



EFEITO DA CORRUPÇÃO NAS COMPANHIAS DE ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO CIVIL

CORRUPTION EFFECT ON ENGINEERING AND CIVIL CONSTRUCTION COMPANIES

Mateus Müller ⁽¹⁾

Universidade Regional de Blumenau/FURB, Blumenau-SC

Cristiane Canton ⁽²⁾

UNIDEP, Pato Branco-PR

Moacir Manoel Rodrigues Júnior ⁽³⁾

Universidade Regional de Blumenau/FURB, Blumenau-SC

Wilson Toshiro Nakamura ⁽⁴⁾

Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo-SP

RESUMO

O contexto brasileiro apresenta oportunidades para a pesquisa voltada a corrupção. Como pode ser visualizado na mídia, diversos casos recentes tornaram-se públicos e são investigados. Na prática, sabe-se que as empresas são avaliadas no mercado conforme suas expectativas e ações. Por isso, acredita-se que eventos envolvendo corrupção influenciem negativamente o valor de mercado, conforme a teoria da sinalização. Portanto, o objetivo deste estudo é verificar qual a relação das companhias de engenharia e construção civil em esquemas de corrupção e o seu valor de mercado. Para tal, constituiu-se uma amostra de 52 empresas de capital aberto e fechado com dados entre 2013 a 2017. Os resultados evidenciam uma relação negativa entre empresas envolvidas no esquema de corrupção descoberto pela operação Lava Jato e o valor de mercado. Além disso, verificou-se que empresas corruptas possuem envolvimento significativo com o governo, por meio de empréstimos tomados durante os anos de 2004 a 2014, anos em que o esquema estava em operação. O estudo contribui verificando diferentes perspectivas de um cenário de extrema repercussão no país, além disso, alia-se a uma temática de interesse acadêmico e de mercado, o valor de mercado das empresas.

Palavras-chave: Corrupção; Lava Jato; valor de Mercado.

ABSTRACT

The Brazilian context presents opportunities for corruption research. As it may be seen in the media, several recent cases became public and are investigated. In practice, it is known that companies are valued in the market according to their expectations and actions. Therefore, it is believed that events involved in corruption negatively influence the market value, according to the signaling theory. Therefore, the aim of this study is to verify what is the relationship between engineering and construction companies in corruption schemes and their market value. To this end, this paper consists of a sample of 52 public and private companies with data collection between 2013 and 2017. The results show a negative relationship between companies that use the

corruption scheme found out by the Lava Jato operation and the market value. In addition, corrupt companies have been found to have significant involvement with the government through loans taken from 2004 to 2014, when the scheme was in operation. The study contributes on verifying different perspectives of a scenario of extreme repercussion in the country and allied to a subject of academic and market interest, the market value of the companies.

Keywords: Corruption; *Lava Jato*; market value.

INTRODUÇÃO

Recentes casos de corrupção foram revelados no Brasil, presentes em diversos níveis hierárquicos. Além disso, muitos casos de políticos e ex-políticos podem ser citados, seja de investigação ou de condenação, com envolvimento em todas as esferas do poder público. Casos de escândalos de corrupção local causam espanto e indignação aos cidadãos, principalmente a cada revelação de seus detalhes (SOLÉ-OLLÉ; SORRIBAS-NAVARRO, 2017), o que leva a manifestações públicas, como ocorridas nos últimos anos no país.

No contexto brasileiro, o termo corrupção vem aparecendo corriqueiramente em notícias, seja por meio eletrônico ou televisivo. Observa-se que cada vez mais o Ministério Público Federal (MPF) trabalha com o objetivo de investigar ações criminosas, como é o caso da maior investigação de corrupção e lavagem de dinheiro do Brasil, denominada operação Lava Jato. Estima-se que o volume de recursos desviados dos cofres da Petrobrás, maior estatal do país, gire em torno de bilhões de reais (MPF, 2018). Conforme o MPF, a ação contava com o envolvimento de empreiteiras, seus acionistas e altos executivos, agindo conjuntamente com agentes públicos, em que se encontravam diretores e gerentes da Petrobrás, com o intuito da manutenção de um cartel que operava em licitações e contratos da estatal.

Por meio das investigações do MPF, descobriu-se o envolvimento das maiores e principais empreiteiras de serviços de

engenharia e construção civil nos esquemas de corrupção. Até o momento, estima-se que os valores a serem recuperados e devolvidos ultrapassem os R\$ 10.000.000.000,00 (dez bilhões de reais), conforme dados do Ministério Público Federal. Este setor foi utilizado nos esquemas devido ao elevado valor dos contratos realizados com as estatais, criando-se um cartel das empresas envolvidas no esquema, crescendo ao preço das obras os desvios a serem realizados, resultando em bilhões de reais para um dos maiores esquemas de corrupção do mundo.

A corrupção tem diferentes visões na literatura, dentre elas, é vista como uma dimensão de importância no ambiente institucional, mas que prejudica a concorrência no mercado e em relações político-empresariais distorcidas (XU; LI, 2018). De forma geral, a corrupção é vista como um dos maiores obstáculos do crescimento econômico e desenvolvimento social de um país, ocorrendo em contexto mundial, sem exceções, mas com maior gravidade em países de menor desenvolvimento (WANG; YOU, 2012), como é o caso do contexto brasileiro.

Observa-se que em países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento, a corrupção ocorre em diversos níveis hierárquicos e que, muitas vezes, são vistos como costumes locais para obtenção de vantagens pelas empresas frente a seus concorrentes e não como atos ilegais (CUERVO-CAZURRA, 2016).

Quanto aos efeitos gerados a partir da corrupção, é possível notar queda no

crescimento econômico, redução de investimentos, cenário de incerteza para investidores, diminuição de produtividade do investimento público (por exemplo, gastos com saúde, educação, infraestrutura) e queda das receitas fiscais (ATHANASOULI; GOUJARD, 2015; TANZI, 1988). Dessa forma, percebe-se que a corrupção influencia a economia à medida que causa tensões nas instituições públicas, criando um ambiente instável, que acarreta em um crescimento de custos e riscos ao investidor.

A partir dessa conjuntura, a Hipótese de Mercado Eficientes (HME) afirma que os agentes do mercado tendem a ajustar as suas avaliações perante novas informações, assim, os preços refletem o conjunto de informações disponíveis em determinado momento e, conforme surgem novas informações, ocorre a reavaliação (FAMA, 1991). Portanto, quando o mercado recebe informações acerca de atos ilícitos, como a corrupção, estima-se que ocorra a reavaliação dessa empresa perante o cenário a qual ela está inserida por meio de percepções negativas quanto a gestão da companhia e ao seu futuro.

Partindo da concepção anterior, a teoria da sinalização pode ser utilizada para auxiliar na compreensão da relação. Sendo assim, a sinalização, por meio de sinais emitidos pelas empresas, afetaria a sua reputação, gerando efeitos sobre o comportamento dos *stakeholders* frente a situação pela qual a companhia se encontra (AMARAL; SANTOS, 2017). Dessa forma, acredita-se que a corrupção esteja relacionada a formação de más notícias e, que essas, afetem a relação da empresa com o mercado, resultando em uma queda no valor da sua avaliação.

Ademais, além do seu efeito no valor do mercado, autores como Roberts e Dowling

(2002) destacam que empresas com boa reputação corporativa apresentam maior probabilidade de sustentar, a longo prazo, um desempenho superior. Acredita-se que, devido à corrupção marcar de forma negativa a empresa, afeta-se a sua entrada de recursos advinda da sua comercialização de produtos ou serviços.

Quando percebido o envolvimento de companhias em casos de corrupções, espera-se uma visão negativa dos seus consumidores (levando a queda de vendas) e do mercado (devido à perda de credibilidade). Cao, Qin e Zhu, (2018) evidenciam que a corrupção das companhias causa queda do preço das ações e os seus resultados são particularmente mais significativos em empresas estatais. No âmbito brasileiro, observa-se que empresas citadas em escândalos, como a JBS, tiveram queda no seu valor de mercado após divulgações do seu envolvimento. Portanto, acredita-se que as empresas envolvidas em escândalos de corrupção são afetadas pela divulgação negativa atrelada ao ato ilegal.

Com base na discussão anterior, elabora-se a seguinte questão de pesquisa: *qual a influência da condenação na operação Lava Jato no valor de mercado das companhias e na rentabilidade do setor de engenharia e construção civil?* Assim, o objetivo deste estudo é verificar qual a influência da corrupção, medida pela condenação na operação Lava Jato, no valor de mercado e rentabilidade do setor de engenharia e construção civil.

A operação que ficou conhecida como Lava Jato impactou muitas companhias abrangendo os seus respectivos setores. Conforme destaca-se em De Araújo et al. (2018) mesmo as empresas que não foram citadas, mas pertencentes a segmentos investigados sentiram efeitos no retorno de forma direta e indireta. Portanto, tem-se que esses fatores tornam a análise dos impactos

da operação Lava Jato relevantes para as companhias como um todo, e ao mercado de ações.

Sendo assim, a pesquisa se justifica ao analisar as empresas de engenharia e construção civil, setores esses que participavam dos esquemas investigados pela operação Lava Jato por mais de dez anos. Além disso, estima-se que o total de valores desviados para esses segmentos, estão na casa de bilhões de reais (MPF, 2018).

Ademais, o setor de construção civil possui relevância no âmbito social, por meio da capacidade de geração de empregos e econômico, tendo em vista a sua participação no PIB e crescimento da infraestrutura do país. Portanto, estudar as empresas de engenharia e construção civil apresenta-se de extrema relevância (SILVA et al., 2015).

O estudo contribui as análises de valor de mercado, analisando o contexto específicos das empresas de engenharia e construção civil, em um período de crise e escândalos. Discorre sobre a corrupção e seus problemas sociais, afetando empresas e economia do país como um todo. Na prática, como as companhias demonstram os efeitos negativos relacionados a corrupção na avaliação da companhia perante o mercado financeiro.

REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico são apresentadas características da corrupção e estudos que apresentam efeitos dela em empresas. Após, é discutida a teoria da sinalização e sua influência no valor de mercado, associando a corrupção as más notícias. Por fim, são descritas as hipóteses da pesquisa.

Corrupção

A temática de corrupção é amplamente estudada e apresenta, no

transcorrer dos anos, resultados divergentes, em que se observam implicações negativas para as empresas e sociedade em alguns estudos (ATHANASOULI; GOUJARD, 2015; MÉON; SEKKAT, 2005), enquanto que também há uma visão positiva da corrupção, como o óleo que lubrifica a máquina da burocracia (MÉON; WEILL, 2010; WANG; YOU, 2012). Uma das questões principais para tal diferença é o ambiente político no qual as empresas estão inseridas e o quanto a corrupção está arraigada nos seus cidadãos.

De forma geral, nota-se que a corrupção possui influência no desenvolvimento econômico e formulação de políticas públicas de um país (ATHANASOULI; GOUJARD, 2015), em que muitas vezes se identifica questões relacionadas ao abuso de poder confiado a agentes públicos para obter ganhos privados (CUERVO-CAZURRA, 2016). Com base nisso, pode-se definir a corrupção como uma forma na qual um funcionário público, de qualquer esfera do poder, recebe um pagamento em troca de uma decisão favorável a respeito de um determinado assunto e, que o ganho de tal favor, seja dividido entre as partes envolvidas (CAPASSO; SANTORO, 2018).

Para que tal ato ocorra, o ambiente torna-se um fator determinante e positivamente relacionado com o aumento da corrupção. Um exemplo disso são companhias que possuem interferência direta de funcionários do governo e do sistema judiciário (ATHANASOULI; GOUJARD, 2015). Nesses casos, decorrente do aumento de tratativas do governo, a empresa acaba sendo mais exposta a agentes corruptos, como é o caso do contexto brasileiro, com inúmeros órgãos e empresas estatais. Observa-se que o contexto com maior nível de corrupção, além da intervenção excessiva

do governo, é caracterizado com uma fraca estrutura regulatória legal para a proteção do investidor (DJANKOV et al., 2003), facilitando assim intervenções corruptivas por parte de agentes públicos e companhias.

Dessa maneira, há o aproveitamento de contatos com agentes públicos para que a empresa obtenha, por meios ilícitos, vantagens em um ambiente corruptível com troca de favores e dinheiro. Observar-se, na literatura, a existência de estudos empíricos que buscam verificar essa relação de empresas aproveitarem de ambientes corruptos por meio de tratamento preferencial ou condições favoráveis, como no âmbito de crédito e financiamento (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; TAHOUN, 2014).

A forma de corrupção acima retrata a operacionalização do esquema da Lava Jato, uma vez que utilizaram-se todos esses elementos, por meio da Petrobrás (empresa estatal), de tratativas com o governo (licitações de obras), com interferência de agentes corruptos internos da empresa (desqualificam empresas rivais do cartel no processo licitatório) e aproveitando-se da fraca estrutura regulatória do Brasil, a qual levou anos e ainda não foi capaz de desvendar todos os nuances que este esquema utilizava.

Fisman (2001), ao examinar o contexto indonésio, encontrou uma dependência da conexão política na determinação do valor de mercado em parte das empresas. Dessa forma, ele concluiu que a conexão política foi o principal fator para determinação da lucratividade, diferente de resultados comuns a literatura como fatores estratégicos ou operacionais, em que se pode citar a produtividade. Ademais, assim como Fisman, o contexto analisando por este

estudo é semelhante ao do autor, devido à Indonésia e ao Brasil serem países com a mesma pontuação no ranking da *Transparency International*, ambos ocupam o 96º lugar de 180.

Em uma visão interna da empresa, Athanasouli e Goujard (2015) buscaram compreender os efeitos internos da corrupção na produtividade das práticas de gerenciamento. Controlando os efeitos da região e do tipo de indústria, as empresas em regiões corruptas e de indústrias mais dependentes de contratos governamentais demonstram uma gestão de menor qualidade e com menos investimento em pesquisa e desenvolvimentos.

No contexto chinês, Cao, Qin e Zhu (2018) relacionaram a corrupção local do país com a queda do valor das ações. Os autores encontraram que quanto maior o nível de corrupção da província, maior o risco de haver queda no valor das ações. Os resultados apontam que a corrupção induz as empresas a reter más notícias, acumulando-as, até o ponto de não ser mais possível mantê-las e o resultado ser uma queda significativa na avaliação da empresa perante o mercado.

De forma relacionar a corrupção com sua forma de pagamento, que geralmente ocorre em espécie, Thakur e Kannadhasan (2019) relacionaram o tema com a liquidez das empresas. Os 58/7 resultados evidenciaram que o caixa da companhia está positivamente relacionado com a corrupção e, a retenção de caixa agrega valor de mercado. Dessa forma, os autores concluem que a corrupção influencia na estratégia de definição da política de caixa das empresas em mercados emergentes.

Por meio das pesquisas, percebe-se que em contextos de países com maior

fraqueza regulatória, como é o caso do Brasil, companhias são utilizadas em esquemas de corrupção, desviando bilhões de reais e prejudicando cidadãos e investidores do mercado financeiro.

Teoria da Sinalização e Influência na Empresa

Observa-se que desde o seu desenvolvimento, a teoria da sinalização discute relações de mercado e da economia, em que se tenham situações de assimetria da informação entre partes relacionadas (BORGES; VIEIRA; SILVA, 2011). O primeiro exemplo que pode ser discutido é o de Spence (1973) criador da teoria, que a utiliza para explicar o comportamento do mercado a partir de sinais e, por meio dela, verificou a assimetria de informação entre empregador e o contratado no âmbito do mercado de trabalho. Posteriormente, Watson, Shrives e Marston (2002) empregam essa teoria para explicar a relação entre evidências voluntárias e características das empresas, como rentabilidade, retorno do investimento, liquidez, tamanho e indústria.

Por meio da visão de evidências voluntárias, estima-se que ao adentrar ao mercado de capitais, local em que há assimetria informacional por parte do agente ao principal (MILGRON; ROBERTS, 1992), há a necessidade de divulgação voluntária para redução da assimetria e, assim, sinalizar informações aos *stakeholders*, evitando falhas no mercado (DALMÁCIO et al., 2013; MILGRON; ROBERTS, 1992). No entanto, a divulgação indiscriminada não representa um fator positivo para a companhia. Conforme Watson, Shrives e Marston (2002), por mais que a assimetria de informação possa ser minimizada por meio de divulgação à outras partes, os gestores de empresas de alta qualidade querem

diferenciar-se das de baixa por meio da divulgação voluntária, mas para isso, a divulgação precisa ser de qualidade e confiável.

Além disso, observa-se na literatura que as formas que os gerentes utilizam para comunicar ao mercado suas informações possuem efeitos significativos sobre o resultado do mercado de capitais (MILLER; SKINNER, 2015). Inclusive, destaca-se que a recepção as notícias variam pelo fato dela ser negativa ou positiva, em que a primeira representa um peso maior se comparada a segunda (KOTHARI; SHU; WYSOCKI, 2009). Assim, há uma pressão do mercado para que os gerentes divulguem suas informações com frequência, porque o desempenho das ações varia conforme a recepção de divulgações positivas ou negativa, ou pela sua falta de informações (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; MARINOVIC; VARAS, 2016).

Apesar de haver incentivos aos gestores para que divulguem informações de forma a atender o mercado, inclusive incentivos gerenciais, más notícias tendem a afetar negativamente a motivação à divulgação. Porém, as más notícias não podem ser ocultadas de forma perpétua, eventualmente elas atingem o seu limite máximo e necessitam ser divulgadas, fazendo com que não seja mais possível postergá-las e revelando-as ao mercado, afetando negativamente o valor de mercado da companhia (CAO; QIN; ZHU, 2018; COHEN et al., 2018). Isso faz com que as más notícias tendam a ser descarregadas de forma mais abrupta e em quantidades maiores, enquanto que as boas chegam ao mercado em um ritmo constante (KOTHARI; SHU; WYSOCKI, 2009; ROYCHOWDHURY; SLETTEN, 2012).

Relacionado ao tópico anterior em que a corrupção é tratada como um efeito

negativo para a empresa, a divulgação de envolvimento neste tipo de evento tende a afetar a visão do mercado. Ao serem sinalizadas essas informações, investidores e potenciais investidores tendem a mudar suas perspectivas de investimento nestas companhias, principalmente devido a possíveis sanções que estas irão sofrer, tais como devolução de valores desviados e pagamento de indenização, afetando o seu retorno do investimento.

Para as empresas de engenharia e construção civil, a participação neste escândalo de corrupção sinalizou alguns problemas de gestão, como envolvimento em atividades que não são produtivas, pagamentos não oficiais ou presentes a agentes públicos em troca de contratos (ATHANASOULI; GOUJARD, 2015). Sendo assim, indiretamente a companhia divulga ineficiência operacional e sinaliza aos investidores problemas no resultado atual e futuro, por meio dos valores desviados no esquema de corrupção, perda de contratos e a proibição de participações em licitações. De forma prática, este efeito é visualizado no contexto brasileiro, pelo estudo elaborado por De Araújo et al. (2018) buscou-se identificar os efeitos da divulgação de eventos de corrupção no valor de mercado de empresas listadas na B3. Assim, utilizando-se de informações da operação Lava Jato, verificou retornos anormais de companhias citadas e de setores em que houve envolvimento. Os resultados demonstraram que a corrupção reduziu o valor de mercado das empresas diretamente envolvidas. Portanto, concluiu-se que a operação Lava Jato reduziu diferenças de precificação existentes pelo ganho ilegal entre companhias que participaram do esquema e que não participaram.

Hipótese

De forma geral, observa-se que a corrupção possui implicações negativas para a empresa e a sociedade (ATHANASOULI; GOUJARD, 2015; MÉON; SEKKAT, 2005). O envolvimento com ambientes diretamente ligados com funcionários públicos aumenta a exposição da empresa a agentes corruptos (ATHANASOULI; GOUJARD, 2015), assim como o conhecimento de agentes públicos pode oportunizar a obtenção de vantagens em ambientes corruptíveis por meio de troca de favores e/ou dinheiro.

Conforme investigação do MPF (2018), companhias de engenharia e construção civil foram utilizadas em esquemas de desvio de dinheiro. Entre as práticas corruptas conhecidas e utilizada de acordo com a Operação Lava Jato, uma das formas encontradas para aproveitamento de relações com agentes públicos é no fornecimento de crédito e financiamento (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; TAHOUN, 2014). Portanto, espera-se que companhias de engenharia e construção civil com maior número de licitações ganhas tenha estejam entre as empresas destacadas na Operação Lava Jato. Assim, apresenta-se a hipótese 1.

H1: Maior envolvimento com agentes públicos, por meio de recebimento de empréstimos de entes públicos, é positivamente relacionado a corrupção em companhias de engenharia e construção civil.

Pode-se citar a influência da corrupção na assimetria de informação, principalmente em um contexto com maior intervenção governamental, problemas de agência e destruição de valor da empresa, aumentando a probabilidade de formação de más notícias (CAO; QIN; ZHU, 2018). E,

consequentemente, afetando a avaliação de mercado da companhia, destacando o fato de que a recepção de más possui um peso superior ao de boas notícias (KOTHARI; SHU; WYSOCKI, 2009).

Portanto, partindo de uma linha semelhante à de De Araújo et al. (2018), com o objetivo de visualizar o efeito da corrupção no valor de mercado, mas em um determinado setor de importância econômica, como o de engenharia e construção civil, que, segundo informações da investigação do MPF (2018), teve participação de agentes públicos diretamente. Espera-se que a veiculação dessa informação tenha ocasionado uma queda no valor de mercado destas companhias. Assim, o estudo possui a hipótese a seguir.

H2: Condenação por corrupção é negativamente relacionada a variação do valor de mercado de companhias de engenharia e construção civil.

Percebe-se, na literatura, que a corrupção impede o crescimento dos negócios, aumenta custos e apresenta diversos riscos legais e de reputação (SAENZ; BROWN, 2018). Dessa forma, a corrupção atua como negativa na reputação da empresa, afetando a visão do mercado e de consumidores. Ademais, companhias que apresentam boa reputação corporativa tem maior chance de apresentar desempenhos superiores a longo prazo (ROBERTS; DOWLING, 2002). Portanto, espera-se que empresas envolvidas em esquemas de corrupção sejam afetadas, além da sua expectativa futura, percebida pelo valor de mercado, no seu desempenho. Adicionalmente, por ser tratar de um esquema envolvendo licitações públicas e, que após as investigações, houve diversas quebras dessas licitações e o impedimento

dessas companhias a participar dos novos processos licitatórios, a hipótese 3 é:

H3: Condenação por corrupção é negativamente relacionada a variação da receita de companhias de engenharia e construção civil.

METODOLOGIA

Nesta seção estão o enquadramento metodológico, população e amostra e as variáveis do estudo.

Enquadramento Metodológico

As pesquisas no campo de investigação das ciências sociais aplicadas podem ser classificadas metodologicamente quanto aos seus objetivos, estratégia de coleta de dados e em relação à abordagem de análise (BEUREN, 2004; COLLIS; HUSSEY, 2005). Dessa forma, delinea-se essa pesquisa como descritiva em relação ao objetivo, documental no que tange a coleta de dados e de abordagem quantitativa na sua análise.

Para população da pesquisa, optou-se por empresas de engenharia e construção civil privadas, em virtude das principais companhias envolvidas no esquema de corrupção serem do setor privado. Dentre as companhias relacionadas a corrupção, há dados de 7 do total de 15 empreiteiras participantes do “Clube”, grupo de empresas envolvidas no esquema. Assim, cerca de 50% das empresas envolvidas fazem parte da pesquisa.

A amostra passou por uma série de exclusões devido ao setor de engenharia e construção civil, disponível na base de dados *Thomson Reuters*, comportar diversos tipos de engenharias, como elétrica e ambiental, sendo eliminados companhias sem adequação à pesquisa para chegar a amostra correspondente ao setor de engenharia e construção civil. Além disso, outras

companhias foram excluídas por falta de dados e/ou serem *outliers*. Referente às empresas envolvidas na operação Lava Jato, destacam-se 7 referentes às empresas de capital fechado. Portanto, a amostra total da pesquisa é 52.

Para verificação da relação esperada entre corrupção, relação com agentes públicos e valor de mercado das companhias de engenharia e construção civil, descreve-se as variáveis no quadro 01.

Os dados disponíveis na base de dados *Thomson Reuters* são de 2013 a 2017, ou seja, do último ano antes do início da operação Lava Jato, com a intenção de captar o efeito das variáveis de variação a partir da divulgação do envolvimento com corrupção. Referente às variáveis, o valor de mercado de uma empresa de capital fechado é de difícil mensuração, se comparado a uma empresa de capital aberto. No entanto, a base de dados apresenta uma variável de capital que representa o valor estimado da ação multiplicado pela sua quantidade, mais o capital social da companhia. Referente à corrupção, é importante destacar que, conforme Wang e You (2012), a métrica de corrupção é difícil de ser definida, pois essa tende a assumir várias formas e ainda conta com um sigilo inerente a prática e a sua investigação. Ainda segundo os autores, uma forma de minimizar tais problemas com a variável é a utilização de medidas objetivas ao invés de indicadores subjetivos, que muitas vezes acabam por se tornar menos precisos e tendenciosos. Outra crítica às métricas de corrupção se refere à fraqueza de estudos anteriores ao utilizar percepções para medição da corrupção, que também acabam por se tornar tendenciosas (ZAKHAROV, 2019)

Com o intuito de não perpassar por tais problemas citados anteriormente, a pesquisa se utiliza de dados do Ministério Público Federal e da Polícia Federal referentes a operação Lava Jato, em que constam empresas que foram citadas e julgadas pela operação.

Essa forma de medição se assemelha ao estudo de Kim, Li e Tarzia (2018) que utilizou a campanha anticorrupção do governo chinês com o objetivo de verificar os efeitos da corrupção nas companhias em diversas províncias e De Araújo et al. (2018), que também valeu-se da operação Lava Jato como forma de definir empresas envolvidas em corrupção ou não.

Por fim, os modelos econométricos utilizados para verificar as relações esperadas são divididos de duas formas. A primeira é referente a equação 01, que em virtude de a variável dependente ser dicotômica, é rodada uma regressão logística. A segunda é referente as equações 02 e 03, em que são rodadas regressões lineares de efeitos fixos. As equações são descritas a seguir.

| Variável | Indicador | Fórmula | Autores |
|-----------------------------|---------------|--|---|
| Valor de Mercado | VM | LN do Valor de Mercado | (CHUNG; PRUITT, 1994; KUNISCH; MENZ; BIRKINSHAW, 2019; WOLFE; SAUAIA, 2003) |
| Varição do Valor de Mercado | ΔVM | $\frac{VM - VM_{-1}}{VM_{-1}}$ | - |
| Receita | REC | LN da Receita | - |
| Varição da Receita | ΔREC | $\frac{Receita - Receita_{-1}}{Receita_{-1}}$ | - |
| Corrupção | CORRUP | Dummy: 1 - Condenada por corrupção (Lava Jato) 0 - Sem citação na operação | (CAO; QIN; ZHU, 2018; DE ARAÚJO et al., 2018; THAKUR; KANNADHASAN, 2019) |
| Empréstimos Governamentais | EMPG | Dummy: 1 - Empréstimo no BNDES 0 - O contrário | - |
| Produto Interno Bruto | ΔPIB | Varição do PIB do setor de construção civil | (THAKUR; KANNADHASAN, 2019) |
| Tangibilidade | TANG | LN do Ativo Imobilizado | |
| Varição da Tangibilidade | $\Delta TANG$ | $\frac{AI - AI_{-1}}{AI_{-1}}$ | |
| Endividamento | END | $\frac{PC + PNC}{Ativo Total}$ | (DE ARAÚJO et al., 2018) |
| Varição do Endividamento | ΔEND | $\frac{Endiv - Endiv_{-1}}{Endiv_{-1}}$ | |
| Tamanho | TAM | LN do Ativo Total | (DE ARAÚJO et al., 2018; KIM; LI; TARZIA, 2018; THAKUR; KANNADHASAN, 2019) |
| Varição do Tamanho | ΔTAM | $\frac{Ativo Total - Ativo Total_{-1}}{Ativo Total_{-1}}$ | |

Quadro 01: Variáveis da pesquisa.

Legenda: AI - Ativo Imobilizado; Endiv - Endividamento Contábil; PC - Passivo Circulante; PNC - Passivo Não Circulante; VM - Valor de Mercado.

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

$$CORRUP_{ij} = \beta_0 + \beta_1 EMPG_{ij} + \beta_2 TANG_{ij} + \beta_3 END_{ij} + \beta_4 TAM_{ij} + \beta_5 \Delta PIB_{ij} + \epsilon \quad 01$$

$$\Delta REC_{ij} = \beta_0 + \beta_1 \Delta END_{ij} + \beta_2 \Delta TANG + \beta_3 \Delta TAM_{ij} + \beta_4 \Delta PIB_{ij} + \beta_5 CORRUP_{ij} + \epsilon \quad 02$$

$$\Delta VM_{ij} = \beta_0 + \beta_1 \Delta END_{ij} + \beta_2 \Delta TANG + \beta_3 \Delta TAM_{ij} + \beta_4 \Delta PIB_{ij} + \beta_5 CORRUP_{ij} + \Delta REC_{ij} + \epsilon \quad 03$$

Portanto, por meio dos modelos econométricos, busca-se identificar o efeito da corrupção no valor de mercado.

ANÁLISE E DISCUSSÃO

Os dados referentes as 52 empresas são analisados por meio das três regressões.

Previamente, na Tabela 01, os valores das variáveis são apresentados por meio de uma estatística descritiva, na qual há a divisão das empresas envolvidas em esquemas de corrupção (1) e não envolvidas (0).

Tabela 01: Estatística Descritiva

| Variável | Corrupção | Observações | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|------------------|-----------|-------------|---------|---------------|---------|---------|
| Valor de Mercado | 0 | 175 | 17,1436 | 1,7684 | 13,2867 | 20,7946 |
| | 1 | 32 | 19,6995 | 1,3324 | 16,7181 | 21,5463 |
| Receita | 0 | 175 | 18,0678 | 1,5498 | 5,1148 | 20,9165 |
| | 1 | 32 | 19,8827 | 1,7092 | 17,3277 | 24,7126 |
| TANG | 0 | 175 | 15,5325 | 1,8205 | 10,2678 | 19,8662 |
| | 1 | 32 | 17,0288 | 2,4161 | 11,4927 | 21,0027 |
| END | 0 | 175 | ,4294 | ,2319 | ,0370 | ,9511 |
| | 1 | 32 | ,5699 | ,2411 | ,2017 | ,9791 |
| TAM | 0 | 175 | 17,9025 | 1,4587 | 14,8754 | 21,4225 |
| | 1 | 32 | 21,0396 | 1,3842 | 18,5652 | 24,7394 |

Fonte: Dados da Pesquisa.

Por meio da estatística descritiva, é possível fazer as primeiras inferências sobre a amostra analisada. Observar-se que há diferença entre as companhias com condenação por corrupção e as que não fizeram parte dos esquemas. Quanto ao valor de mercado da companhia, esse é maior nas empresas envolvidas. De forma semelhante, também denota-se o mesmo resultado para Receita, Tangibilidade e Tamanho. Portanto, percebe-se que as companhias atreladas ao

esquema são as maiores do setor. Isso é interessante e, vai ao encontro do esperado, porque as maiores empresas são as que possuem maiores relacionamentos e capacidade de influência.

De forma a compreender melhor as características das empresas envolvidas nos esquemas da Lava Jato, utilizou-se uma regressão logística com a Corrupção como dependente. Segue Tabela 02 a seguir.

Tabela 02: Regressão Logística - Corrupção

| Variável | Coefficiente | P-Value |
|----------------|--------------|------------|
| Constante | -27,5045 | 0,000 (*) |
| EMPG | 2,3525 | 0,001 (*) |
| TANG | -,3546 | 0,226 |
| END | 3,5595 | 0,074 (**) |
| TAM | 1,4592 | 0,001 (*) |
| VPIB1 | -,05592 | 0,552 |
| Observações | | 207 |
| Prob > F | | 0,0000 |
| R ² | | 0,5859 |

Legenda: (*) - Significância ao nível de 1%; (**) - Significância ao nível de 5%; (***) - Significância ao nível de 10%.

Fonte: Dados da Pesquisa.

A regressão evidencia um modelo confiável e com explicação 58% da dependente. Observa-se que, conforme a teoria as empresas com relacionamento com o governo, neste caso destacado como Empréstimos Governamentais (realizados pelo Banco Nacional do Desenvolvimento – BNDES) entre os anos de 2004 a 2014 (período de investigação da Lava Jato), possuem relação positiva e significativa com a corrupção. Em ambientes corruptos, com mais exposição a agentes públicos (ATHANASOULI; GOUJARD, 2015), há condições preferenciais e favoráveis a busca por crédito e financiamento (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; TAHOUN, 2014) das atividades, conforme explícito no resultado.

Dentre os benefícios encontrados na literatura referente ao envolvimento de empresas com agentes públicos, destacam-se empréstimos bancários e financiamento de menor custo, políticas governamentais preferenciais, tratamento tributários favorável e acessos governamentais em casos de dificuldade financeira (FIRTH et al., 2009; LI; YUE; ZHAO, 2009). Ainda, percebe-se uma relação positiva entre endividamento e empresas envolvidas, o que é coerente, principalmente ao se analisar a relação mais próxima entre companhias e agentes públicos por meio de Empréstimos Governamentais. Dessa maneira, esses Empréstimos aumentam o Passivo Não Circulante e, conseqüentemente, o Endividamento. Com base nesses resultados, aceita-se a H1, que trata da associação do recebimento de empréstimos de entes públicos e corrupção.

Além disso, o tamanho das companhias também se mostra um fator muito associado a corrupção. Empresas maiores possuem mais influência e, conseqüentemente, aproveitam-se de fatores para participar de esquemas, caso haja pré-

disposição por parte da administração. Esse resultado é destacado por meio da significância da regressão Logit. Ademais, De Araújo et al. (2018), quando descreve as companhias abertas envolvidas na Lava Jato, também encontra o tamanho como uma das características.

De modo a testar os efeitos da corrupção, utilizaram-se regressões lineares de efeitos fixos e, para observar fatores relacionados a corrupção, a regressão logística. Os dados estão dispostos na Tabela 03.

Os resultados dos testes revelam que, para os Painéis A e B das regressões lineares, há autocorrelação positiva, devido aos seus valores serem abaixo de 2,0. No entanto, os valores estão próximos a 2,0, ou seja, a autocorrelação não é forte (FÁVERO et al., 2009). Quanto ao *Variance Inflation Factor* (VIF), valores superiores a 10 indicam um alto grau de colinearidade ou multicolinearidade, assim percebe-se que para os modelos não apresentam tais problemas, por terem valores de 1,02 e 1,04 (HAIR JR. et al., 2005).

Pelo Painel A, observa-se que, na análise principal, a corrupção apresenta um coeficiente negativo e significativo de influência na variação do valor de mercado das companhias de engenharia e construção civil. O resultado permite inferir que, assim como esperado, a corrupção, um evento negativo, transmite maus sinais, afetando negativamente a avaliação de mercado (KOTHARI; SHU; WYSOCKI, 2009). Dessa forma, por mais que a estatística descritiva apresenta empresas envolvidas no esquema de Corrupção com Valor de Mercado

superiores, a sua oscilação negativa no período é maior comparativamente as

empresas que não tiveram envolvimento.

Tabela 03: Regressões

| Variável | Painel A: Regressão Linear - Variação do Valor de Mercado | | Painel B: Regressão Linear - Variação da Receita | |
|----------------|---|------------------|--|-------------------|
| | Coefficiente | P-Value | Coefficiente | P-Value |
| Constante | 0,0914 | 0,147 | 0,1679 | 0,330 |
| VEND | -0,4277 | 0,000 (*) | 0,0343 | 0,878 |
| VTANG | 0,0014 | 0,759 | 0,0138 | 0,273 |
| VTAM | 0,3813 | 0,000 (*) | 0,4905 | 0,005 (*) |
| VPIB | -0,0310 | 0,591 | -0,0291 | 0,855 |
| CORRUP | -0,2444 | 0,009 (*) | -0,5060 | 0,045 (**) |
| VREC | 0,0324 | 0,211 | - | - |
| Observações | | 207 | | 207 |
| Prob > F | | 0,0000 | | 0,0339 |
| R ² | | 0,3028 | | 0,0795 |
| Ano | | Sim | | Sim |
| Corrupção | | Sim | | Sim |
| Durbin-Watson | | 1,578435 | | 1,953876 |
| Mean VIF | | 1,04 | | 1,02 |
| Teste BP/CW | | 0,0000 | | 0,0172 |

Legenda: (*) – Significância ao nível de 1%; (**) – Significância ao nível de 5%.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Além deste estudo, Cao, Qin e Zhu (2018) também obteve resultado semelhante analisando o contexto chinês. Ao se verificar a relação da corrupção com a queda no valor das ações, concluiu-se que ambientes com maior intensidade de corrupção aumenta o risco de queda no valor de mercado da empresa. Os autores destacaram que a operação Lava Jato reduziu o valor mercado de empresas envolvidas no escândalo acima das variações médias. Portanto, percebe-se que, de fato, a corrupção, por mais que gere benefícios enquanto suas evidências permanecem desconhecidas, após a recepção dos fatos pelo mercado, há influências negativas que afetam a imagem da empresa e a sua avaliação.

O resultado obtido por meio da regressão permite aceitar H2, ou seja, para as companhias de engenharia e construção civil brasileiras condenadas, a corrupção é negativamente relacionada ao valor de mercado, induzindo a queda no valor desse indicador. Percebe-se que o resultado obtido possui uma explicação razoável de 30%, validando os achados. Sendo assim, por mais que os resultados destaquem tal relação, é necessária cautela na afirmação, pois entende-se que fatores além dos pertencentes à pesquisa também possuem influência no valor de mercado. Inclusive, esperava-se que a variação do PIB, com quedas acentuadas em alguns períodos, fosse um fator relacionado à variação do valor do mercado, mas o mesmo não apresentou

significância estatística para comprovar tal relação na amostra estudada.

Referente ao Painel B, que explica a variação das Receitas, percebe-se um resultado menos robusto estatisticamente, com uma explicação de 07%. Assim como no Valor de Mercado, a corrupção influencia negativa e estatisticamente. Portanto, o resultado evidencia que o mercado assimila negativamente a condenação por corrupção, diminuindo a Receita. Além disso, a boa reputação corporativa é relacionada com maior probabilidade de sustentação à longo prazo das companhias (ROBERTS; DOWLING, 2002), logo, companhias envolvidas em esquemas de corrupção acabam sendo marcadas negativamente, assim como pode ser visualizado com a relação negativa da Receita com a Corrupção.

Outro fator relacionado à queda da receita pelas companhias condenadas é a suspensão dos contratos públicos, ou seja, de parte das receitas das empreiteiras envolvidas no esquema. Como esperado, o envolvimento em esquemas de corrupção afeta a reputação das companhias (SAENZ; BROWN, 2018), fazendo com que isso afete o seu desempenho a longo prazo. Portanto, esse resultado confirma a hipótese H3, demonstrando que a corrupção influencia negativamente a receita. Como para a Variação do Valor de Mercado, o Tamanho também influencia a Variação da Receita.

Por fim, percebe-se que os preceitos da literatura identificados em empresas envolvidas em corrupção foram

encontrados ao analisar companhias de engenharia e construção civil brasileiros e, além disso, com a sinalização da participação em esquemas de corrupção, o valor de mercado e a receita deste grupo de empresas caiu, demonstrando seus efeitos negativos para as companhias.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A corrupção é um tema que frequenta constantemente as notícias no Brasil. Nos últimos anos, observou-se diversos esquemas sendo levados para julgamento em que a principal investigação a ser citada é a operação Lava Jato. Essa investigação, que teve seu início em 2014, busca, entre outras ramificações, fraudes em processos licitatórios envolvendo a Petrobrás e diversas empreiteiras, englobando empresas de capital aberto e fechado.

Conforme comenta a teoria da sinalização, eventos negativos referentes à empresa possuem efeitos no valor de mercado e desempenho. Com base nessa ideia principal, e que a corrupção é uma notícia ruim perante ao mercado e aos *shareholders*, o estudo conta com o objetivo de verificar a relação da corrupção com o valor de mercado das companhias de engenharia e construção civil brasileiras a partir a investigação da Lava Jato.

Os resultados obtidos pelo estudo evidenciam efeitos e relações da corrupção nas empresas. Primeiramente, verificou-se fatores relacionados a corrupção. Percebe-se que, assim como discutido na literatura, relações com

agentes públicos podem se relacionar com a corrupção. Além disso, por ser mensurada através da obtenção de empréstimos por um banco público, vai ao encontro de outros benefícios que são citados na literatura, como a facilitação na obtenção de financiamento público. Tais resultados confirmam H1, evidenciando que, assim como expresso na literatura, no setor de engenharia e construção civil, o relacionamento entre empresas com agentes públicos tende a facilitar a corrupção (ATHANASOULI; GOUJARD, 2015; TAHOUN, 2014).

Ao se analisar a variação do valor da empresa, nota-se efeitos da corrupção. Assim como esperado, o mercado reage mal a informações negativas, como é o caso da condenação por corrupção. Dessa forma, percebe-se que a corrupção influencia negativamente a variação do valor de mercado. Esse resultado é suportado pela teoria e estudos anteriores que, ao discutir efeitos da corrupção, a respeito da mesma investigação, obtiveram quedas no preço das ações das empresas envolvidas em esquemas que chegaram ao público. Portanto, os resultados confirmam a H2.

Por fim, a última análise permitiu verificar o efeito da corrupção na variação da receita, forma de mensuração da rentabilidade corporativa. O resultado evidencia que, assim como a variação do valor de mercado, a corrupção também é ruim para a rentabilidade. No contexto brasileiro das companhias de engenharia e construção civil, é importante destacar que empresas envolvidas nesse esquema

de corrupção tiveram seus contratos licitatórios cancelados e impedimentos ao adentrar em novos processos de licitação, fazendo com que houvesse perda de parte das receitas que movimentavam as companhias. Em decorrência da perda de receitas, houve empreiteiras entrando em recuperação judicial. Dessa forma, confirmou-se a H3.

Portanto, os resultados obtidos por este estudo evidenciam que as companhias envolvidas no esquema de corrupção descoberto pela investigação Lava Jato são de empresas com maior valor de mercado e maior receita, mas que tiveram oscilação negativa desses valores em maior escala do que companhias sem envolvimento. Além disso, as empresas envolvidas são maiores em quantidade de ativos e apresentam maior endividamento, o que também está relacionado a oferta de financiamento público e ao seu relacionamento próximo com agentes públicos.

Como limitações da pesquisa, destaca-se a mensuração de valor de mercado para as companhias de capital fechado, sendo que essa, em virtude da falta de mensuração explícita, foi elaborada com base no valor da variável correspondente, conforme base de dados *Thomson Reuters* e pode causar distorção na comparação as empresas listadas em bolsa de valores, que possuem uma métrica de valor de mercado de acordo com o valor de ação divulgado.

O estudo contribui para a temática de valor de mercado, analisando o

contexto específicos das empresas de engenharia e construção civil, setor esse utilizado em esquemas de corrupção e relevante economicamente. Discorre sobre a corrupção e seus problemas para as empresas e economia do país, questão social de grande importância. Na vertente prática, o estudo confirma as perspectivas teóricas dos efeitos negativos relacionados a corrupção nas companhias do setor de engenharia e construção civil na avaliação da empresa perante o mercado e *shareholders*, demonstrando *insight* de um setor inexplorado e de relevância no esquema de corrupção e no PIB brasileiro.

Para pesquisas futuras, destaca-se a utilização dos valores identificados como obtidos por meio da corrupção, assim como a receita advinda de licitações governamentais, que no caso da operação Lava Jato, foram identificados como forma de desvio. Além disso, a

utilização de dados da governança corporativa como forma de reduzir atitudes corruptas também é uma forma de agregar à pesquisa, demonstrando maneiras de combater tais atos.

Administração. Pode-se verificar ainda se eles são positivos e, de forma complementar, verificar quais são os impactos disso no comprometimento organizacional e na saúde mental dos acadêmicos.

Por fim, entre as limitações do presente estudo destaca-se o fato de que os sujeitos foram provenientes de um mesmo curso e instituição. Assim, os resultados aqui gerados não podem ser generalizados como sendo representativos de todos os contextos educacionais. No entanto, eles corroboram a possibilidade de que outros estudos podem ser desenvolvidos em instituições públicas e privadas, por exemplo, utilizando-se de abordagens tanto qualitativas como quantitativas.

REFERÊNCIAS

- AMARAL, M. A.; SANTOS, O. M. DOS. Efeito no preço das ações de empresas punidas por corrupção no âmbito do FCPA. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 2, p. 109-129, 2017.
- ATHANASOULI, D.; GOUJARD, A. Corruption and management practices: Firm level evidence. **Journal of Comparative Economics**, v. 43, n. 4, p. 1014-1034, 2015.
- BEUREN, I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2004.
- BORGES, E. F.; VIEIRA, E. T.; SILVA, C. A. T. Sinalização no Contexto Contábil: Práticas de Screening na Contratação de Serviços Profissionais. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 16, n. 1, p. 97-114, 2011.
- CAO, P.; QIN, L.; ZHU, H. Local corruption and stock price crash risk: Evidence from China. **International Review of Economics & Finance**, 2018.
- CAPASSO, S.; SANTORO, L. Active and passive corruption: Theory and evidence. **European Journal of Political Economy**, v. 52, p. 103-119, 2018.
- CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. Simple of Tobin ' s Approximation q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

- CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**, v. 88, p. 554–580, 2008.
- COHEN, L. J. et al. Waiting for guidance: Disclosure noise, verification delay, and the value-relevance of good-news versus bad-news management earnings forecasts. **Global Finance Journal**, v. 37, p. 79–99, 2018.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em Administração: Um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- CUERVO-CAZURRA, A. Corruption in international business. **Journal of World Business**, v. 51, n. 1, p. 35–49, 2016.
- DALMÁCIO, F. Z. et al. Governança Corporativa e Acurácia das Previsões Individuais dos Analistas: Uma Análise no Mercado Brasileiro. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 5, p. 104–139, 2013.
- DAYANANDAN, A.; DONKER, H.; KARAHAN, G. Do voluntary disclosures of bad news improve liquidity? **North American Journal of Economics and Finance**, v. 40, p. 16–29, 2017.
- DE ARAÚJO, E. C. C. et al. Corrupção e valor de mercado: os efeitos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil. **Revista Catarinense Da Ciência Contábil**, v. 17, n. 51, p. 41–58, 2018.
- DE JONG, M.; HENRY, W. P.; STANSBURY, N. Eliminating Corruption in Our Engineering/Construction Industry. **Leadership and Management in Engineering**, v. 9, n. 3, p. 105–111, 2009.
- DJANKOV, S. et al. Courts. **Quarterly Journal of Economics**, p. 453–517, 2003.
- FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II The comments of Fischer Black. **the Journal of Finance** *, v. XLVI, n. 5, p. 1575–1617, 1991.
- FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. São Paulo: Campus, 2009.
- FIRTH, M. et al. Inside the black box : Bank credit allocation in China ' s private sector. **Journal of Banking and Finance**, v. 33, n. 6, p. 1144–1155, 2009.
- GOH, L.; LIU, X.; TSANG, A. Voluntary disclosure of corporate political spending. **Journal of Corporate Finance**, 2018.
- GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, p. 3–73, 2005.
- HAIR JR., J. F. et al. **Análise Multivariada de Dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- KIM, D. S.; LI, Y.; TARZIA, D. Value of corruption in China: Evidence from anti-corruption investigation. **Economics Letters**, v. 164, p. 112–116, 2018.
- KOTHARI, S. P.; SHU, S.; WYSOCKI, P. D. Do managers withhold bad news. **Journal of Accounting Research**, v. 47, n. 1, p. 241–276, 2009.
- KUNISCH, S.; MENZ, M.; BIRKINSHAW, J. Spatially dispersed corporate headquarters: A historical analysis of their prevalence, antecedents, and consequences. **International Business Review**, v. 28, p. 148–161, 2019.
- LI, K.; YUE, H.; ZHAO, L. Ownership , institutions , and capital structure : Evidence from China. **Journal of Comparative Economics**, v. 37, n. 3, p. 471–490, 2009.

- MARINOVIC, I.; VARAS, F. No news is good news: voluntary disclosure in the face of litigation. **RAND Journal of Economics**, v. 47, n. 4, p. 822-856, 2016.
- MAZZI, F.; SLACK, R.; TSALAVOUTAS, I. The effect of corruption and culture on mandatory disclosure compliance levels: Goodwill reporting in Europe. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 31, p. 52-73, 2018.
- MÉON, P.-G.; SEKKAT, K. Does corruption grease or sand the wheels of growth? **Public Choice**, v. 122, p. 69-97, 2005.
- MÉON, P.-G.; WEILL, L. Is Corruption an Efficient Grease? **World Development**, v. 38, n. 3, p. 244-259, 2010.
- MILGRON, P.; ROBERTS, J. **Economics, organization and management**. New Jersey: Prentice Hall, 1992.
- MILLER, G. S.; SKINNER, D. J. The evolving disclosure landscape: How changes in technology, the media, and capital markets are affecting disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 53, n. 2, p. 221-239, 2015.
- MPF. **Caso Lava Jato**. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/caso-lava-jato>>. Acesso em: 25 nov. 2018.
- RAYMOND FISMÁN. Estimating the Value of Political Connections. **American Economic Review**, v. 91, n. 4, p. 1095-1102, 2001.
- ROBERTS, P. W.; DOWLING, G. R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 1093, p. 1077-1093, 2002.
- ROYCHOWDHURY, S.; SLETTEN, E. Voluntary disclosure incentives and earnings informativeness. **Accounting Review**, v. 87, n. 5, p. 1679-1708, 2012.
- SAENZ, C.; BROWN, H. The disclosure of anticorruption aspects in companies of the construction sector: Main companies worldwide and in Latin America. **Journal of Cleaner Production**, v. 196, p. 259-272, 2018.
- SILVA, R. C. E. O. et al. Análise de Desempenho das Ações das Empresas do Setor da Construção Civil na Bovespa em Relação à Rentabilidade, Estrutura de Capital e Conjuntura Setorial. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 14, n. 41, p. 9-19, 2015.
- SOLÉ-OLLÉ, A.; SORRIBAS-NAVARRO, P. Trust no more? On the lasting effects of corruption scandals. **European Journal of Political Economy**, p. 1-19, 2017.
- SPENCE, M. Job market signaling. **Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973.
- TAHOUN, A. The role of stock ownership by US members of Congress on the market for political favors. **Journal of Financial Economics**, v. 111, n. 1, p. 86-110, 2014.
- TANZI, V. Corruption Around the World: Causes, Consequences, Scope, and Cures. **Staff Papers - International Monetary Fund**, v. 45, n. 4, p. 559-594, 1988.
- THAKUR, B. P. S.; KANNADHASAN, M. Corruption and cash holdings: Evidence from emerging market economies. **Emerging Markets Review**, v. 38, p. 1-17, 2019.
- TRANSPARENCY-INTERNATIONAL. **Corruption perceptions index 2017**. Disponível em: <https://www.transparency.org/news/feature/corruption_perceptions_index_2017>. Acesso em: 25 nov. 2018.
- WANG, Y.; YOU, J. Corruption and firm growth: Evidence from China. **China Economic Review**, v. 23, n. 2, p. 415-433, 2012.

- WATSON, A.; SHRIVES, P.; MARSTON, C. Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. **British**, v. 34, p. 289–313, 2002.
- WOLFE, J.; SAUAIA, A. C. A. The Tobin q as a company performance indicator. **Developments in Business Simulation and Experiential Learning**, v. 30, p. 155–159, 2003.
- XU, X.; LI, Y. Local corruption and corporate cash holdings : Sheltering assets or agency conflict ? **China Journal of Accounting Research**, v. 11, n. 4, p. 307–324, 2018.

NOTA

- (1) Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau/FURB, Blumenau-SC. <http://orcid.org/0000-0002-2861-7091>
- (2) Mestra em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau/FURB. Professora da graduação na UNIDEP, Pato Branco-PR. <http://orcid.org/0000-0002-4074-435X>.
- (3) Doutor em Métodos Numéricos pela Universidade Federal do Paraná/UFPR – Professor Permanente do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau/FURB, Blumenau-SC. <http://orcid.org/0000-0003-0309-3604>.
- (4) Doutor em Administração pela Universidade de São Paulo/FEA-USP. Professor Permanente do Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas e do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis na Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo-SP. <http://orcid.org/0000-0002-4697-5685>.

Enviado: 05/12/2019
Aceito: 17/11/2020