

# **O EFEITO DA CORRUPÇÃO CORPORATIVA NO MERCADO DE CAPITAIS DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA**

*EFFECT OF CORPORATE CORRUPTION ON THE USA CAPITAL MARKET*

**DOI:** [HTTP://DX.DOI.ORG/10.13059/RACEF.V13I2.871](http://dx.doi.org/10.13059/RACEF.V13I2.871)

**Danival Sousa Cavalcante**

danival@ufc.br

Universidade Federal do Ceará

**Igor Rodrigo Menezes Teodósio**

igormteodosio@gmail.com

Universidade Federal do Ceará

**Marcia Martins Mendes De Luca**

marciammdeluca@gmail.com

Universidade Federal do Ceará

**Alan Diógenes Góis**

alandgois@hotmail.com

Faculdade Fipecafi

**Data de envio do artigo:** 25 de Junho de 2021.

**Data de aceite:** 03 de Junho de 2022.

**Resumo:** Fundamentado na Teoria da Sinalização, este estudo analisa o efeito da divulgação de casos de corrupção corporativa sobre o retorno anormal nos preços das ações das empresas que atuam no mercado de capitais dos Estados Unidos da América, quando da divulgação das primeiras denúncias em jornais e mídia especializada, e da sua efetiva condenação pela Securities and Exchange Commission por violação à Foreign Corrupt Practices Act (FCPA). Fez-se uso da técnica estudo de eventos e o contexto de análise compreende os eventos ocorridos em 2018. Os resultados evidenciaram que não houve sustentação estatística para generalizar um movimento de desvalorização na cotação das ações de empresas da amostra envolvidas em atos de corrupção, seja pela divulgação midiática de notícias anteriores, seja pela efetiva condenação das companhias. Entretanto, ocorreram movimentos aleatórios, em alguns casos significantes e noutros insignificantes, sugerindo que os investidores não reagem aos casos de corrupção, podendo isso ser reflexo de informações previsíveis por eles.

**Palavras-chave:** Corrupção corporativa. Foreign Corrupt Practices Act. Mercado de capitais. Teoria da Sinalização.

**Abstract:** *Based on the Signaling Theory, we evaluated the effect of the disclosure of corporate corruption on the abnormal return in the stock prices of firms operating on the US capital market, when the first complaints are reported in major newspapers and specialized media, and the announcement by the Securities and Exchange Commission of the conviction of firms in violation of the Foreign Corrupt Practices Act (FCPA). The event study method was used, and the context of analysis comprises the events that occurred in 2018. The results showed that the statistical tests do not support the hypothesis of devaluation of stock prices of firms involved in corruption scandals as a result of media coverage or the announcement of convictions. However, significant and non-significant random trends were observed, suggesting investors*

*do not react to media coverage of corporate corruption, possibly due to foreknowledge.*

**Keywords:** *Corporate corruption. Foreign Corrupt Practices Act. Capital market. Signaling theory.*

## 1. INTRODUÇÃO

A corrupção corporativa exerce efeitos adversos na economia de uma nação (FERRIS; HANOUSEK; TRESI, 2021; SHLEIFER; VISHNY, 1993). Segundo a Association of Certified Fraud Examiners [ACFE] (2018), a corrupção constitui um dos riscos mais significativos para as organizações. De acordo com Cuervo-Cazurra (2016), a corrupção pode ser definida como um pagamento monetário a agentes (públicos ou privados) para persuadi-los a relevar os interesses do principal em benefício dos interesses individuais do corruptor. Embora a corrupção esteja contida no amplo campo das distintas espécies de fraudes corporativas, este estudo analisa o cenário exclusivo da corrupção corporativa.

A tentativa de relacionar corrupção com mercado de capitais não é considerada fácil, já que constitui tema que traz em sua essência o comportamento secreto e dissimulado, para não evidenciar imagem negativa para os stakeholders (MIARI; MESQUITA; PARDINI, 2015). Entretanto, o mercado de capitais, aqui representado pelos acionistas/investidores, é sensível a informações que envolvem as organizações, haja vista que seus agentes podem reagir positiva ou negativamente aos sinais emitidos pelas empresas (ANTÔNIO; STICCA; AMBROZINI, 2018; LAKSHMI; SAHA; BHATTARAI, 2020), traduzindo-se em ameaças e riscos ou em oportunidades para os investimentos. Nesse contexto, Lakshmi, Saha e Bhattarai (2020) explicam que os investidores podem perceber os sinais da corrupção de diferentes formas, já que seus efeitos são imprevisíveis.

A Teoria da Sinalização, desenvolvida por Spence (1973), considera que os sinais são ações ou atributos, elaborados ou casuais, os quais alteram a crença e as percepções dos

stakeholders. Nesse teor, a divulgação de atos de corrupção, especialmente as primeiras notícias e a efetiva condenação, é um sinal que pode provocar diferentes efeitos no mercado de capitais, desde a perda de credibilidade da empresa envolvida até o desinvestimento pelos aplicadores, com a consequente desvalorização de suas ações.

Ressalte-se que a discussão sobre corrupção no ambiente corporativo vem ganhando relevância nos últimos anos, devido a descobertas de eventos de corrupção envolvendo grandes corporações de atuação internacional. Dentre os mecanismos legais contra as práticas de corrupção no cenário empresarial, tem-se a lei promulgada nos Estados Unidos, em 1977, denominada Foreign Corrupt Practices Act (FCPA), que proíbe práticas comerciais corruptas por cidadãos e empresas que atuam no país e que conduzem negócios no exterior (KAIKATI et al., 2000).

Em 2010, a Securities Exchange and Commission (SEC) criou uma unidade para melhorar a aplicação da FCPA, estabelecendo para empresas que emitem ações nos EUA a proibição de subornar funcionários estrangeiros para a realização de contratos governamentais e outros negócios (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION [SEC], 2018). As implicações anticorrupção da FCPA alcançam três categorias de agente: i) emissores de valores mobiliários; ii) empreendimentos nacionais; e iii) outros agentes que agirem em território estadunidense promovendo pagamentos ilícitos, assim como pessoas que agirem em nome das partes envolvidas (BUSINESS ANTI-CORRUPTION PORTAL [GAN], 2018).

Reconhecendo o ambiente corporativo, especialmente o mercado de capitais, como um campo de investigação dos efeitos da corrupção, alguns pesquisadores procuraram compreender os impactos da corrupção no setor privado, inclusive relacionando-a com o valor das empresas (AMARAL; SANTOS, 2017; ARGANDOÑA, 2005; BORGMAN; DATAR, 2012; DION, 2010; LEE; NG, 2002; LENG et al., 2011; MIARI; MESQUITA; PARDINI, 2015; SILVERS, 2016).

Lee e Ng (2002) argumentam que a divulgação de prática de corrupção pode afetar a avaliação da empresa, baseando-se em evidências empíricas segundo as quais os altos níveis de corrupção estão associados com o baixo crescimento da economia, sendo essa uma premissa para que o valor da empresa seja impactado negativamente, assim como a prática pode afetar negativamente a sua expectativa de fluxo de caixa futuro.

Cuervo-Cazurra (2016) adverte que não há um consenso quanto às consequências da corrupção no âmbito empresarial. Amaral e Santos (2017) analisaram se a cotação das ações de empresas punidas por violação à FCPA reage de forma negativa quando da divulgação da sanção, não identificando, contudo, efeitos estatisticamente significativos.

Assim, com base nos pressupostos da Teoria da Sinalização, que fundamentam que a divulgação de casos de corrupção pode vir a comprometer a reputação da empresa, e gerar reflexo em seu valor de mercado (AMARAL; SANTOS, 2017; BANDEIRA et al., 2015); além de ser um sinal que pode influenciar a percepção dos diversos agentes relacionados ao mercado de ações, e com base na literatura prévia, em que não foi observado o efeito nos retornos anormais nos preços das ações a partir da divulgação de práticas de corrupção corporativa com base em notícias e com base na efetiva condenação, o estudo visa a responder ao seguinte questionamento: Qual o efeito no retorno anormal sobre os preços das ações de empresas condenadas por violação à FCPA em momentos em torno da divulgação midiática de seu envolvimento em caso de corrupção e da sua efetiva condenação?

Para obter resposta ao questionamento, o estudo tem por objetivo analisar o efeito da divulgação dos casos de corrupção corporativa sobre o retorno anormal nos preços das ações das empresas que atuam no mercado de capitais dos Estados Unidos da América e que violaram a Lei FCPA.

Embora se reconheça a existência de estudos que relacionem o tema corrupção corporativa com o valor da organização

(MIARI; MESQUITA; PARDINI, 2015; SILVERS, 2016), com os impactos dos anúncios de condenação (AMARAL; SANTOS, 2017), com perdas reputacionais (SAMPATH; GARDBERG; RAHMAN, 2016) e os efeitos nos retornos após o início de investigações policiais (ARAÚJO et al., 2018; BARROS; LOPES; ALMEIDA, 2017), não foram identificados estudos que analisassem o efeito da divulgação de prática de corrupção na cotação das ações de empresas com base nas primeiras informações divulgadas em jornais e mídia especializada, antes de qualquer julgamento e condenação. Dessa forma, justifica-se a realização deste estudo que visa a preencher essa lacuna de pesquisa, a partir da análise dos efeitos das práticas de corrupção corporativa no retorno anormal das ações das empresas condenadas, considerando o momento da divulgação de ato de corrupção em jornais e mídia especializada e o momento logo após a divulgação da condenação da empresa por violação à FCPA.

Espera-se, portanto, que este estudo contribua para o avanço da literatura científica sobre os efeitos da divulgação de casos de corrupção no mercado de capitais, de modo a identificar se os sinais negativos da corrupção, com base nos pressupostos da Teoria da sinalização, são aspectos considerados pelos investidores nos seus processos de decisão em ambientes de informação assimétrica. Destaque-se, ainda, que o ambiente corporativo constitui um rico campo para se explorar a temática, tornando-se espaço amplo para o desenvolvimento de pesquisas, combinando-se diferentes variáveis, o que possibilita estudos mais analíticos e sistemáticos sobre o comportamento do mercado de capitais diante do conhecimento de casos de corrupção corporativa.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1. Corrupção corporativa, a FCPA e a Teoria da Sinalização**

A corrupção é o ato ou efeito de dar ou receber um objeto de valor, com a intenção de

que alguém faça ou deixe de fazer algo, violando regras explícitas ou implícitas que deveriam ser observadas, para galgar um benefício próprio ou de um terceiro (ARGANDOÑA, 2005). No entanto, ressalta-se que, por se tratar de um fenômeno complexo, a corrupção não possui uma definição exclusiva.

Alguns autores reconhecem a dificuldade de defini-la, alegando que o entendimento de corrupção, ou do que seja um ato corrupto, varia de acordo com a percepção, a tolerância, e ainda segundo as características do país, cultura e grupos sociais (MIARI; MESQUITA; PARDINI, 2015). Apesar disso, alguns autores aplicam definições semelhantes de corrupção nos campos da gestão e da política (ZYGLIDOPOULOS, 2015), já que a corrupção pode ocorrer exclusivamente no setor privado, no setor público ou em ambos simultaneamente.

A corrupção é considerada um dos grandes obstáculos ao crescimento e desenvolvimento social e econômico de uma nação (MIARI; MESQUITA; PARDINI, 2015; WANG; YOU, 2012), de modo que seus efeitos causam prejuízos como, por exemplo, redução de investimentos públicos diretos (TANZI, 1998); desemprego (EVERETT; NEU; RAHAMAN, 2007); ineficiência dos serviços públicos (JUSTESEN; BJØRNSKOV, 2014); e diminuição da capacidade de atrair investimentos estrangeiros (LAMBSDORFF, 2003).

A corrupção está, portanto, relacionada à ideia de abuso de poder confiado para ganho ou benefício próprio (SANTOS; TAKAMATSU, 2018; TRANSPARENCY INTERNATIONAL [TI], 2018), e é considerada um problema global que afeta toda a sociedade, governos e empresas (LOPES JÚNIOR et al., 2018).

No contexto empresarial, a corrupção corporativa é tida como uma espécie de fraude, representando um dos riscos mais significativos para as organizações em muitos setores e regiões (ACFE, 2018), já que pode comprometer o desenvolvimento do mercado e reduzir a lucratividade no longo prazo (BORGMAN; DATAR, 2012; SANTOS; GUEVARA; AMORIM, 2013). Além disso, observa-se, sobretudo nos últimos anos, um aumento no número de organizações

responsabilizadas e penalizadas por atos ilegais praticados pelos seus funcionários e por práticas de corrupção (WELLS, 2014).

Contudo, e embora haja um entendimento de que a corrupção constitui algo ruim para os agentes econômicos e que haja leis que a penalizam, alguns gestores utilizam práticas ilícitas para obter vantagens sobre os concorrentes (CUERVO-CAZZURA, 2016). Desse modo, os gestores podem racionalizar a corrupção como fonte de vantagem competitiva em países corruptos ou como mecanismo de redução dos custos de transação em nações com baixo nível de regulação (CUERVO-CAZZURA, 2016). Estudos recentes questionam até que ponto a corrupção prejudica ou beneficia a posição competitiva da empresa (PERTIWI, 2018).

Vale lembrar que a participação de empresas transnacionais em esquemas de corrupção foi justificada por anos como necessária para a realização de negócios em países onde havia a cultura de corrupção (FERREIRA; MOROSINI, 2013).

Em se tratando de iniciativas e políticas internacionalmente reconhecidas para combater, fiscalizar e punir práticas corruptivas, em 1977, foi aprovada a Foreign Corrupt Practice Act (FCPA), lei estadunidense de combate à corrupção, com o intuito de promover mudanças na forma como as companhias conduziam seus negócios em países estrangeiros (AMARAL; SANTOS, 2017). A FCPA é considerada um marco para outras medidas legais de combate à corrupção comercial internacional (GRECO FILHO, 2016).

As principais características da lei estadunidense de práticas de corrupção no exterior (FCPA) estão resumidas no Quadro 1.

#### Quadro 1 – Principais características da Lei FCPA.

Objetivo de combater o suborno de funcionários públicos no exterior.
Proíbe o pagamento de subornos a representante de governos estrangeiros com a finalidade de obter, reter ou direcionar qualquer negócio.
Aplicada a condutas proibidas em qualquer lugar do mundo e se estende a empresas de capital aberto e seus executivos, diretores, funcionários, acionistas e agentes.
Aplica-se a todos os atos de <u>corrupção</u> cometidos por empresas ou pessoas, americanas ou não, estabelecidas nos Estados Unidos ou simplesmente listadas em bolsa de valores no território americano ou que participam direta ou indiretamente destas.
É aplicada em conjunto pelo Departamento de Justiça dos Estados Unidos (DOJ) e pela Securities Exchange and Commission (SEC).
Exige que os emissores mantenham livros e registros precisos e tenham um sistema de controles internos suficiente para, entre outras, fornecer garantias razoáveis de que as transações são executadas e os ativos são acessados; e contabilizados, de acordo com a autorização da administração.
As penalidades aplicadas podem ser criminais, cíveis e administrativas.

Fonte: Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) (UNITED STATES OF AMERICA, 1977).

Especificamente sobre a FCPA – foco deste estudo –, importa lembrar que a sua aplicação, no contexto empresarial, não se restringe às empresas dos Estados Unidos da América, estendendo-se às suas subsidiárias, joint ventures, às empresas registradas nos EUA e às que negociam ações em bolsas de valores estadunidenses (FERREIRA; MOROSINI, 2013). Nesse contexto, cabe à SEC a responsabilidade pela impetração de ações de restrição civil relacionadas ao descumprimento da FCPA, sendo suas punições limitadas a multas ou à devolução de dividendos obtidos nas operações objeto de suborno, abrangendo empresas e indivíduos (AMARAL; SANTOS, 2017).

Críticos da FCPA têm reclamado que a honestidade forçada em virtude da FCPA vem deixando as empresas em desvantagem competitiva em relação aos concorrentes estrangeiros (PERLMAN; SYKES, 2017). Em virtude disso, alguns estudos analisaram os efeitos da FCPA em relação à competitividade no mercado.

Destaca-se, assim, o estudo de Graham (1984), que não encontrou evidências de que a

FCPA tenha criado desvantagem competitiva para os exportadores dos Estados Unidos da América, e verificou que a participação dos EUA nas importações de países onde a FCPA havia sido considerada um desincentivo à exportação comportou-se de modo semelhante à participação do país nas exportações para outras nações. Já Skousen e Wright (2009) verificaram que a FCPA não foi efetiva, pois criou desvantagem competitiva para as companhias em relação àquelas não sujeitas à FCPA.

Nesse contexto, com foco no mercado de capitais e nas empresas sujeitas à aplicação da FCPA, este estudo enfatiza a análise dos retornos anormais no preço das ações das companhias quando da divulgação de atos de corrupção praticados por empresas e de sua consequente condenação, fundamentado na Teoria da Sinalização.

Os mercados de capitais são caracterizados por assimetria de informações, tendo em vista que as informações disponíveis, em geral, são insuficientes para a melhor tomada de decisão (BARRETO; MACEDO; ALVES, 2014). Diante disso, os diversos stakeholders buscam diferentes fontes de informações para melhor subsidiar seus processos de decisão e reduzir os problemas de informações (CORREIA; COSTA; LUCENA, 2018). Dalmácio et al. (2013) retratam que se existe assimetria de informação, indivíduos e/ou empresas podem fornecer aos usuários a informação necessária, a fim de eliminar e/ou reduzir tal assimetria, cujas informações são denominadas sinais.

A Teoria da sinalização, proposta por Spence (1973), pode ajudar a explicar o comportamento dos diferentes agentes no contexto de informação assimétrica e como essa assimetria influencia o processo decisório em uma ampla variedade de contextos (SPENCE, 1973), inclusive nos mercados de capitais, uma vez que os sinais, sejam eles positivos ou negativos, podem influenciar a percepção dos diferentes interessados (MAVLANOVA; BENBUNAN-FICH; KOUFARIS, 2012). E no mercado de ações, informações precisas e tempestivas têm sido indispensáveis nos mais diversos tipos de negociações (SANTOS; CUNHA;

TAFFAREL, 2017).

As organizações mais lucrativas sinalizam sua força competitiva, aumentando seu disclosure por meio de melhores informações para o mercado (DAINELLI; BINI; GIUNTA, 2013), com o objetivo de oferecer um elemento diferencial em relação às outras empresas (ALVES; GRAÇA, 2013). Assim, a partir da emissão de sinais e informações sobre a organização, há a possibilidade, imediata ou não, de um impacto na reputação corporativa, positivo ou negativo, já que os investidores e analistas de mercado estão atentos às divulgações de sinais que possam refletir-se no valor dos investimentos, sendo capazes de avaliar para cima ou para baixo a cotação das ações a partir de movimentações de forte demanda ou oferta no mercado.

Diante disso, e considerando-se mercados cada vez mais competitivos, as organizações buscam estratégias para atrair investidores, e, assim, aumentar seus resultados. Nesse sentido, destaca-se a reputação corporativa, que é considerada uma ferramenta estratégica valiosa (CHAN-OLMSTED, 2006), resultando em maior credibilidade, confiança e status social, de modo que tais características podem resultar em maior lucratividade e participação de mercado.

O contrário, porém, ou seja, a reputação corporativa manchada por eventos negativos, também pode se refletir em descrédito e desvalorização no mercado, principalmente quando relacionados a atos de corrupção (CHAN-OLMSTED, 2006).

Ademais, a empresa com reputação corporativa negativa tende a sofrer com o desempenho financeiro inferior e a perda de valor de mercado (SERVAES; TAMAYO, 2013). Chang (2007) relata que, devido à reputação negativa de uma empresa, os investidores acabam vendendo suas ações por valor inferior ao considerado justo (dumping), mesmo que ela venha gerando lucro.

Diante do exposto, e fundamentado na Teoria da Sinalização, este estudo considera que os sinais de corrupção emitidos para o mercado, tanto pelas primeiras notícias divulgadas em jornais e mídia especializada quanto pela efetiva condenação por violação à FCPA, podem ser

considerados sinais relevantes, já que impactam a reputação corporativa, e podem refletir diretamente sobre os preços das ações.

## 2.2. Hipóteses de pesquisa

Lee e Ng (2002) verificaram que as empresas de países mais corruptos possuem múltiplos de mercado menores, indicando que a corrupção impacta a expectativa de fluxos de caixa futuros, refletindo em um valor menor para os proprietários. O fato de a corrupção poder afetar negativamente o valor da empresa (BORGMAN; DATAR, 2012) deve-se ao fato de os investidores enxergarem como um risco para a empresa, desvalorizando suas ações (PANTZALIS; PARK; SUTTON, 2008). Essa desvalorização gera resultados anormais negativos na cotação das ações como consequência das restrições, argumentando que as implicações negativas podem influenciar o desempenho e a sobrevivência da companhia ao longo do tempo (LENG et al., 2011).

Silvers (2016) aferiu o efeito no valor de empresas estrangeiras não notificadas por ações da SEC quando outras companhias estrangeiras do mesmo setor foram notificadas, notando um efeito positivo nas do primeiro grupo, sendo menor a cada nova notificação, porém permanecendo positiva, indicando a percepção dos acionistas em desvalorizar as ações das empresas devido a atos de corrupção.

Ao observar os retornos anormais diários, Amaral e Santos (2017) notaram um comportamento negativo estatisticamente significativo anterior à data do evento, sugerindo que os participantes do mercado tiveram acesso antecipado às informações, além de observar que o mercado reagiu fortemente ao anúncio da punição da empresa, tanto no dia do anúncio quanto no dia seguinte.

Considerando aspectos institucionais, Sampath, Gardberg e Rahman (2016) mostraram que as empresas que cometem suborno em países hospedeiros menos corruptos e com o envolvimento de executivos sofrem maiores penalidades de mercado do que as concorrentes, enquanto a perda de reputação é mais

significativa, e que a mão invisível do mercado penaliza as empresas em cerca de 4,5 vezes a mais do que a mão visível dos reguladores.

No contexto brasileiro, Miari, Mesquita e Pardini (2015) avaliaram a influência do envolvimento de uma organização em ato de corrupção sobre a criação de valor para os acionistas por meio de estudo de eventos, e apontaram variações negativas e positivas em torno da data da divulgação do evento, sem significância estatística, concluindo, assim, que o mercado não age eficientemente no sentido de punir a empresa pelo cometimento de ato ilícito.

Ao analisar os efeitos da Operação Lava Jato, Araújo et al. (2018) indicaram uma redução no valor de mercado das empresas diretamente envolvidas, em nível acima de variações que ocorreram no mercado. Enquanto isso, para as demais empresas dos setores envolvidos evidenciou-se um efeito positivo sobre o retorno anormal acumulado. De modo distinto, Padula e Albuquerque (2018) observaram uma forte desvalorização nas maiores empresas estatais negociadas na B3 e, conseqüentemente, também em suas American Depositary Receipt (ADR), indicando uma queda no crescimento econômico, apoiando a teoria de prejuízo da corrupção em longo prazo.

Comparando os efeitos da Operação Carne Fraca da Polícia Federal em empresas brasileiras e mexicanas, Barros, Lopes e Almeida (2019) sugerem evidências da presença de retornos anormais negativos e significativos para as empresas brasileiras, e de retornos anormais positivos e significativos para as empresas mexicanas, corroborando a hipótese de presença de efeito-contágio em decorrência da investigação de corrupção na Operação Carne Fraca.

Com base na revisão de literatura e na fundamentação teórica apresentadas, definem-se duas hipóteses de pesquisa. Na primeira hipótese, espera-se que, diante da avaliação dos agentes de mercado, o efeito nos retornos anormais nos preços de ações a partir da divulgação de notícias pela mídia, envolvendo práticas de corrupção pelas empresas, seja

negativo. Dessa forma, tem-se a seguinte hipótese:

Hipótese H1: A divulgação de práticas de corrupção corporativa a partir de notícias prévias publicadas em jornais e mídia especializada, antes do julgamento e da efetiva condenação das empresas, provoca retornos anormais negativos no preço de suas ações.

Na segunda hipótese de pesquisa, de forma similar à primeira, também se espera que, a partir da efetiva condenação das empresas por práticas de corrupção, seja verificada uma movimentação negativa nos retornos anormais nos preços de suas ações diante da avaliação dos agentes do mercado. Assim, apresenta-se a segunda hipótese de pesquisa:

Hipótese H2: A divulgação da efetiva condenação das empresas por práticas de corrupção provoca retornos anormais negativos no preço de suas ações.

### 3. METODOLOGIA

O contexto de análise da pesquisa compreende os eventos ocorridos no ano de 2018, que é o período com dados disponíveis mais recentes, em relação ao ano de elaboração desta pesquisa (2019), e foi o exercício que registrou o maior valor médio de multas aplicadas pela SEC por atos de corrupção por empresa, desde o advento da FCPA, em virtude da penalidade imposta por corrupção à empresa Petrobras S/A.

A pesquisa adota a abordagem conhecida como estudo de eventos, de Campbell, Lo e Mackinlay (1997) e Kliger e Guverich (2014), que estabelecem sete etapas: (i) definição do evento; (ii) seleção do critério; (iii) cálculo de retorno normal e de retorno anormal; (iv) procedimentos de estimação; (v) procedimentos de teste; (vi) resultados empíricos; e (vii) interpretação e conclusão. A técnica vem sendo utilizada por pesquisadores que desejam verificar o impacto de eventos corporativos na cotação das ações de empresas (AMARAL; SANTOS, 2017; BARROS; LOPES; ALMEIDA, 2019; MATSUMOTO; BARALDI; JUCÁ, 2018).

A técnica estudo de eventos é aqui utilizada com o intuito de analisar a reação do mercado de capitais à divulgação de informações sobre casos de corrupção corporativa, envolvendo companhias condenadas pela SEC por violação à FCPA, em dois momentos: informações iniciais sobre o envolvimento em ato de corrupção publicadas em jornais e mídia especializada, na fase anterior ou concomitante ao início de investigação do caso; e informação publicada sobre a sua condenação pela SEC.

Para a definição do evento e do critério de seleção, foi estabelecida uma janela de eventos que contempla 10 pregões anteriores e 10 pregões posteriores à data da publicação da informação, além do próprio dia da divulgação, totalizando 21 dias. Para o cálculo dos retornos esperados das ações das empresas durante esse intervalo, foi definida uma janela de estimação contendo os 120 pregões imediatamente anteriores ao primeiro dia de pregão de início da janela de eventos de 21 dias. O Quadro 2 ilustra as janelas de estimações e de eventos do estudo aplicado.

**Quadro 2 – Janelas de estimação e de evento.**

Janela de estimação		Janela de evento	
120 dias de pregões imediatamente anteriores à janela do evento	10 dias de pregões anteriores ao dia do evento (-D10 a - D1)	1 pregão do dia do evento (D0)	10 dias de pregões posteriores ao dia do evento (D1 a D10)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Quanto à definição do evento, utilizam-se dois tipos: (i) a data da notícia mais antiga acerca do caso de corrupção divulgada em jornais e mídia especializada sobre a empresa condenada por violar a FCPA em 2018, podendo essa informação ter ocorrido em anos anteriores ao do julgamento/

condenação; e (ii) a data de divulgação do julgamento/condenação da empresa por violação à FCPA na SEC, ocorrida em 2018. Com base na definição do evento e do critério de seleção, a Tabela 1 apresenta as empresas participantes da análise.

**Tabela 1 – Empresas condenadas na FCPA em 2018.**

Empresa	Ticker	País	Data Mídia	Data SEC	Valor da multa (US\$)
ElbitImaging	EMITF	Israel	01/04/2016 <sup>a</sup>	09/03/2018	500,000
Kinross Gold	KGC	Canadá	02/10/2015 <sup>a</sup>	26/03/2018	950,000
The Dun & Bradstreet Corp.	DNB	EUA	19/03/2012 <sup>a</sup>	23/04/2018	9,221,484
Credit Suisse Group AG	CS	Suíça	06/11/2017 <sup>a</sup>	05/07/2018	76,700,000
Legg Mason	LM	EUA	30/05/2018 <sup>a</sup>	27/08/2018	67,500,000
Sanofi	SNY	França	08/10/2014 <sup>b</sup>	04/09/2018	25,200,000
United Technologies	UTX	EUA	27/04/2015 <sup>c</sup>	12/09/2018	13,986,534
Petrobras	PBR	Brasil	31/03/2016 <sup>d</sup>	27/09/2018	1,786,000,000
Stryker Corp	SYK	EUA	18/04/2018 <sup>e</sup>	28/09/2018	7,800,000
Centrais Elétricas Brasileiras S/A	EBR	Brasil	28/07/2015 <sup>a</sup>	26/12/2018	2,500,000
Total					1,990,358,018

Nota: <sup>a</sup>The Wall Street Journal; <sup>b</sup>Le Monde; <sup>c</sup> Global Investigations Review; <sup>d</sup>Financial Times; <sup>e</sup>Anti-Corruption Digest.

Fonte: Elaborado pelos autores.

O procedimento de estimativa se refere ao cálculo dos retornos normal, anormal e anormal acumulado. O cálculo dos retornos normal e anormal se baseia em Campbell, Lo e Mackinlay (1997) e Klinger e Guverich (2014), segundo os quais o retorno anormal (RA, ou abnormal return – AR) reflete o efeito da informação divulgada na cotação das ações, calculado por meio da Equação 1.

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t) \quad (\text{Equação 1})$$

Em que:  $RA_{it}$  = retorno anormal;  $R_{it}$  = retorno observado (real), mensurado pelo logaritmo da razão entre as cotações da ação em  $t$  e  $t-1$ ; e  $E(R_{it}|X_t)$  = retorno normal, dado o retorno de  $X_t$ , sendo que este representa o comportamento do mercado, que no estudo considera como base o Índice S&P500.

Optou-se pelo Índice S&P500 devido à característica da amostra: empresas listadas no mercado de capitais dos Estados Unidos da América e sob regulação da SEC. Quanto aos retornos normais, por sua vez, foi utilizado o modelo de mercado, de acordo com Campbell, Lo e Mackinlay (1997) e Klinger e Guverich (2014), que é mensurado por meio de uma regressão linear simples, de acordo com a Equação 2, apresentada no Quadro 3.

**Quadro 3 – Equação 2**

$R_{it} = \alpha_i + \beta_1 Rm_t + \varepsilon_{it}$	
Variável dependente	Variável Independente
$R_{it}$ = retorno mensurado pelo logaritmo natural da razão entre a cotação da ação em $t$ e em $t-1$	$\alpha$ = intercepto;
	$\beta$ = declividade;
	$Rm_t$ = retorno da carteira de mercado, que, no caso, corresponde ao do Índice S&P500; e
	$\varepsilon_{it}$ = erro

Fonte: Elaborado pelos autores.

Após os cálculos dos retornos anormais, é mensurado o retorno anormal acumulado (RAA ou cumulative abnormal return – CAR), com base em Campbell, Lo e Mackinlay (1997) e Kliger e Guverich (2014), já que são considerados vários períodos, de acordo com a Equação 3.

$$RAA_{i(\tau_1, \tau_2)} = \sum RA_{it} \quad (\text{Equação 3})$$

Em que:

- RAAi = retorno anormal acumulado;
- 1 = primeiro dia da janela do evento;
- 2 = último dia da janela do evento; e
- RA<sub>it</sub> = retorno anormal.

O procedimento consiste na aplicação de testes estatísticos sobre os retornos anormais calculados (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997). Para tanto, aplicou-se a estatística t sobre o RA e o RAA.

O procedimento consiste na aplicação de testes estatísticos sobre os retornos anormais calculados (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997). Para tanto, aplicou-se a estatística t sobre o RA e o RAA.

As últimas etapas da abordagem do estudo de eventos (resultados empíricos e interpretação e conclusão) são discutidas na seção seguinte. Para tanto, as notícias mais antigas sobre corrupção envolvendo as empresas foram extraídas de jornais e mídia especializada. A busca dessas notícias deu-se pelos nomes das empresas e por palavras-chave (corruption, bribery e fraud). As informações sobre as empresas condenadas por violação à FCPA na SEC foram obtidas no próprio website da SEC, na seção intitulada SEC Enforcement Actions: FCPA Cases.

As informações sobre a cotação das ações e o Índice S&P500 foram obtidas no website do Yahoo Finance. Os procedimentos de estimativa e de testes foram executados por meio da ferramenta Event Study Tools (SCHIMMER; LEVCHENKO; MÜLLER, 2015).

#### 4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

De acordo com os dados levantados, dentre

os diversos motivos que levaram as empresas da amostra a ser condenadas por violação à FCPA em 2018, destacam-se: (i) violação de livros contábeis e registros de controle interno; (ii) esquema ilícito de licitação e propina; (iii) inflacionamento de custos contratuais e simulação de faturas; (iv) fornecimento de declarações financeiras falsas a investidores ocultando um grande esquema de subornos a licitações na empresa; e (v) pagamentos ilegais a autoridades e esquema de pagamento de propinas a funcionários do governo.

Por esses e outros motivos, as empresas da amostra foram condenadas e pagaram multas que somaram quase US\$ 2 bilhões, destacando-se a multa paga pela Petrobras S/A, correspondente a 89,7% do total de multas aplicadas pela SEC em 2018, representando o maior caso da história desde o advento da FCPA (Tabela 1) até o presente estudo.

Com o intuito de verificar se a notícia mais antiga em relação ao caso que resultou na condenação da empresa por violação à Lei FCPA, divulgada em jornais e mídia especializada, influenciou os investidores, foram analisados os retornos anormais das empresas em dez pregões antes e em dez pregões depois da data da publicação, além do pregão do dia da notícia considerada (Tabela 2). Tal análise mostrou-se interessante para se comparar com os resultados encontrados considerando-se a data da condenação oficial da empresa pela SEC.

**Tabela 2 – Retorno anormal pela notícia mais antiga divulgada em jornais e mídia especializada**

	EMITF	KGC	DNB	CS	LM	SNY	UTX	PBR	SYK	EBR
-10	0,004	0,095(**)	-0,005	-0,005	-0,011	0,020(***)	-0,009	0,072	-0,003	0,039
-9	0,016	-0,063(*)	-0,006	0,007	-0,002	-0,020(***)	0,002	0,096(*)	0,007	-0,025
-8	-0,091(***)	-0,056	0,013	-0,004	0,006	0,003	0,001	-0,007	-0,032(***)	-0,009
-7	0,029	-0,015	0,011	-0,011	-0,002	-0,008	-0,004	0,016	0,011	-0,026
-6	0,052(*)	0,071(**)	0,007	-0,012	0,011	0,012	-0,021(*)	0,026	0,020	-0,032
-5	0,027	-0,014	0,005	0,007	-0,002	-0,011	0,012	-0,070	-0,017	0,019
-4	0,016	-0,045	0,015	-0,014	-0,010	-0,017(*)	0,003	0,011	0,003	-0,010
-3	0,004	0,047	-0,008	-0,008	-0,004	-0,006	0,000	0,073	-0,003	-0,051
-2	-0,054(*)	0,034	0,005	0,047(**)	-0,003	0,001	0,002	0,010	0,022(*)	-0,067(*)
-1	0,039	-0,020	-0,008	-0,014	-0,024	-0,021(**)	-0,010	0,008	0,008	0,027
<b>0</b>	<b>-0,019</b>	<b>0,090(***)</b>	<b>-0,013</b>	<b>-0,002</b>	<b>0,011</b>	<b>0,013</b>	<b>-0,004</b>	<b>0,000</b>	<b>0,005</b>	<b>-0,005</b>
1	0,028	0,108(***)	-0,009	-0,006	-0,027	-0,027(***)	0,002	0,008	-0,008	0,008
2	-0,019	0,061(*)	-0,001	0,004	0,009	-0,013	-0,007	-0,099(**)	0,003	0,038
3	0,028	0,009	-0,003	-0,008	0,001	-0,004	-0,015	0,007	0,014	0,008
4	0,004	-0,010	0,000	-0,001	-0,012	-0,002	0,014	0,003	-0,014	-0,010
5	0,016	0,054	0,006	-0,011	0,008	-0,015	0,008	0,003	0,003	-0,005
6	-0,019	-0,090(***)	-0,002	0,002	0,003	-0,018(*)	-0,012	0,081(*)	0,015	-0,023
7	0,016	0,028	-0,001	-0,003	-0,007	0,022(**)	0,000	0,027	0,014	-0,011
8	0,016	0,087(**)	-0,001	0,005	0,005	-0,001	0,008	0,091(*)	-0,009	-0,031
9	-0,019	0,000	0,005	0,007	-0,031(*)	0,006	0,020(*)	0,049	-0,004	0,008
10	-0,007	-0,046	0,007	0,000	-0,020	0,008	-0,007	-0,016	-0,013	-0,031

Nota. (\*) significativa a 10%; (\*\*) significativa a 5%; (\*\*\*) significativa a 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao se considerar a notícia mais antiga sobre a investigação das empresas por atos de corrupção, a qual culminou na condenação por violação à Lei FCPA, percebe-se que no dia do evento, somente a Kinross Gold (KGC) apresentou um retorno anormal positivo e significativo, e que esse retorno anormal persistiu por mais dois dias. Anteriormente à data do evento, apenas a The Dun & Bradstreet Corp. (DNB) e a Legg Mason (LM) não apresentaram retorno anormal significativo, demonstrando que já deveria haver uma expectativa no mercado em relação ao caso de corrupção, antes mesmo de ser noticiado pela imprensa americana. Posteriormente à data do evento, a Kinross Gold (KGC), a Legg Mason (LM), a Sanofi (SNY), a United Technologies (UTX) e a Petrobras (PBR) apresentaram retornos anormais significativos. Percebe-se, então, que apenas na The Dun & Bradstreet Corp. (DNB) a notícia sobre corrupção não afetou a decisão dos investidores durante todo o período da janela do evento considerada.

Por sua vez, para se verificar se a notícia da efetiva condenação da empresa pela SEC influenciou os investidores, foram analisados os retornos anormais das empresas em dez pregões antes e em dez pregões depois da data da condenação, além do pregão do dia da condenação (Tabela 3).

**Tabela 3 – Retorno anormal pela FCPA**

	EMITF	KGC	DNB	CS	LM	SNY	UTX	PBR	SYK	EBR
-10	0,005	0,007	-0,005	0,006	-0,007	0,004	-0,006	-0,027	-0,016	0,032
-9	0,008	0,001	0,013	-0,012	0,014	0,015	-0,007	0,016	-0,005	0,004
-8	0,001	0,018	-0,011	0,027(*)	-0,017	0,008	-0,008	0,033	0,024(*)	-0,021
-7	0,001	0,001	0,006	-0,027(*)	0,003	-0,004	-0,007	0,029	-0,004	-0,028
-6	-0,003	-0,007	-0,005	-0,002	-0,003	0,012	0,002	0,004	-0,001	-0,028
-5	0,005	0,012	0,006	-0,016	0,011	-0,002	0,007	0,012	0,005	0,027
-4	-0,003	-0,016	0,009	0,008	0,007	0,002	0,006	0,014	0,008	-0,045
-3	-0,010	0,028	-0,005	0,003	-0,003	0,007	-0,011	-0,008	-0,003	-0,023
-2	0,001	-0,018	-0,006	-0,002	-0,002	-0,009	0,012	0,005	-0,001	-0,036
-1	0,001	0,057(**)	-0,002	0,002	0,001	-0,016	0,000	0,021	-0,002	-0,003
<b>0</b>	<b>0,012</b>	<b>0,039</b>	<b>0,002</b>	<b>0,009</b>	<b>0,013</b>	<b>-0,010</b>	<b>0,002</b>	<b>0,050</b>	<b>0,014</b>	<b>0,015</b>
1	-0,006	-0,007	-0,004	0,002	0,003	-0,006	0,012	-0,011	0,005	0,068
2	0,001	-0,019	0,001	0,021	0,006	-0,001	0,017	0,003	-0,008	0,037
3	0,012	0,019	-0,004	-0,009	-0,019	-0,001	0,000	0,087(***)	-0,013	-0,009
4	0,001	0,006	-0,003	-0,024	-0,011	0,013	0,013	0,031	-0,011	0,172(***)
5	0,001	-0,002	-0,008	-0,003	-0,010	-0,004	0,007	0,012	0,002	0,084(*)
6	0,001	-0,004	0,003	0,000	0,019	0,020(*)	0,010	0,018	0,004	0,005
7	-0,013	0,006	-0,006	0,029(*)	-0,017	0,024(**)	0,002	0,102(***)	0,005	-0,077
8	-0,003	0,001	-0,006	-0,006	-0,008	-0,013	-0,012	0,046	-0,029(**)	0,073
9	0,008	-0,089(***)	0,008	0,009	0,011	-0,002	-0,004	-0,061(*)	-0,015	-0,007
10	-0,006	0,015	-0,004	-0,005	-0,013	0,005	-0,001	-0,014	0,013	0,021

Nota. (\*) significante a 10%; (\*\*) significante a 5%; (\*\*\*) significante a 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 3 que, na data da divulgação da notícia da condenação pela FCPA, nenhuma empresa apresentou retorno anormal significativo. Anterior à data do evento, a Kinross Gold (KGC) e a Stryker Corp. (SYK) apresentaram retorno anormal positivo e significativo, podendo indicar vazamento de informação ao mercado. Posteriormente à data do evento, a Stryker Corp. (SYK) e a Kinross Gold (KGC) apresentaram retorno anormal negativo e significativo; enquanto a Credit Suisse Group AG (CS), a Sanofi (SNY), a Petrobras (PBR) e a Centrais Elétricas Brasileiras S/A (EBR) apresentaram retorno anormal positivo e significativo. Este resultado diverge dos achados de Amaral e Santos (2017) e em linha com os retornos anormais calculados por Gonçalves, Barbosa e Barroso (2015).

Verifica-se, portanto, que não há uma tendência padrão de movimentação dos investidores no mercado de capitais, previamente, na data e posteriormente, diante do conhecimento de eventos de corrupção das empresas, demonstrando que em algumas houve retorno anormal positivo, noutras negativo, e noutras insignificante. Tais resultados seguem em linha com os achados de Amaral e Santos (2017) e Barros, Lopes e Almeida (2019), e em contraste com os achados de Matsumoto, Baraldi e Jucá (2018).

A Tabela 4 apresenta os resultados dos retornos anormais acumulados das 10 empresas analisadas correspondentes à janela de estimação de 21 dias (10 dias antes do evento, o dia do evento e 10 dias após o evento). Foram calculadas duas janelas: a primeira considera a data da notícia mais antiga divulgada por jornais e mídia especializada relacionada à prática de corrupção objeto da investigação e, posteriormente, do julgamento pela SEC; e a segunda considera a data de divulgação da condenação por violação à FCPA pela SEC.

**Tabela 4 – Retornos anormais acumulados (RAA)**

Notícia mais antiga			FCPA		
<i>Ticker</i>	Evento	RAA	<i>Ticker</i>	Evento	RAA
EMITF	01.04.2016	0,0668	EMITF	09.03.2018	0,0365
KGC	02.10.2015	0,3247(**)	KGC	26.03.2018	0,0751
DNB	19.03.2012	0,017	DNB	23.04.2018	-0,0291
CS	06.11.2017	-0,0168	CS	05.07.2018	-0,0103
LM	30.05.2018	-0,1031	LM	27.08.2018	-0,0715
SNY	08.10.2014	-0,0781(*)	SNY	04.09.2018	0,0259
UTX	27.04.2015	-0,0169	UTX	12.09.2018	0,0275
PBR	31.03.2016	0,3901(*)	PBR	27.09.2018	0,3818(***)
SYK	18.04.2018	0,021	SYK	28.09.2018	0,0394
EBR	28.07.2015	-0,1879	EBR	26.12.2018	0,2963

Nota. (\*) significante a 10%; (\*\*) significante a 5%; (\*\*\*) significante a 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

De todas as empresas analisadas, apenas a Petrobras apresentou retornos anormais acumulados (RAA) significantes na data da divulgação da notícia mais antiga, e na data de condenação pela SEC, por violação à FCPA, sendo o retorno anormal acumulado positivo em ambas as janelas (SEC e notícia mais antiga). Esse fato pode ser explicado pelo elevado montante da causa e da penalidade imposta à Petrobras, que foi a mais alta da história da FCPA. Considerando-se apenas a notícia mais antiga, a Kinross Gold (KGC) e a Sanofi (SNY) também apresentaram retornos anormais acumulados significantes.

Desse modo, percebe-se que somente 3 casos de corrupção (30%) influenciaram a percepção dos investidores de forma significativa. Contudo, são mais relevantes sobre as decisões dos investidores as notícias prévias divulgadas na mídia do que a efetiva condenação e sua divulgação pela SEC, haja vista que a notícia prévia provocou efeito significativo no mercado em 30% dos casos, enquanto a divulgação da condenação pela SEC foi significativa em apenas 1 caso (10%). Diferentemente de Amaral e Santos (2017), que não encontraram efeito significativo pela condenação por violação à FCPA, o resultado deste estudo demonstra que para a Petrobras (PBR) o resultado foi significativo, podendo ser devido ao fato de haver gerado a maior multa da história da FCPA, e que em 2018 o valor da multa corresponde a 89,7% do total das multas aplicadas (valor total aproximadamente aplicado pela SEC foi US\$ 2,162,833,018.00).

Os retornos anormais médios e anormais acumulados médios são apresentados na Figura 1, considerando-se as janelas de evento da notícia mais antiga anterior ao julgamento e condenação e da divulgação da condenação por violação à FCPA.



consenso quanto às consequências da corrupção no nível empresarial. Ressalte-se, no entanto, que o reflexo no longo prazo não foi considerado no estudo, sugerindo-se pesquisas futuras para se verificar o impacto sobre a imagem e a reputação da companhia.

Com base nos achados do estudo, nenhuma das duas hipóteses previamente definidas pode ser confirmada na íntegra, haja vista que apenas uma empresa, Sanofi (SNY), apresentou retorno anormal acumulado negativo a partir da divulgação da notícia de corrupção em jornal e mídia especializada, antes do seu julgamento. Em outras duas empresas, Kinross Gold Corp (KGC) e Petrobras S/A (PBR), que também apresentaram efeito significativo, o retorno anormal acumulado foi positivo em relação à divulgação da notícia em jornal, e apenas uma delas, a Petrobras S/A (PBR), em relação à divulgação da condenação por violação à FCPA pela SEC. Nas demais empresas não houve efeitos anormais acumulados significantes em relação aos eventos considerados.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Fundamentado nos pressupostos da Teoria da Sinalização, o estudo contribui para analisar o efeito da divulgação de casos de corrupção corporativa sobre o retorno anormal nos preços das ações das empresas que atuam no mercado de capitais dos Estados Unidos da América e que violaram a Lei FCPA.

Com base nos resultados, nenhuma das duas hipóteses do estudo podem ser confirmadas, já que somente uma empresa (Sanofi) evidenciou retorno anormal acumulado negativo a partir da divulgação da notícia de corrupção em jornal/mídia, antes do seu julgamento. Além disso, em duas empresas (Kinross Gold e Petrobras S/A) foram constatados efeitos positivos significantes nos retornos anormais acumulados quando da divulgação de notícias em jornais, e o mesmo efeito ocorreu em uma delas (Petrobras S/A) quando da divulgação da efetiva condenação por corrupção. Nas demais empresas não foram constatados efeitos anormais acumulados significantes em relação

aos eventos de corrupção analisados.

Os resultados encontrados, a partir da amostra de empresas listadas no mercado de capitais dos Estados Unidos da América, revelaram efeitos aleatórios e não padronizados em torno dos eventos de corrupção, em alguns casos com retorno positivo, noutros com retorno negativo com significância, e outros não apresentaram significância na diferença entre os retornos normal e anormal e nem nos retornos anormais acumulados.

Destaca-se que, se os efeitos fossem considerados no longo prazo, seria possível que tais efeitos impactassem a economia de toda uma nação, pelo reconhecimento de incertezas e riscos para os investidores e, conseqüentemente, menor retorno ao capital investido, podendo ocasionar a emigração de investidores de uma economia com alto risco e custos de corrupção para outra mais segura e com menor incidência de corrupção corporativa. Esse efeito não foi considerado no estudo, sugerindo-se, para tanto, a realização de pesquisas futuras com esta abordagem.

No campo teórico, os resultados da pesquisa reforçam os pressupostos da Teoria da Sinalização, na medida que trazem evidências de como o mercado de ações reage à divulgação de casos de corrupção, demonstrando que as informações sobre corrupção são sinais que podem influenciar as decisões de acionistas e investidores. Ademais, esta pesquisa contribui para a discussão acerca do efeito da corrupção corporativa no contexto organizacional, pois a corrupção pode ser compreendida como um sinal negativo que, pelas suas características, pode ocasionar perdas reputacionais e afetar o valor da organização, já que os investidores podem interpretar o sinal de corrupção como uma eventual restrição do fluxo de caixa atual e futuro da empresa (KIM; WAGNER, 2020). Entretanto, os achados da pesquisa demonstram que a divulgação de casos de corrupção afeta o preço das ações, mas com comportamentos distintos, sinalizando que acionistas e investidores podem ter reações diversas para os casos de corrupção divulgados ao mercado.

Quanto às implicações sociais, destaque-

se ainda que estas podem se relacionar com o prejuízo na imagem e na reputação, não somente das empresas, mas também de um país com altos índices de corrupção, e também, na esfera política, com a perda de credibilidade da democracia ou do sistema político vigente. Tais efeitos podem ocasionar a fuga de investidores estrangeiros do mercado nacional, por falta de segurança e aumento do risco político e econômico no mercado, impactando negativamente a macroeconomia.

Como limitação do estudo pode-se destacar a dificuldade de identificação de empresas “corruptas”, por ser uma prática de natureza secreta e de complexa caracterização e subjetividade. Ressalte-se também a dificuldade de identificação da notícia mais antiga divulgada em jornais e mídia especializada sobre os casos de corrupção das empresas, considerando-se sua relevância na pesquisa, haja vista a capacidade de antecipação dos agentes de mercado para ajustar suas decisões de investimento e, conseqüentemente, o preço das ações.

Sugere-se, para futuras pesquisas, a ampliação do período de análise e do tamanho da amostra, considerando-se mais canais de mídia que divulgam práticas de corrupção, fazendo-se uma correlação com o impacto dos eventos no fluxo de caixa das companhias envolvidas. Sugere-se também a análise do valor da empresa em períodos superiores pós-evento, para análise dos efeitos dos eventos na sua imagem e na sua reputação no longo prazo.

## REFERÊNCIAS

- ALVES, M. T. V. D.; GRAÇA, M. L. Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI201. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 3, p. 163-184, 2013. DOI: 10.4270/ruc.2013327
- AMARAL, M. A.; SANTOS, O. M. 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. DOI: 10.4270/ruc.2017211
- ANTÔNIO, R. M.; STICCA, R. M.; AMBROZINI, M. A. Quais Eventos Corporativos Influenciam os Retornos das Ações? Um Estudo Baseado em Bootstrap. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 3, p. 28-45, 2018. DOI: 10.4270/ruc.2018318
- ARAÚJO, E. C. C.; RODRIGUES, V. R. D. S.; MONTE-MOR, D. S.; CORREIA, R. D. 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. DOI: 10.16930/2237-7662/rccc.v17n51.2626
- ARGANDOÑA, A. Corruption and companies: the use of facilitating payments. **Journal of Business Ethics**, v. 60, n. 3, p. 251-264, 2005. DOI: 10.1007/s10551-005-0133-4
- ASSOCIATION OF CERTIFIED FRAUD EXAMINERS. **Corruption**. 2018. Disponível em: [https://www.acfe.com/uploadedFiles/ACFE\\_Website/Content/rtnn/2018/Corruption.pdf](https://www.acfe.com/uploadedFiles/ACFE_Website/Content/rtnn/2018/Corruption.pdf) Acesso em: 30 nov. 2018.
- BANDEIRA, M. T. S. S.; GÓIS, A. D.; LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Reputação corporativa negativa e o desempenho empresarial. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 9, n. 24, p. 71-83, 2015. DOI: 10.11606/rco.v9i24.88647
- BARRETO, P. S.; MACEDO, M. A. S.; ALVES, F. J. D. S. Os efeitos framing e certeza sob a ótica da tomada de decisão em ambiente contábil. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE**, v. 5, n. 2, p. 1-16, 2014. DOI: 10.13059/racef.v5i2.65
- BARROS, C. M. E.; LOPES, I. F.; ALMEIDA, L. B. Efeito contágio da Operação Carne Fraca sobre o valor das ações dos principais players do mercado de proteínas do Brasil e do México. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 38, n. 1, p. 105-122, 2019. DOI: 10.4025/enfoque.v38i1.39966
- BORGMAN, R. H.; DATAR, V. The Foreign Corrupt Practices Act: regulatory burden and response. **International Research Journal of Applied Finance**, v. 3, n. 1, p. 3-19, 2012.
- BUSINESS ANTI-CORRUPTION PORTAL. **Anti-corruption legislation US: Foreign Corrupt Practices Act (FCPA)**. 2018. Disponível em: <https://www.business-anti-corruption.com/anti-corruption-legislation/fcpa-foreign-corrupt-practices-act/>. Acesso em: 30 nov. 2018.
- CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. New Jersey: Princeton University Press, 1997.
- CHAN-OLMSTED, S. M. **Competitive strategy for media firms**: strategic and brand management in changing media markets. London: Routledge, 2006.
- CHANG, C. P. The relationships among corporate social responsibility, corporate image and economic

performance of high-tech industries in Taiwan. **Quality and Quantity**, v. 43, n. 3, p. 417-429, 2007. DOI: 10.1007/s11135-007-9117-z

CORREIA, T. S.; COSTA, I. L. S.; LUCENA, W. G. L. Influência dos perfis de profissionais de empresas gestoras no desempenho de fundos de investimento à luz da Teoria da Sinalização. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 1, p. 72-92, 2018. DOI: 10.4270/ruc.2018104

CUERVO-CAZURRA, A. Corruption in international business. **Journal of World Business**, v. 51, n. 1, p. 35-49, 2016. DOI: 10.1016/j.jwb.2015.08.015

DAINELLI, F.; BINI, L.; GIUNTA, F. Signaling strategies in annual reports: evidence from the disclosure of performance indicators. **Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting**, v. 29, n. 2, p. 267-277, 2013. DOI: 10.1016/j.adiac.2013.09.003

DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J.; SARLO NETO, A. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 5, p. 104-139, 2013. DOI: 10.1590/S1678-69712013000500005

DION, M. What is corruption corrupting? A philosophical viewpoint. **Journal of Money Laundering Control**, v. 13, n. 1, p. 45-54, 2010. DOI: 10.1108/13685201011010209

EVERETT, J.; NEU, D.; RAHAMAN, S. Accounting and the global fight against corruption. **Accounting, Organizations and Society**, v. 32, n. 6, p. 513-542, 2007. DOI: 10.1016/j.aos.2006.07.002

FAMA, E. F. Efficient capital markets : a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970. DOI: 10.2307/2325486

FERREIRA, L. V.; MOROSINI, F. C. Corrupção e investimento direto. **Revista InterAção**, v. 4, n. 4, p. 59-81, 2013.

FERRIS, S. P.; HANOUSEK, J.; TRESI, J. Corporate profitability and the global persistence of corruption. **Journal of Corporate Finance**, v. 66, 2021. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101855

GONÇALVES, R. S.; BARBOSA, N. M.; BARROSO, C. R. Social disclosure e retornos anormais: um estudo de eventos em empresas brasileiras abertas no período de 2005 a 2012. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 9, n. 24, p. 56-70, 2015. DOI: 10.11606/rco.v9i24.81136

GRAHAM, J. L. The Foreign Corrupt Practices Act: a new perspective. **Journal of International Business Studies**, v. 15, n. 3, p. 107-121, 1984.

GRECO FILHO, V. O combate à corrupção e lei de responsabilidade de pessoas jurídicas. **Revista Jurídica da Escola Superior do Ministério Público de São Paulo**, v. 9, n. 1, p. 17-30, 2016.

JUSTESEN, M. K.; BJØRNSKOV, C. Exploiting the poor: bureaucratic corruption and poverty in Africa. **World Development**, v. 58, p. 106-115, 2014. DOI: 10.1016/j.worlddev.2014.01.002

KAIKATI, J. G.; SULLIVAN, G. M.; VIRGO, J. M.; CARR, T. R.; VIRGO, K. S. The price of international business morality: twenty years under the Foreign Corrupt Practices Act. **Journal of Business Ethics**,

v. 26, n. 3, p. 213-222, 2000. DOI: 10.1023/A:1006015110422

KIM, S.; WAGNER, S. M. Examining the Stock Price Effect of Corruption Risk in the Supply Chain. **Decision Sciences**, v. 52, n. 4, p. 833-865, 2021. DOI: 10.1111/dec.12487

KLIGER, D.; GUREVICH, G. **Event studies for financial research: a comprehensive guide**. New York: Palgrave Macmillan, 2014.

LAKSHMI, G.; SAHA, S.; BHATTARAI, K. Does corruption matter for stock markets? The role of heterogeneous institutions. **Economic Modelling**, v. 94, p. 386-400, 2020. DOI: 10.1016/j.econmod.2020.10.011

LAMBSDORFF, J. G. How corruption affects persistent capital flows. **Economics of Governance**, v. 4, n. 3, p. 229-243, 2003. DOI: 10.1007/s10101-002-0060-0

LEE, C. M. C.; NG, D. T. **Corruption and international valuation: does virtue pay?** Working Paper No. 590, Munich Personal RePEc Archive, Ithaca, NY, 2002.

LENG, F.; FERROZ, E. H.; CAO, Z.; DAVALO, S. V. The long-term performance and failure risk of firms cited in the us SEC's accounting and auditing enforcement releases. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 38, p. 813-841, 2011. DOI: DOI:10.1111/j.1468-5957.2011.02249.x

LOPES JÚNIOR, E. P.; CÂMARA, S. F.; ROCHA, L. G.; BRASIL, A. Influência da corrupção nos gastos das empresas estatais. **Revista de Administração Pública**, v. 52, n. 4, p. 695-711, 2018. DOI: 10.1590/0034-7612173631

MATSUMOTO, G. S.; BARALDI, G. P.; JUCÁ, M. N. Estudo de eventos sobre o anúncio da emissão de debêntures. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 16, n. 3, p. 493-520, 2018.

MAVLANOVA, T.; BENBUNAN-FICH, R.; KOUFARIS, M. Signaling theory and information asymmetry in online commerce. **Information & Management**, v. 49, n. 5, p. 240-247, 2012. DOI: 10.1016/j.im.2012.05.004

MIARI, R. C.; MESQUITA, J. M. C.; PARDINI, D. J. Eficiência de mercado e corrupção organizacional: estudo dos impactos sobre o valor dos acionistas. **Brazilian Business Review**, v. 12, p. 1-26, 2015. DOI: 10.15728/bbrconf.2015.1

PADULA, A. J. A.; ALBUQUERQUE, P. H. M. Corrupção governamental no mercado de capitais: um estudo acerca da Operação Lava Jato. **Revista de Administração de Empresas**, v. 58, n. 4, p. 405-417, 2018. DOI: 10.1590/s0034-759020180406

PANTZALIS, C.; PARK, J. C.; SUTTON, N. Corruption and valuation of multinational corporations. **Journal of Empirical Finance**, v. 15, n. 3, p. 387-417, 2008.

PERLMAN, R. L.; SYKES, A. O. The political economy of the Foreign Corrupt Practices Act: an exploratory analysis. **Journal of Legal Analysis**, v. 9, n. 2, p. 153-182, 2017.

PERTIWI, K. Contextualizing corruption: a cross-disciplinary approach to studying corruption in organizations. **Administrative sciences**, v. 8, n. 12, p. 1-19, 2018. DOI: 10.3390/admsci8020012

SAMPATH, V. S.; GARDBERG, N. A.; RAHMAN, N. Corporate reputation's invisible hand: bribery, rational choice, and market penalties. **Journal of Business Ethics**, v. 151, n. 3, p. 743-760, 2016. DOI: 10.1007/s10551-016-3242-3

SANTOS, E. A. D.; CUNHA, D.; TAFFAREL, M. Influência dos Indicadores Contábeis no Preço das Ações: Uma Análise em Empresas Brasileiras de Telecomunicações. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE**, v. 8, n. 2, p. 48-60, 2017. DOI: 10.13059/racef.v8i2.316

SANTOS, L. C.; TAKAMATSU, R. T. Nível de corrupção dos países e opacidade dos resultados contábeis. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 37, n. 4, p. 21-32, 2018. DOI: 10.4025/enfoque.v37i4.34220

SANTOS, R. A. D.; GUEVARA, A. J. H.; AMORIM, M. C. S. Corrupção nas organizações privadas: análise da percepção moral segundo gênero, idade e grau de instrução. **Revista de Administração**, v. 48, n. 1, p. 53-66, 2013. DOI: 10.5700/rausp1073

SCHIMMER, M.; LEVCHENKO, A.; MÜLLER, S. *Event Study Tools* (research apps), St. Gallen. 2015. Disponível em: <http://www.eventstudytools.com>. Acesso em: 16 fev. 2019.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **SEC enforcement actions: FCPA cases**. 2018. Disponível em: <https://www.sec.gov/spotlight/fcpa/fcpa-cases.shtml>. Acesso em: 30 nov. 2018.

SERVAES, H.; TAMAYO, A. The impact of corporate social responsibility on firm value: the role of customer awareness. **Management Science**, v. 59, n. 5, p. 1045-1061, 2013. DOI: 10.1287/mnsc.1120.1630

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Corruption. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 108, n. 3, p. 599–617, 1993.

SILVERS, R. N. The valuation impact of sec enforcement actions on non-target foreign firms. **Journal of Accounting Research**, v. 54, n. 1, p. 187-234, 2016. DOI: 10.1111/1475-679X.12098

SKOUSEN, C. J.; WRIGHT, C. J. How successful is the FCPA at combating fraud: the case of U.S. and non-U.S. oil and gas companies. **Petroleum Accounting and Financial Management Journal**, v. 28, n. 1, p. 31-43, 2009.

SPENCE, M. Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973. DOI: 10.2307/1882010

TANZI, V. Corruption around the world: causes, consequences, scope and cures. **IMF Staff Papers**, v. 45, n. 4, p. 559-594, 1998.

TRANSPARENCY INTERNATIONAL. **What is corruption?** 2018. Disponível em: <https://www.transparency.org/what-is-corruption>. Acesso em: 30 nov. 2018.

UNITED STATES OF AMERICA. Public Law 95-213, of December, 19, 1977. To amend the Securities

---

Exchange Act of 1934 [...] and other purposes. 1977. Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-91/pdf/STATUTE-91-Pg1494.pdf>>. Acesso em: 12 jun, 2019.

WANG, Y.; YOU, J. Corruption and firm growth: evidence from China. **China Economic Review**, v. 23, n. 2, p. 415-433, 2012. DOI: 10.1016/j.chieco.2012.03.003

WELLS, C. Corporate criminal liability: a ten year review. **Criminal Law Review**, v. 12, p. 849-878, 2014.

ZYGLIDOPOULOS, S. Toward a Theory of Second-Order Corruption. **Journal of Management Inquiry**, v. 25, n. 1, p. 3-10, 2015. DOI: 10.1177/1056492615579914