergentes, mas não é significativo em países desenvolvidos. Empresas com melhores práticas anticorrupção apresentam flutuações significativas no valor de mercado, enquanto empresas com menores práticas não apresentam tais impactos (Cardoni et al. 2024).

Diante desse cenário, questiona-se: qual a relação entre o controle da corrupção em nível de país e o desempenho financeiro e valor de mercado das empresas na América Latina? No âmbito empresarial, a corrupção gera custos e riscos, impactando o desempenho e valor das empresas (Ashfort et al., 2008). Este estudo analisa os países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile,

Colômbia, Costa Rica, Equador, Jamaica, México e Peru), pois, além de possuírem a economia em desenvolvimento, apresentam baixos índices de percepção da corrupção, segundo a ONG Transparência Internacional (2023). A literatura trata a corrupção como um problema sistêmico que afeta negativamente o desenvolvimento econômico e social da América Latina (Mauro, 1995; Kaufmann et al., 2010; Lambsdorff & Taube, 2004). Além disso, estes países foram escolhidos por terem melhor representatividade e quantidade de dados secundários disponíveis na base de dados da Refinitiv Eikon. Dessa forma, o objetivo do artigo é investigar se as empresas existentes nos mercados de capitais destes países possuem desempenho financeiro e valor de mercado prejudicados em razão do baixo controle de corrupção, utilizando a métrica controle de corrupção divulgado pelo Banco Mundial.

A pesquisa tem como objetivo investigar a relação entre o controle da corrupção e o desempenho financeiro das empresas na América Latina, utilizando indicadores como ROA e valor de mercado. Pretende-se avaliar como estes indicadores se comportam em regiões reconhecidamente com pouco controle de corrupção. Ao aprofundar a compreensão sobre os impactos da corrupção, espera-se contribuir com o debate quanto à melhoria do ambiente de negócios na América Latina, promovendo transparência e competitividade para a região.

A análise compreende o período de 2012 a 2022. O termo inicial foi escolhido por ser o ano em que todos os países eleitos para a amostra adotaram pelo menos parte das orientações da *International Financial Reporting Standards* (IFRS) - normas de operacionalização para internacionalização da contabilidade (Camfferman; Zeff, 2007), determinando a disponibilidade de dados adequada para a pesquisa. O termo final foi escolhido por 2022 ser o último ano de divulgação do índice mundial de governança (WGI) disponibilizado pelo Banco Mundial durante a realização desta pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A corrupção desvia recursos que poderiam ser utilizados em investimentos úteis para aumentar a produtividade. O gasto com a corrupção afeta a tomada de decisões nas empresas (Shleifer & Vishny, 1993; Mauro, 1995). É um problema que coloca em risco as empresas, pois danifica reputações, marca e moral de organizações e países (Del Bosco & Misani, 2011). A corrupção causa efeitos que impactam a confiança dos investidores e restringem o crescimento econômico da sociedade a ponto de ocasionar sérios problemas como: queda no investimento direto estrangeiro e aumento da desigualdade de renda (Zhang, 2012). Causa impacto negativo no retorno das ações, sendo um dos principais obstáculos para o desenvolvimento do mercado de ações (Ahmed, 2020).

A ineficiência no direcionamento de investimentos é um dos principais problemas, com recursos desviados para alimentar a máquina da corrupção por meio de propinas e outros mecanismos escusos (Fisman & Svensson, 2007). Essa prática eleva artificialmente os custos dos produtos e serviços públicos essenciais para a atividade empresarial, onerando as empresas e impactando negativamente sua competitividade. A corrupção está diretamente relacionada ao baixo crescimento e à menor lucratividade das empresas (Garmaise & Liu, 2005).

O envolvimento de empresas em escândalos de corrupção afeta sua reputação, o que se traduz em perda de confiança por parte dos consumidores, investidores e parceiros. Essa má imagem se reflete diretamente no valor de mercado das empresas, que podem sofrer quedas bruscas e enfrentar dificuldades para levantar capital para novos investimentos (Del Bosco & Misani, 2021). A percepção de um alto nível de corrupção em um país ou setor pode levar as empresas a reavaliarem seus investimentos, optando por direcioná-los para locais mais seguros e com melhores perspectivas de retorno. Isso impacta negativamente o valor das empresas, que podem ser menos atrativas para os investidores em um mercado corrompido (Djankov et al., 2020). A relação entre corrupção e valor de mercado das empresas é complexa e multifacetada, mas estudos

demonstram que existe uma associação negativa entre os dois elementos, mesmo após considerar outros fatores relevantes (Levine, 2019; Rose-Ackerman, 2022).

A teoria apresentada por McArthur (2002) e Garmaise & Liú (2005) destaca que a corrupção pode exercer fortes efeitos nos mercados financeiros. Isso é consistente com os recentes estudos que esclarecem que maiores níveis de corrupção em um país estão associados ao maior custo de financiamento, o que afetaria a decisão de investimento e diminuiria o desempenho, pois parte da lucratividade seria desviada para o pagamento da corrupção (Pellicani, 2017). É um fato que, em ambientes onde há corrupção, os mercados tendem a funcionar de maneira ineficiente. Nesses contextos, é provável que apenas as empresas dispostas a “lubrificarem as engrenagens da burocracia” consigam ter um melhor desempenho em nível de firma (Fisman, 2001; Lin et al., 2016).

A literatura apresentada até aqui demonstra que corrupção e desempenho financeiro podem estar relacionados à regionalidade, ou seja, é possível que países com características distintas sintam os impactos da corrupção de maneiras diferentes. A proteção legal local para investidores pode afetar positiva ou negativamente a corrupção destas localidades (Dong et al., 2022).

Em um estudo de empresas em países desenvolvidos, Donadelli et al. (2014) utilizam a regressão para relacionar o problema de agência, o desempenho financeiro e a corrupção na Austrália, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos. Os resultados revelaram que a corrupção acarreta impactos negativos nos retornos das ações; ainda expressam resultados consistentes para a sensibilidade da corrupção entre determinados setores de produção. Na Europa, Charron et al. (2016) relacionam a corrupção e a meritocracia em carreiras públicas; concluem que os riscos de corrupção são, de fato, significativamente menores quando os incentivos à carreira dos burocratas seguem exclusivamente os critérios profissionais.

Liew e Stevens (1996) explicam que em mercados emergentes com altos níveis de corrupção apresentam maior prêmio de risco, resultando em retornos médios mais elevados para compensar os investidores pelo risco adicional. As reações do mercado de ações sobre as notícias de corrupção em uma determinada empresa são negativas, independentemente do nível de corrupção do país (Botn & Dahl, 2015). Os altos níveis de corrupção no setor público influenciam negativamente o preço das ações das companhias de capital aberto (Porta et al., 1998).

Habib e Zurawicki (2002) ficam intrigados e procuram explicar os motivos que fazem China, Brasil, Tailândia e México atraírem grandes fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE), apesar de sua percepção de alta corrupção. Os resultados dos autores confirmam os estudos de Shleifer e Vishny (1993), que sugerem que o IDE é reduzido pela corrupção. Os países investidores evitam a corrupção, pois a entendem como um erro que pode criar ineficiências operacionais. Gaviria (2002), em estudo com foco na América Latina, encontra resultados que relacionam os efeitos negativos da corrupção com as vendas, investimento e crescimento das empresas. Na África, McArthur (2002) encontra resultados robustos para afirmar que a corrupção corrói mais da metade da produtividade das empresas.

Na Nigéria, a percepção da corrupção e a má qualidade institucional estão negativamente associadas ao desempenho das empresas, conforme evidenciado pelo menor valor de mercado (Q de Tobin) e pelo desempenho contábil (ROA) (Ojeka et al., 2019). Na Ásia Oriental e no Pacífico, a corrupção tem uma relação complexa com o desenvolvimento do mercado de ações, afetando positivamente a capitalização de mercado e a liquidez em mercados subdesenvolvidos, mas não influenciando significativamente os mercados desenvolvidos (Mai, 2020).

No Brasil, Pellicani (2017) investigou como a corrupção afeta as decisões de investimento de organizações brasileiras de capital aberto e concluiu que a corrupção no nível país prejudica a tomada de decisão de investimento das empresas brasileiras. Araújo et al., (2018), em pesquisa sobre os efeitos da divulgação da Operação Lava Jato no valor de mercado, explicam que a divulgação de eventos de corrupção é mais relevante do que a divulgação de eventos obrigatórios.

Os resultados apontam que a publicização de atos de corrupção causa efeitos negativos sobre o retorno acumulado.

Após todos os argumentos teóricos e as evidências empíricas sobre a temática conclui-se que a corrupção reduz substancialmente o investimento, afetando desempenho financeiro e o valor de mercado das empresas e, conseqüentemente, a competitividade das firmas, independente se a empresa atua em países com elevado nível de corrupção ou não. Nesse sentido, formulam-se as seguintes hipóteses de estudo:

H1. Existe uma relação positiva entre o nível de controle de corrupção em um país e o desempenho das empresas situadas nesse país.

H2. Existe uma relação positiva entre o nível de controle de corrupção em um país e o valor de mercado das empresas situadas neste país.

Para respaldar as hipóteses de pesquisa apresenta-se a seguir a Tabela 1 com as principais pesquisas que explicam o efeito da corrupção nas finanças empresariais em diferentes países nas últimas duas décadas.

Tabela 1
Contribuições do debate empírico

Ano	Autor	Objetivos	Método Econométrico	Resultado
2002	Habbib & Zurawicki	Examinar se o nível país de corrupção afeta o investimento direto estrangeiro (IDE).	Regressão OLS e Probit	A corrupção é um sério problema para o investimento estrangeiro.
2002	Gaviría	Analisar se corrupção e crime afetam as vendas, crescimento do investimento e do emprego no nível da empresa.	Regressão Probit	Conclui que corrupção e crime reduzem substancialmente o crescimento das vendas.
2002	McArthur	Investigar empiricamente a importância da corrupção sobre o desempenho da empresa na África, relacionando ao local e a produtividade por trabalhador.	Regressão dados em painel	As empresas que operam em economias onde há excesso de subornos possuem, em média, apenas um terço da produtividade de suas empresas que operam livres de subornos.
2005	Garmaise & Liu	Relacionar o valor Beta com a corrupção das empresas.	Regressão OLS	Os resultados sugerem que a corrupção aumenta o custo de fazer negócios, e pode ter impactos de longo prazo na competitividade e no crescimento das empresas.
2007	Fisman & Svensson	Estudar se existe nas empresas de Uganda, relação entre o suborno, imposto e crescimento da empresa.	Regressão OLS	Comprovam que existe uma relação forte, robusta e negativa entre as taxas de suborno e as taxas de crescimento de curto prazo das firmas ugandenses.
2014	Donadelli et al.	Estudar a relação entre governança corporativa e o desempenho financeiro, utilizando uma perspectiva, país e setores.	Regressão OLS	Em nível país encontra-se que corrupção tem (em média) um impacto negativo nos retornos das ações.

2017	Pellicani	Investigar como a corrupção afeta as decisões de investimento de firmas brasileiras de capital aberto.	Regressão dados em painel	Os resultados mostram que a corrupção torna a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa fortemente negativa.
2018	Curti Mihov &	Analisar a recuperação de fraude e a qualidade da governança do país.	Regressão OLS	Conclui que as características de governança do país podem ter um impacto significativo nos resultados de perda relacionados à fraude.
2018	Araújo et al.	Identificar os efeitos causados pela divulgação de eventos de corrupção sobre o valor de mercado das empresas listadas na Bolsa de Valores brasileira, especialmente relacionados à Operação Lava Jato.	Estudos de eventos	Os resultados indicam que a Operação Lava Jato causou impacto negativo nas empresas envolvidas, efeito positivo nas do mesmo segmento e não afetou as não envolvidas.
2019	Ojeka et al.	Analisar a relação entre percepção de corrupção, qualidade institucional e desempenho de empresas listadas na Nigéria.	Regressão múltipla	Percepção de corrupção elevada está associada a menor desempenho das empresas; Qualidade institucional robusta está associada a melhor performance empresarial.
2020	Mai	Investigar a relação entre corrupção e desenvolvimento do mercado de ações em países da Ásia-Pacífico (EAP).	Regressão de painel com dados	Corrupção está negativamente associada ao desenvolvimento do mercado de ações.
2022	Dong et al.	Investigar o efeito da corrupção local na política de dividendos corporativos, tanto teoricamente quanto empiricamente.	Regressão com dados em painel	A pesquisa revela que a corrupção local afeta negativamente os dividendos corporativos, especialmente em empresas estatais e regiões com ambiente legal mais sólido.

As pesquisas comprovam que a corrupção acarreta em redução do investimento (Pellicani, 2017; Fisman & Svensson, 2007), impacta negativamente no desempenho financeiro (Garmaise & Liu 2005; Donadelli et al., 2014) e valor de mercado (Liew & Stevens, 1996; Araújo et al., 2018). A seguir, organizam-se as etapas metodológicas para alcançar o objetivo proposto pela pesquisa. Sobre o método escolhido, é importante ressaltar que nenhuma das pesquisas citadas utilizou a regressão multinível, um indicativo da originalidade desta pesquisa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo tem como objetivo analisar a relação entre o nível de corrupção em países da América Latina e o desempenho financeiro e valor de mercado das principais empresas presentes nestes países, utilizando uma abordagem quantitativa. A seguir é apresentado o planejamento para alcance destes objetivos.

3.1 Fontes e dados da amostra

Sobre a amostra, esta pesquisa estuda os mercados dos países da América Latina. Neste contexto, foram escolhidos os países com a melhor qualidade de dados para participar desta pesquisa: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, Jamaica, México e Peru, no período de 2012 a 2022. Os dados foram coletados pela plataforma de informações financeiras da Refinitiv Eikon, obtidas em dólar, para uniformização dos números. As firmas do setor financeiro e de fundos de investimento foram excluídas da análise, pois suas atividades financeiras, operacionais e de investimento diferem dos demais setores. Destaca-se que os países objeto de análise não adotam integralmente a IFRS durante todo o período de análise, o que dificulta a comparabilidade e utilização de um quantitativo maior de variáveis de controle.

As firmas com receita líquida operacional negativa, com informações faltantes a respeito do ativo permanente, desempenho e demais variáveis de controle foram retiradas da amostra. Conforme as orientações da pesquisa de Almeida, Campello e Weisbach (2004) para mitigar o impacto de observações com valores atípicos (*outliers*), adotou-se a metodologia de winsorização em 2,5%, em ambas as caudas, para corrigir os *outliers*, que foram identificados por gráficos boxplot nas variáveis dependentes e de controle desta pesquisa.

3.2 Medida de corrupção

Corrupção é a principal variável deste estudo, porém, é de difícil constatação. Corruptos e corruptores tendem a esconder seus vestígios. Para este estudo seria necessário um instrumento objetivo de quantificação do crime ao nível de firma, mas esse tipo de métrica ainda não foi idealizado pela literatura.

Por essa razão, para mensurar a corrupção nos países objeto deste estudo será feito como em Pellicani (2017), Donadelli et al. (2014) e Ahmed (2020): o índice de controle de corrupção de Kauffmann, Kraay e Zoido-Lobaton (KKZ), usado pelo Banco Mundial para compor o índice mundial de governança — *Worldwide Governance Indicator* (WGI). Essa medida capta a percepção dos entrevistados de como o poder público é utilizado para obter benefícios privados, e como agentes podem fazer o dinheiro público favorecer interesses privados (Pellicani, 2017).

Este índice é formado por 194 medidas diferentes, extraídas de 17 fontes diversas de dados de governança construídos por 15 organizações, incluindo indicadores. É capaz de abranger a percepção de especialistas da área e outros órgãos empresariais, mensurando o grau de corrupção em determinados países, assim como as condições políticas para estabilização dos negócios empresariais e a eficácia da prestação dos serviços, principalmente serviços públicos. O índice KKZ de corrupção utiliza uma classificação percentual entre todos os países - varia de 0 (mais baixa) a 100 (mais alta classificação). Valores elevados para a porcentagem do índice em um determinado país significam que o país é pouco corrupto e bem governado.

3.3 Análise e tratamento de dados

Ressalta-se a necessidade de análise quanto a estatísticas descritivas das variáveis dos modelos (M1 ROA) e (M2 VMERCADO), com interesse de relacioná-los com o índice de corrupção proposto pelo Banco Mundial. Hair Jr. et al. (2005) destacam a importância da estatística descritiva na pesquisa, pois ela permite resumir e apresentar dados de forma eficiente, facilitando a compreensão e análise dos resultados.

O desempenho de uma empresa pode ser estudado sob diversas perspectivas. O método quantitativo que utiliza o modelo de regressão linear é uma das técnicas estatísticas mais usadas para investigar a rentabilidade e sua relação entre as variáveis para explicar o desempenho. Para Moori et al. (2008), não é possível, através dos dados coletados submetidos à regressão linear, tirar conclusões sobre o comportamento individual das variáveis, mesmo observando uma estrutura hierárquica na população de onde foram recolhidos.

Por esse motivo, optou-se pela utilização do modelo de regressão multinível, tratando o intercepto e os coeficientes de inclinação como variáveis aleatórias. Desta forma, o modelo permite a variabilidade das estimativas entre os grupos. A Regressão Multinível Linear, também denominada Regressão Hierárquica Linear, utiliza especificamente um modelo de efeitos fixos para componentes de variância (Laros & Marciano, 2008).

Este método propõe decompor a variância do intercepto em diferentes componentes de variância conforme o nível hierárquico, ou seja, o modelo adota que o intercepto nível de corrupção, como explica Laros e Marciano (2008), varia entre os países da América Latina, mesmo quando os coeficientes de regressão desempenho, decisão de investimento e variáveis de controle se mantêm fixos.

A escolha do modelo Hair Jr. et al. (2005) e Laros e Marciano (2008) indica que quando as amostras podem ser separadas em níveis, deve-se optar pelo modelo Regressão multinível. Esse tipo de regressão, segundo Laros e Marciano (2008), torna corretos os erros padrão, intervalos de confiança e testes de hipótese, além de permitir investigar efeitos individuais e efeitos contextuais, assim como permite acomodar a correlação intragrupo e modelar complexas estruturas de variância.

Os modelos hierárquicos possuem a estrutura de agrupamento de dados com algumas vantagens: (a) são modelos bem estruturados que podem apresentar uma equação para cada país, o que permite análises individuais para cada grupo; (b) o tipo de agrupamento dos dados permite testar os efeitos entre os níveis; e (c) possibilita respostas em cada nível país. Para esse artigo foi utilizado o Modelo Linear Hierárquico, da mesma forma que em Kayo e Kimura (2011). Para o alinhamento foi feita a mesma divisão dos autores: o primeiro nível foi composto pela variável tempo, o segundo pelas variáveis específicas da firma, e o terceiro pelas variáveis ao nível de país (3). Finalmente, ressalta-se que os dados estão em formato de painel balanceado.

Além da estimativa de parâmetros, foi necessário relatar as estatísticas de ajuste do modelo. Por essa razão, foram feitos testes de variância AIC (Informações sobre o Akaike Critério de Informação Bayesiano) e BIC (Critério de Informação Bayesiano), que fornecem informações necessárias para comparar os diferentes modelos.

Para análise será utilizado painel balanceado. Desta forma, pretende-se melhorar significativamente a confiabilidade dos dados ao proporcionar um conjunto completo e estruturado para análise. Esta completude permite uma representação mais precisa de tendências e padrões ao longo do tempo, reduzindo incertezas nos resultados previstos, sendo indicativo de maior eficiência estatística (Son et al., 2021).

3.4 Descrição das Variáveis

Para testar as hipóteses de pesquisa são utilizadas as variáveis dependentes de desempenho (ROA e Valor de mercado), a variável independente (nível país de corrupção) e as variáveis de controle (tamanho e endividamento) na tentativa de explicar o quanto o controle de corrupção influencia o desempenho e o valor de mercado das empresas.

Para atender aos objetivos do estudo e o uso da metodologia proposta, deve-se compreender que os resultados da regressão explicam a dependência de uma variável em relação a uma ou outras variáveis independentes e explicativas, com o propósito de prever a relação entre essas variáveis na tentativa de explicar o fenômeno. Seria o caso, por exemplo, deste artigo, ao tentar explicar os impactos da corrupção no desempenho e valor de mercado das empresas presentes em países na América Latina.

Na Tabela 2 encontram-se as variáveis dependentes, independentes e de controle que compõem este modelo, relativas às empresas da América Latina objeto de estudo deste artigo.

Tabela 2

Descrições das variáveis do estudo

Variáveis	Formas de mensuração	Estudos Base
Dependente (M1)	Desempenho	
ROA	Retorno sobre o capital próprio	Donadelli et al. (2014); Zhou, Zhang, Yang, Su, An (2018)
Dependente (M2)	Valor de Mercado	
VMERCADO	Valor da Empresa = Capitalização de Mercado + Valor da Dívida Líquida	Araújo et al., (2018); Dong et al. (2022)
Independente	Nível de Controle de Corrupção	
RCORRUP	Controle de Corrupção (Banco Mundial)	Sinal Esperado + Pellicani (2017); Donadelli et al. (2014)
Independentes	Variáveis de Controle	
ENDIV	Endividamento: Dívida Total	Sinal Esperado - Donadelli et al. (2014); Pellicani (2017)
TAM	Tamanho (Lndoativo)	Sinal Esperado + Pellicani (2017); Zhou et al. (2018)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Laros e Marciano (2008) alertam que há possível problema de se utilizar a regressão múltipla em algumas pesquisas, como, por exemplo, nas ciências sociais e humanas e que, normalmente, os dados são coletados com pessoas agrupadas em *clusters*, o que não ocorre neste estudo, pois os dados foram coletados de vários países, cada um com diferentes estruturas e legislações de mercado. Para resolver esta questão, este artigo ajustou modelos de componentes de variância, considerando dois níveis: nível empresa e nível país.

A regressão multinível é baseada no componente de variância que consiste em decompor a variância do intercepto em componentes distintos de variância para cada nível hierárquico, isto é, o modelo assume que o intercepto varia entre os países, ainda que os coeficientes sejam considerados fixos. Esta pesquisa pretende, assim, identificar o impacto da corrupção país no desempenho e decisão de investimento das empresas em alguns países da América Latina.

3.5 Operacionalização das variáveis

Este trabalho investiga se o desempenho financeiro e a decisão de investimento das firmas são impactados ao logo do tempo pelo nível país de corrupção. Para concluir este objetivo será utilizado o modelo de regressão linear hierárquico também denominado de multinível ou modelo de efeitos mistos.

Quanto à escolha do modelo, quando a amostra pode ser separada em níveis, deve-se optar pelo modelo Regressão Hierárquica (Hair et al., 2005; Laros & Marciano, 2008; Fávero, 2010). A regressão hierárquica permite investigar efeitos individuais fixos e efeitos contextuais aleatórios (Fávero, 2010). Este método propõe decompor a variância do intercepto em diferentes componentes de variância consoante o nível hierárquico, ou seja, o modelo adota que o intercepto varia segundo o nível objeto deste estudo (Laros & Marciano, 2008).

Para esse artigo, a coleta de dados foi executada sobre dois níveis: o primeiro são as empresas e o segundo os países. Cada empresa é representada pelo índice *i* e, o índice *j* representa cada país do estudo. Suponha que *x* represente uma variável ao nível de empresas e *w* uma variável ao nível país. Para Fávero (2010), o modelo multinível, então, terá a seguinte expressão geral:

$$y_{ij} = \beta_0j + \beta_1j x_{ij} + e_{ij}$$

$$\beta_{0j} = \gamma_{00} + \gamma_{01} w_j + u_{0j} \quad (1)$$

$$\beta_{0j} = \gamma_{10} + \gamma_{11} w_j + u_{1j} \quad (2)$$

$$\beta_{0j} = \gamma_{10} + \gamma_{11} w_j + u_{1j} \quad (3)$$

Substituindo (2) e (3) em (1) obtém-se:

$$y_{ij} = \gamma_{00} + \gamma_{10} x_{ij} + \gamma_{01} w_j + \gamma_{11} w_j x_{ij} + u_{1j} x_{ij} + u_{0j} + e_{ij} \quad (4)$$

No modelo acima, assim como Fávero (2010), é possível verificar a alteração de β para γ , para identificar os coeficientes do modelo, devido sua interpretação multinível. Assim, y_{ij} representa a proficiência média da i -ésima empresa do j -ésimo país; β_{0j} é o intercepto geral do modelo, sendo definido como variável aleatória; β_{1j} é o coeficiente de inclinação associado à variável x .

Modelo Nulo (0): O modelo nulo, assim chamado porque não tem variáveis explicativas, é particularmente importante no estudo da distribuição da variância total da variável resposta, substituindo γ , pelas variáveis de (ROA e Valor de Mercado) pelos níveis de agrupamento. Foi especificado como modelo adaptado de Moori et al. (2008).

Modelo nulo (Modelo 1): ausência de variáveis independentes:

$$ROA_{ij} = u_{0j} + e_{ij} \quad (5)$$

Modelo nulo (Modelo 2): ausência de variáveis independentes:

$$VMERCADO_{ij} = u_{0j} + e_{ij} \quad (6)$$

Modelo Completo (Modelo 1) Tratou do Modelo Nulo (0) com inserção da variável ANO no nível 1, como:

$$ROA_{ij} = \pi_{0j} + \pi_{1j} * ANO + CONTROLE + RCORRUP e_{ij} \quad (7)$$

Modelo Completo (Modelo 2) Tratou do Modelo Nulo (0) com inserção da variável ANO no nível 1, como:

$$VMERCADO_{ij} = \pi_{0j} + \pi_{1j} * ANO + CONTROLE + RCORRUP e_{ij} \quad (8)$$

Para Fávero (2010), a estimação dos efeitos firma e países requer um modelo de dois níveis, com j países no nível 2 e i firmas no nível 1. Neste caso, cada unidade de firma i está alinhada com cada j país.

Para testar os ajustes do modelo, foram empregados testes de correlação intraclasse para pares de respostas em cada nível aninhado do modelo. As correlações intraclasse estão disponíveis para modelos de interceptação aleatória ou para modelos de coeficiente aleatório condicionais com covariáveis de efeitos aleatórios iguais a 0. Quanto maior o seu valor, maior a proporção da variância que é devida ao segundo nível. Estes resultados confirmam a escolha do modelo multinível frente o modelo de regressão clássico.

4 RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

Na Tabela 3 buscou-se descrever o resumo estatístico do Nível de Corrupção atribuído aos países objeto da pesquisa, obtidos através dos Indicadores Mundiais de Governança (WGI), que são um conjunto de dados de pesquisa que resume os pontos de vista sobre a qualidade da governança fornecida por inúmeros entrevistados de empresas, cidadãos e especialistas em países em desenvolvimento. Esses dados são coletados de diversos institutos de pesquisa, organizações não governamentais, organizações internacionais e empresas do setor privado.

A seguir estão dispostas as estatísticas descritivas do nível de controle de corrupção para cada um dos 10 países objeto de análise desta pesquisa. Assim pode-se inferir quais países são melhor posicionados quanto ao índice controle de corrupção.

Tabela 3

Estatísticas descritivas Nível de Corrupção WGI (Banco Mundial) por país

Variáveis do Nível 1 (país, controle de corrupção)					
País	Obs	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Argentina	698	42,90	6.578	33,81	53,81
Bolívia	128	22,86	2.913	20,48	26,62
Brasil	2.346	40,70	7.493	32,08	56,40
Chile	1.420	84,11	4.175	80,48	91,00
Colômbia	442	42,06	1.771	40,28	46,19
Costa Rica	42	69,98	3.666	64,29	75,00
Equador	8	31,15	2.030	29,52	34,76
Jamaica	270	50,99	2.626	47,14	54,25
México	1.199	21,35	6.743	16,19	37,91
Peru	946	33,69	5.503	22,17	43,13

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas. Esta tabela reporta a distribuição amostral nível de combate da corrupção por país entre 0, o menor nível, e 100, o maior nível de controle da corrupção.

Conforme a Tabela 3, a classificação percentual que reflete a percepção de combate à corrupção em cada país evidencia a heterogeneidade dos países da América Latina. É possível identificar o Chile e a Costa Rica com valores superiores, próximos aos de países desenvolvidos. Por outro lado, os demais países apresentam média inferior a 50%. Rotberg (2019) atribui essa diferença positiva para Chile e Costa Rica devido a menor implicação de corrupção entre líderes políticos e grandes empresas, principalmente se comparado com outros países da região. A seguir, são apresentadas as estatísticas descritivas para as variáveis em nível empresa. As análises, ainda que preliminares, sugerem que a seleção da amostra para esta pesquisa foi adequada.

Tabela 4

Estatísticas descritivas das variáveis modelo, desempenho (ROA) e (VALOR DE MERCADO)

Variáveis do Nível 2 (Firma)					
Variável	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
ROA	7.500	4,317	9.785	-37,200	20,570
VMERCADO	7.500	19,681	2.177	-53,690	45,180
ENDIV	7.500	133,814	31,516	0,100	118,6
TAM	7.500	20,555	2,151	8,05	17,09

Fonte: Dados da pesquisa. *obs: número de observações para cada uma das variáveis.

Observe que a variável dependente, rentabilidade do ativo das empresas constante da amostra, possui uma média 4,31, indicando um retorno positivo sobre os ativos e rentabilidade para os países objeto da amostra. O desvio padrão alto pode ser indicativo de dispersão dos valores, demonstrando que algumas empresas têm ROA significativamente maior que a média. O valor relativamente baixo para a variável ROA concorda com Donadelli et al. (2014); para estes autores a corrupção tem impacto negativo nos retornos das ações.

A outra variável dependente, valor de mercado, é ainda mais alta, com média de 19,68, indicando valor de mercado positivo, ainda que em países da América Latina. A variável de controle, endividamento, também é alta; muito provavelmente por ser uma característica de países em desenvolvimento como os que compuseram a amostra. Caldentey et al. (2019), em um estudo com 2.241 empresas em países da América Latina, explicam que o alto endividamento das empresas nestes países pode estar relacionado à emissão de títulos públicos.

O tamanho da empresa foi representado pelo LN do ativo das empresas da amostra; o desvio padrão indica pouca variabilidade de tamanho entre as empresas que compõem a amostra. Os valores estatísticos comprovam o entendimento teórico sobre os países em desenvolvimento, em especial os países constantes do bloco América Latina. A seguir é apresentada a matriz de correlação para os modelos propostos. A matriz permitirá visualizar rapidamente quais variáveis estão relacionadas entre si e qual a força desta relação. Isso pode ser interessante para encontrar variáveis que não devem participar do modelo.

Tabela 5

Matriz de correlação para o modelo ROA

Variáveis	ROA	CORRUP	ENDIVT	LNATIVO
ROA	1.000			
RCORRUP	0.0456*	1.000		
ENDIV	-0.1026*	-0.0360*	1.000	
TAM	0.0654*	-0.0047*	0.0591*	1.000

Fonte: Dados da pesquisa. *A correlação é significativa no nível 0,10.

Correlação positiva e significativa entre ROA e CORRUP (0,0456) indica que empresas com maior nível de controle de corrupção tendem a apresentar ROA mais elevado, assim como previsto na pesquisa de Donadelli et al. (2014). Correlação negativa e significativa entre ROA e o endividamento (-0,1026) indica que empresas com maior nível de endividamento tendem a apresentar ROA menor; a relação entre o endividamento e o ROA pode ser explicada pelo aumento dos custos financeiros para empresas endividadas com juros e amortizações, que podem reduzir o lucro líquido das empresas. Correlação entre ROA e o tamanho das empresas positiva e significativa (0,0654) indica que empresas com maior porte tendem a apresentar ROA maior. Para Shahfira e Hasanuh (2021), o tamanho da empresa influencia positivamente o ROA, sugerindo que empresas maiores tendem a ser mais lucrativas devido à economia de escala e sua melhor alocação de recursos.

Tabela 6

Matriz de correlação para o modelo VALOR DE MERCADO

Variáveis	VAL.MERCADO	CORRUP	ENDIVT	LNATIVO
VMERCADO	1.000			
RCORRUP	0.0606*	1.000		
ENDIV	-0.0080	-0.0368*	1.000	
TAM	0.8340*	-0.0047*	0.0591*	1.000

Fonte: Dados da pesquisa. *A correlação é significativa no nível 0,10.

Observe que para a relação entre o valor de mercado e o controle de corrupção a correlação é positiva e significativa (0,0606); indica que empresas com maior nível de controle de corrupção tendem a ter maior valor de mercado. Essa relação pode ser explicada pela perda de confiança dos investidores em empresas corruptas, o que pode levar à queda do preço das ações.

A correlação negativa entre endividamento e valor de mercado não significativa (-0,0080) indica que não há relação clara entre o nível de endividamento e o valor de mercado das empresas. Estes resultados são apenas indicativos, no caso de uma regressão comum entre as variáveis. Cabe ressaltar que nesta pesquisa é utilizada a regressão multinível e, provavelmente, os resultados e inferências são diferentes. Esta pesquisa entende que os resultados da correlação são apenas em sentidos de orientação e provavelmente precisam de análises complementares, como análise em multinível proposta nesta pesquisa.

4.2 Análise da regressão multinível

Neste modelo foram estimados três parâmetros: o intercepto, a variância dos resíduos do nível país e a variância dos resíduos do nível empresa. É possível quantificar pela variação do intercepto a variação nível firma e nível país para as variáveis desempenho (ROA) e valor de mercado.

O modelo nulo evidenciou a variância dos resíduos do nível macro (país) e micro (empresa). Para completar a metodologia, posteriormente, foram incluídas variáveis explicativas em nível empresa sugeridas pela literatura como conexas à corrupção, endividamento (Donadelli et al., 2014), liquidez (Bastos et al., 2017), *market to book* (Chen & Zhao, 2006) e tamanho (Pellicani, 2017; Zhou et al., 2018).

Nas Tabelas 7 e 8 são apresentados os resultados dos modelos nulos (ou vazios), que considera as variáveis firma e país (controle de corrupção) por meio do intercepto, para todos os indicadores de desempenho e decisão de investimento. Este modelo sem variáveis é importante por permitir verificar a importância relativa de cada nível para explicar a variação da alavancagem. Isso é feito por meio do ICC (Índice de Correlação Intraclasse), que representa a decomposição de variância do desempenho e decisão de investimento entre os níveis.

Tabela 7

Resultado da regressão multinível (ROA)

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	z	P>	z
Controle de Corrupção (RCORRUP)	64	15	-4.27	0	País
Endividamento (ENDIVT)	-65	11	-5.91	0	Empresa
Inatividade (TAM)	23	129	-0.18	857	Empresa
Ano (ano)	336	12	27.92	0	Tempo
Desvio Padrão	-	-	-	-	-
- Efeito Aleatório (País) (sigma_u)	6.612	-	-	-	País
- Efeito Aleatório (Empresa) (sigma_e)	6.7655	-	-	-	Empresa
Modelo	Obs.	II (modelo)	df	AIC	BIC
	7.500	-27566,32	10	55152,63	5521,86

Fonte: Dados da pesquisa.

O coeficiente do controle de corrupção (RCORRUP) é positivo e significativo, indicando que um maior controle de corrupção está associado a uma maior rentabilidade (ROA) das empresas. Uma diminuição de uma unidade no índice de controle de corrupção está associada a uma redução média de 0,0064 unidades no ROA (indica que a corrupção causa a redução do ROA). Esse resultado é consistente com a literatura, que conceitua corrupção como ferrugem ou areia nas engrenagens, confirmando o impacto negativo no desempenho das empresas.

Sobre os coeficientes das variáveis de controle do endividamento (ENDIVT) e tamanho da empresa (TAM), temos que para o endividamento uma relação é negativa e significativa, indicando que empresas com maior endividamento tendem a ter menor rentabilidade (ROA). O coeficiente representativo do ativo total (TAM) é positivo, mas não significativo, indicando que não há uma associação clara entre tamanho e ROA, contrariando o senso comum de que maior tamanho representaria maior rentabilidade, para as empresas nos mercados analisados.

Observe que o coeficiente do ano é positivo e significativo indicando que o ROA das empresas tende a aumentar ao longo do tempo. O aumento de um ano está associado a um aumento de 0,0336 unidades na ROA, em média. Sobre o ajuste do modelo, os valores menores de AIC e BIC indicam um melhor ajuste do modelo aos dados. Neste caso, o modelo com as variáveis explicativas tem valores de AIC e BIC menores do que o modelo nulo. Isso indica que o modelo com as variáveis explicativas ajusta melhor os dados do que o modelo nulo.

Tabela 8

Resultado da regressão multinível (VMERCADO)

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	z	P>	z
Controle de Corrupção (RCORRUP)	16	2	8.00	0	País
Endividamento (ENDIVT)	-19	1	-19.00	0	Empresa
Inatividade (TAM)	9.250	129	71.70	0	Empresa
Ano (ano)	3	1	3.00	3	Tempo
Desvio Padrão	-	-	-	-	-
- Efeito Aleatório (País) (sigma_u)	780	-	-	-	País
- Efeito Aleatório (Empresa) (sigma_e)	1.0651	-	-	-	Empresa
Modelo	Obs.	II (modelo)	df	AIC	BIC
	7.500	-27566,32	10	22694,2	22763,42

Fonte: Dados da pesquisa.

Sobre a relação entre corrupção e valor de mercado, o coeficiente do controle de corrupção (RCORRUP) é significativamente positivo, indicando que um maior controle de corrupção está associado a um maior valor de mercado (VMERCADO) das empresas. A redução de uma unidade no índice de controle de corrupção está associada a uma diminuição de 0,0016 unidades no valor de mercado, em média. Este resultado é compatível com a literatura, confirmando que quanto maior o controle de corrupção, melhor é o valor de mercado das organizações.

Os coeficientes de controle de endividamento (ENDIVT) negativos e significantes, juntamente com o tamanho da empresa (TAM) positivo e significativo, confirmam o ajuste das variáveis, apresentando os sinais esperados pela literatura, conforme indicado na Tabela 2 desta pesquisa.

Sobre o ajuste do modelo AIC e BIC, assim como no modelo (ROA), os valores de AIC e BIC são menores no modelo completo do que no modelo nulo, indicando a assertividade das variáveis do modelo. Nesse sentido, é possível comparar também o modelo (ROA) com o modelo (VMERCADO), pois AIC e BIC são valores que devem ser minimizados. Em outras palavras, modelos com valores mais baixos do modelo (VMERCADO) em comparação ao modelo (ROA) mostram-se melhor ajustados, podendo referenciar que o controle de corrupção tem melhor relação com o valor de mercado do que com a rentabilidade do ativo.

Este estudo encontra significativos resultados sobre o controle de corrupção. É possível concluir que em países com melhor posicionamento no ranking de proteção de corrupção, há empresas com maior desempenho e valor de mercado. Resultados estes que confirmam a teoria majoritária de que corrupção é prejudicial à firma, como previam Murphy et al. (1993), Mauro

(1995) e Habib & Zurawicki (2002).

Estes resultados comprovam as hipóteses de pesquisa e apresentam notória contribuição teórica quando delimitam uma razão quantitativa entre o fator social corrupção (ambiente) e as organizações. Com a análise sobre o desempenho financeiro, é possível observar que o valor de mercado aumenta à medida que aumenta o controle de corrupção. Ahmed (2020) explica que o efeito da corrupção é mais forte em países com fraca institucionalidade e em países com altos níveis de renda *per capita*. Os resultados indicam que o controle de corrupção em nível país pode beneficiar a rentabilidade e o valor de mercado das empresas, principalmente em países localizados na América Latina. A diminuição da corrupção é urgente, ainda mais em regiões em desenvolvimento, como a utilizada por esta pesquisa. O controle de corrupção está positivamente relacionado ao desempenho da empresa, pois empresas em ambientes de baixa corrupção tendem a ter melhor desempenho (Magerakis & Tzelepis, 2023).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa é investigar se as empresas em países na América Latina possuem desempenho financeiro e valor de mercado influenciado pelo nível de controle de corrupção. A pesquisa concluiu que a corrupção, talvez tão antiga como a humanidade, continua a ser um fenômeno generalizado, que afeta a vida das pessoas, nações e civilizações em todo o mundo (Ahmed, 2020).

Os resultados indicam que a corrupção é um problema sistêmico que afeta negativamente o desenvolvimento das empresas em diversos países, especialmente na América Latina. Empresas em países com maior controle da corrupção apresentam um ROA superior, ou seja, são mais eficientes na utilização de seus ativos para gerar lucro. Elas também possuem um valor de mercado mais elevado, pois os investidores reconhecem o valor de operar em um ambiente com menor risco de corrupção e estão dispostos a pagar mais pelas ações dessas empresas.

O controle da corrupção gera um ambiente de negócios mais transparente e previsível, o que beneficia as empresas de diversas maneiras. Segundo Magerakis e Tzelepis (2023), o desempenho das empresas está positivamente relacionado ao controle da corrupção institucional, indicando que as empresas apresentam melhor desempenho em ambientes com baixa corrupção. Isso significa que o controle da corrupção é fundamental para o desenvolvimento das empresas em regiões da América Latina, principalmente em países como Bolívia e México, que apresentam menor controle de corrupção em relação aos outros países deste estudo. Fortalecer as instituições e mecanismos de combate à corrupção, promover a transparência e o acesso a informação, incentivar a cultura de ética e *compliance* nas empresas e educar a sociedade sobre os impactos negativos da corrupção são medidas essenciais para criar um ambiente de negócios mais saudável e competitivo na região. O controle eficaz da corrupção está ligado ao crescimento econômico, especialmente em países em desenvolvimento, onde ele potencializa os efeitos positivos do desenvolvimento do mercado de ações e da abertura comercial (Van Thi Hong, 2020).

Os resultados mostram-se condizentes com a literatura atual ao demonstrar na América Latina, região sensível à corrupção, resultados significativos quanto ao desempenho financeiro e valor de mercado. Considerando o embasamento teórico, em referência aos principais estudos sobre corrupção, é possível depreender que a corrupção afeta o desempenho e o valor de mercado, conforme observado por Garmaise e Liú (2005), Donadelli et al. (2014) e Lin et al. (2016). Este artigo concorda com a teoria da "Hipótese de Lixamento das Rodas" (SWH), que caracteriza a corrupção como um obstáculo ao desenvolvimento e ao crescimento econômico.

A principal limitação deste trabalho, assim como Botn e Dahl (2015), é com o nível de corrupção do país que, muitas vezes, se confunde com o nível de desenvolvimento econômico e com o nível país de corrupção. Propõe-se, para pesquisas futuras, que sejam utilizados os *insights* apresentados para que estudos semelhantes sejam realizados em outras regiões, fazendo um

contraponto entre desempenho financeiro e valor de mercado, para que assim seja possível entender um pouco mais os meandros da corrupção mundial. Outra limitação é a utilização de países que não adotam integralmente as normas da IFRS, dificultando a comparabilidade e confiabilidade entre os países.

A variabilidade de indicadores contábeis e de mercado causados pela corrupção é motivo mais do que suficiente para explicar a necessidade e utilidade da temática para os “*stakeholders*”. É fundamental entender a forte relação entre o fator social, corrupção, tomada de decisões e o desempenho das empresas.

REFERÊNCIAS

- Ahmed, W. M. (2020). Corruption and equity market performance: International comparative evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 60, 101282. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101282>
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Anechiarico, F., & Jacobs, J. B. (1996). *The pursuit of absolute integrity: How corruption control makes government ineffective*. University of Chicago Press.
- Araújo, E. C. C., dos Santos Rodrigues, V. R., Monte-Mor, D. S., & Correia, R. D. (2018). Corrupção e valor de mercado: os efeitos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil. *Revista Catarinense Da Ciência Contábil*, 17(51), 41-58. <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v17n51.2626>
- Ashforth, B. E., Gioia, D. A., Robinson, S. L., & Trevino, L. K. (2008). Re-viewing organizational corruption. *Academy of Management review*, 33(3), 670-684.
- Bak, P. (2020). Análise econômica da corrupção no nível da empresa. *Central European Economic Journal*, 7(54), 186-204. <https://doi.org/10.2478/ceej-2020-0015>
- Bastos, E. D. S., Rosa, M. P. D., & Pimenta, M. M. (2017). Os impactos da Operação Lava Jato e da crise internacional do petróleo nos retorno anormais e indicadores contábeis da Petrobras 2012-2015. *Pensar Contábil*, 18(67).
- Botn, C., & Dahl, R. A. (2015). *The impact of corruption on stock market returns*. Master's thesis, Norwegian School of Economics.
- Cardoni, A., Kiseleva, E., Arduini, S., & Terzani, S. (2024). Do valor sustentável ao valor do acionista: O impacto da governança sustentável e dos programas anticorrupção na avaliação de mercado. *Estratégia Empresarial e Meio Ambiente*, 33(1), 19-42. <https://doi.org/10.1002/bse.3328>
- Camfferman, K., & Zeff, SA (2007). *Relatórios financeiros e mercados de capital globais: Uma história do comitê de padrões internacionais de contabilidade, 1973-2000*. Oxford University Press, EUA. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199296293.001.0001>
- Charron, N., Dahlström, C., Fazekas, M., & Lapuente, V. (2016). Careers, connections, and corruption risks: Investigating the impact of bureaucracy appointment on corruption using

- survey and registry data. *British Journal of Political Science*, 46(4), 873-894. <https://doi.org/10.1086/687209>
- Caldentey, E. P., Favreau Negront, N., & Méndez Lobos, L. (2019). Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications. *Journal of Post Keynesian Economics*, 42(3), 335-362. <https://doi.org/10.1080/01603477.2019.1616563>
- Chen, L., & Zhao, X. (2006). On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. *Finance Research Letters*, 3(4), 253-266.
- Curti, F., & Mihov, A. (2018). Deseconomias de escala no setor bancário: Evidências do risco operacional. *Artigo SSRN*, 3210206. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3210206>
- Damodaran, A. (2009). *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*. Bookman Editora.
- Del Bosco, B., & Misani, N. (2021). Fighting corporate corruption: A managerial perspective. *Journal of Business Ethics*, 169(2), 349-363. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04417-x>
- Djankov, S., McLiesh, C., & Ramalho, R. M. (2020). Political connections and access to finance: Evidence from international trade credit. *Journal of Financial Economics*, 136(1), 181-203. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.11.005>
- Donadelli, R., Fansan, L., & Magnanelli, B. S. (2014). Corporate governance mechanisms and earnings management in Latin American markets. *Journal of Corporate Finance*, 29, 347-362. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.002>
- Dong, C., Chen, K., & Fan, X. (2022). Corporate dividends and local corruption: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 81, 101776. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101776>
- Fávero, L. P. (2010). *Análise de dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões*. Elsevier Brasil.
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91(4), 1095-1102. <https://doi.org/10.1257/aer.91.4.1095>
- Fisman, R., & Svensson, J. (2007). Are corruption and taxation really harmful to growth? Firm level evidence. *Journal of Development Economics*, 83(1), 63-75. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.09.009>
- Garmaise, M. J., & Liú, D. (2005). *Corruption, firm governance, and the cost of capital*. University of California, Los Angeles, Anderson Graduate School of Management. <https://doi.org/10.2139/ssrn.644017>
- Gavéria, J. C. (2002). Governance, risk management and corporate governance. Universidad de La Sabana.
- Habib, M., & Zurawicki, L. (2002). Corruption and foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 33(2), 291-307. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8491019>

- Hair Jr., J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2005). *Análise multivariada de dados*. Bookman Editora.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). The Worldwide Governance Indicators: Methodology and analytical issues. *World Bank Policy Research Working Paper*, (5430). <https://doi.org/10.1596/1813-9450-5430>
- Kayo, E. K., & Kimura, H. (2011). Hierarchical Linear Modeling of Mergers and Acquisitions Determinants: Evidence from the Brazilian Market. *Journal of International Finance and Economics*, 11 (1), 59-70.
- Lambsdorff, J. G., & Taube, M. (2004). Corrupt contracting: exploring the analytical capacity of New Institutional Economics and New Economic: Exploring the analytical capacity of New Institutional Economics and New Economic Sociology. In *The new institutional economics of corruption* (pp. 15-29). Routledge.
- Laros, J. A., & Marciano, M. A. (2008). *Análise de Dados Multivariados*. Pioneira Thomson Learning.
- Leff, N. (1964). Economic development through bureaucratic corruption. *American Behavioral Scientist*, 8(3), 8-14. <https://doi.org/10.1177/000276426400800303>
- Levine, R. (2019). Is corruption curbed by economic freedom? *Review of Development Economics*, 23(2), 725-740. <https://doi.org/10.1111/rode.12546>
- Leys, C. (1965). What is the problem about corruption? *Journal of Modern African Studies*, 3(2), 215-230. <https://doi.org/10.1017/S0022278X00006958>
- Lin, C., Morck, R., Yeung, BY, & Zhao, X. (2016). Reformas anticorrupção e avaliações de acionistas: evidências de estudo de eventos da China. *SSRN 2729087*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2729087>
- Liew, J., & Stevens, G. V. (1996). A sectoral analysis of the effect of political risks on stock returns. *International Review of Financial Analysis*, 5(1), 87-103. [https://doi.org/10.1016/S1057-5219\(96\)90011-1](https://doi.org/10.1016/S1057-5219(96)90011-1)
- Mai, P. L. C. (2020). Corruption and stock market development in EAP countries. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(2), 266. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(2\).2020.21](https://doi.org/10.21511/imfi.17(2).2020.21)
- Mauro, P. (1995). Corruption and growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(3), 681-712. <https://doi.org/10.2307/2946696>
- Magerakis, E., & Tzelepis, D. (2022). Corruption, cash holdings and firm performance: empirical evidence from an emerging market. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(3), 483-507. <https://doi.org/10.1108/JAAR-11-2021-0310>
- McArthur, J. W. (2002). Corruption, poverty and the global economy. *Finance & Development*,

- 39(4), 42-45.
- Méon, P. G., & Weill, L. (2010). Is corruption an efficient grease? *World Development*, 38(3), 244-259. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2009.06.001>
- Moori, R. G., Silva, D. C., & Oliveira, A. D. (2008). *Análise Multinível em Estudos Organizacionais: Um Estudo de Caso*. Editora Atlas.
- Murphy, K. M., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1993). Why is rent-seeking so costly to growth? *American Economic Review*, 83(2), 409-414.
- Ojeka, S., Adegboye, A., Adegboye, K., Umukoro, O., Dahunsi, O., & Ozordi, E. (2019). Corruption perception, institutional quality and performance of listed companies in Nigeria. *Heliyon*, 5(10). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2019.e02569>
- Pellicani, A. D. (2017). The impact of corruption on investment sensitivity to cash flow: Evidence from Latin American firms. *International Review of Financial Analysis*, 52, 77-89.
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Rose-Ackerman, S. (2022). *Corruption: A study in political economy*. Academic Press.
- Rotberg, R. I. (2019). *The corruption of latin america* (pp. 1-25). Springer International Publishing.
- Shahfira, D., & Hasanuh, N. (2021). The Influence of Company Size and Debt to Asset Ratio on Return On Assets. *Jurnal Khatulistiwa Informatika*, 8(1), 9-13. <https://doi.org/10.31294/moneter.v8i1.8807>
- Sharma, D., & Verma, R. (2017). Impact of frauds on the performance of indian public sector banks: An empirical analysis. *SAARJ Journal on Banking & Insurance Research*, 6(4), 25-35.
- Schwartz, M. S. (2013). Business ethics: An empirical study of moral judgments by executives. *Journal of Business Ethics*, 112(2), 165-187. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1235-6>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1993). Corruption. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 599-617. <https://doi.org/10.2307/2118402>
- Song, X., & Han, J. (2017). The impact of corporate governance on corporate social responsibility disclosure: Evidence from China. *Sustainability*, 9(8), 1411.
- Son, H., Kim, S., Yeon, H., Kim, Y., Jang, Y., & Kim, S. E. (2021). Visual analysis of spatiotemporal data predictions with deep learning models. *Applied Sciences*, 11(13), 5853. <https://doi.org/10.3390/app11135853>
- Transparência Internacional. (2023). *Global Corruption Barometer: Reporting a record 72% of companies in the surveyed countries victim of corruption*. <https://www.transparency.org/>

- Van Thi Hong, P. (2020). Impactos do controle da corrupção no crescimento econômico em relação ao mercado de ações e à abertura comercial. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 73-84. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no12.073>
- Varvarigos, D., & Stathopoulou, E. (2023). On the relation between corruption and market competition. *Economic inquiry*, 61(1), 99-121. <https://doi.org/10.1111/ecin.13113>
- Warren, M. E. (2006). What does corruption mean in a democracy? *American Journal of Political Science*, 50(2), 559-569. <https://doi.org/10.1111/j.1540-5907.2006.00193.x>
- Weissmann, R., & Block, W. E. (2007). Corporate crime in the pharmaceutical industry. *Criminal Justice Review*, 32(2), 178-192. <https://doi.org/10.1177/0734016807302104>
- Willcott, N. (2018). State level corruption: an empirical study of the effects of state level corruption on firm performance in the United States. *Available at SSRN 3212154*.
- Xiao, Z., Wang, J., Lu, X., & Chiang, H. (2017). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 157(6), 1121-1148. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3665-1>
- Zeume, S. (2016). Political influence and corporate tax avoidance: New evidence from the US. *Journal of Financial Economics*, 122(2), 500-518. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.02.009>
- Zhang, Y. (2012). Corruption and firm value: Evidence from China. *China Economic Review*, 23(2), 294-314. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2011.12.001>
- Zhou, H., Zhang, Q., Yang, J., Su, H., & An, Z. (2018). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 11(1), 25-43.

CONFLITO DE INTERESSES

Os autores afirmam não haver conflito de interesses com relação a este trabalho submetido.

CONTRIBUIÇÕES DOS AUTORES

Funções	1ª autor	2º autor	3º autor
Conceituação	◆	◆	◆
Curadoria de dados	◆	◆	◆
Análise Formal	◆	◆	◆
Obtenção de financiamento		◆	
Investigação	◆	◆	◆
Metodologia	◆	◆	◆
Administração do projeto	◆	◆	◆
Recursos	◆	◆	◆
Software	◆	◆	◆
Supervisão	◆	◆	◆
Validação	◆	◆	◆

Visualização	◆	◆	◆
Escrita – primeira redação	◆	◆	◆
Escrita – revisão e edição	◆	◆	◆

AGRADECIMENTOS

Os autores agradecem o apoio da FAPEMIG por meio do projeto APQ-02073-21.