



São Paulo, 29 a 31 de Julho de 2020

XX USP International Conference in Accounting

"Accounting as a Governance mechanism"

O Efeito Informacional da Corrupção Corporativa no Mercado de Capitais Norte-Americano

DANIVAL SOUSA CAVALCANTE

Universidade Federal do Ceará

MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA

Universidade Federal do Ceará

IGOR RODRIGO MENEZES TEODÓSIO

Universidade Federal do Ceará

ALAN DIÓGENES GÓIS

Faculdade Fipecafi (in memoriam)

Resumo

O debate sobre corrupção no ambiente corporativo ganhou maior relevância nos últimos anos após a descoberta e ampla divulgação na mídia de atos de corrupção envolvendo grandes corporações que atuam no mercado de capitais norte-americano. A lei que assegura direitos, fiscaliza e pune os envolvidos em atos de corrupção no mercado norte-americano denomina-se Foreign Corrupt Practices Act (FCPA). Fundamentado na Teoria da Sinalização, este estudo investiga a reação dos investidores no mercado de capitais norte-americano após tomar conhecimento de práticas de corrupção de empresas, noticiadas por jornais de grande circulação, e da sua efetiva condenação pela Securities and Exchange Commission (SEC) por violação à FCPA. A análise abrange os efeitos da corrupção na cotação das ações de empresas envolvidas em condenações que ocorreram em 2018, período mais recente e com maior valor médio de multas por corrupção por empresa desde o advento da FCPA. A pesquisa utiliza análise quantitativa de dados, estatística descritiva e modelo econométrico, por meio de estudo de eventos. Os resultados demonstram não haver retorno anormal significativo para nenhuma das empresas da amostra, ocorrendo somente em uma minoria, de forma positiva e negativa, e em outras sendo insignificante. Não houve sustentação estatística para generalizar um movimento de desvalorização na cotação das ações de empresas 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.

1 Introdução

A corrupção corporativa é uma das espécies de fraude empresarial que mais causam prejuízo econômico e social a uma nação. Segundo a Association of Certified Fraud Examiners [ACFE] (2018), a corrupção constitui um dos riscos de fraude 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.

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*. 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, traduzindo-se em ameaças e riscos ou em oportunidades para os investimentos.

Nesse teor, a divulgação de atos de corrupção, especialmente as primeiras notícias e a efetiva condenação, 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 maior 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 procuram compreender os impactos da corrupção no setor privado, inclusive relacionando-a com o valor das empresas (Aguilera & Vadera, 2008; Amaral & Santos, 2017; Argandoña, 2005; Borgman & Datar, 2012; Dion, 2010; Lee & Ng, 2002; Leng et al. 2011; Miari et al. 2015; Silvers, 2016).

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. Já Cuervo-Cazurra (2016) adverte que não há consenso quanto às consequências da corrupção no âmbito empresarial.

Lee e Ng (2002) argumentam que a 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.

Assim, com base na Teoria da Sinalização, compreende-se que a divulgação de casos de corrupção pode vir a comprometer a reputação da empresa, e tem reflexo em seu valor de mercado (Amaral & Santos, 2017; Bandeira et al., 2015). Diante do exposto, o estudo visa a responder ao seguinte questionamento: Qual o impacto na cotação das ações de uma empresa atuante no mercado de capitais nos Estados Unidos quando da divulgação midiática de seu envolvimento em caso de corrupção e de sua efetiva condenação pela SEC, por violação à FCPA?

Para obter resposta ao questionamento, o estudo analisa a reação nas cotações das ações das empresas atuantes no mercado de capitais norte-americano que violaram a FCPA, quando da divulgação das primeiras denúncias em jornais de grande circulação, antes mesmo de seu julgamento, e quando da divulgação da efetiva condenação pela SEC.

Destaque-se que o contexto de análise da pesquisa compreende os eventos ocorridos em 2018, que é o período com dados mais recentes e o exercício que registrou o maior valor médio de multas por atos de corrupção, por empresa, desde o advento da FCPA.

Embora se reconheça a existência de estudos anteriores que relacionem o tema corrupção corporativa com o mercado de capitais, tem-se ainda um vasto campo para explorar resultados mais analíticos, especialmente por não ter se observado estudo anterior que refletisse sobre o impacto da divulgação de prática de corrupção na cotação das ações de empresas com base nas primeiras informações divulgadas em jornais de grande circulação, antes de qualquer julgamento e condenação. Dessa forma, procura-se preencher essa lacuna de pesquisa, analisando-se e comparando-se os efeitos na cotação das ações nos dois momentos já mencionados, ou seja: logo após a divulgação de ato de corrupção em jornais de grande circulação, e logo após a divulgação da condenação da empresa por violação à FCPA.

Destaque-se, ainda, que o ambiente corporativo constitui campo inesgotável 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 Referencial Teórico

Esta seção apresenta a revisão de literatura relativa ao tema corrupção corporativa, fundamentada na Teoria da Sinalização, seus possíveis efeitos e/ou consequências no ambiente corporativo, além de citar estudos empíricos que investigaram a temática.

2.1 Corrupção corporativa, a FCPA e a Teoria da Sinalização

Por se tratar de 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 (Brei, 1996; Miari et al., 2015). Apesar disso, alguns autores aplicam definições semelhantes de corrupção nos campos da gestão e da política (Zyglidopoulos, 2015), considerando que o crime pode ocorrer exclusivamente no setor privado, no setor público ou em ambos simultaneamente.

Klitgaard (1991) considera a corrupção a ação de grupos ou pessoas cujo padrão ético particular não se ajusta ao padrão ético definido pela sociedade, em virtude de terem a liberdade de agir de acordo com seus valores próprios em vez de seguir valores estabelecidos pelos padrões legais. Brei (1996) define a ação corrupta como um comportamento desviante das regras dominantes, associada à motivação do ganho para o corruptor, em detrimento de outros indivíduos e grupos sociais.

Segundo Argandoña (2005), 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.

A corrupção está, portanto, relacionada à ideia de abuso de poder confiado para ganho ou benefício próprio (Lambsdorff, 2007; 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).

Por essas características, a corrupção é considerada um dos grandes obstáculos ao crescimento e desenvolvimento social e econômico de uma nação (Miari et al., 2015; Wang & You, 2012), de modo que seus efeitos causam prejuízos como, por exemplo, redução de investimentos públicos diretos (Tanzi, 1998); desemprego (Everett et al., 2007); ineficiência dos serviços públicos (Justesen & Bjørnskov, 2014); e diminuição da capacidade de atrair investimentos estrangeiros (Lambsdorff, 2003).

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). Javor e Jancsics (2013) ressaltam a insuficiente disponibilidade de informações acerca dos motivos que dão origem e que sustentam a corrupção dentro das organizações, o que dificultaria o seu estudo.

Desse modo, a corrupção compromete o desenvolvimento do mercado e reduz a lucratividade no longo prazo (Borgman & Datar, 2012; Santos et al., 2013). Contudo, embora haja o consenso de que a corrupção constitui algo ruim para os agentes econômicos e que haja leis que penalizam a prática ilícita, alguns gestores não consideram a corrupção um problema, utilizando-se de práticas ilegais para obter vantagens sobre os concorrentes (Cuervo-Cazzura, 2016).

Estudos recentes questionam até que ponto a corrupção prejudica ou beneficia a posição competitiva da empresa (Pertiwi, 2018), de modo que os gestores podem racionalizar a corrupção como outra 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).

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 norte-americana 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).

Em 1997, países membros da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) e outras nações não signatárias, como o Brasil, assinaram a convenção sobre o combate ao suborno de funcionários públicos estrangeiros em transações comerciais internacionais, como medida de prevenção e combate à corrupção dos funcionários públicos estrangeiros em ações comerciais que envolvam dois ou mais países (Controladoria Geral da União [CGU], 2016).

A Organização das Nações Unidas (ONU), por sua vez, incluiu em 2004 o 10º princípio em seu Pacto Global (GC), estabelecendo que as empresas devem combater a corrupção em todas as suas formas, inclusive extorsão e suborno (United Nations Global Compact [UNGC], 2018). Amaral e Santos (2017) ressaltam o importante papel da OECD nas iniciativas de combate à corrupção, como o caso da *UK Bribery*, no Reino Unido, um dos países signatários que se comprometeram a criar leis contra a corrupção.

Ao longo dos anos, especialmente desde a década passada, observa-se um aumento no número de organizações responsabilizadas e penalizadas por atos ilegais praticados pelos seus funcionários e por práticas de corrupção (Wells, 2014).

Especificamente sobre a FCPA – foco deste estudo –, importa lembrar que a sua aplicação, no contexto empresarial, não se restringe às empresas norte-americanas, estendendo-se às suas subsidiárias, *joint ventures*, às empresas registradas nos EUA e às que negociam ações em bolsas de valores norte-americanas (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).

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). Nesse sentido, críticos da FCPA reclamavam que a honestidade forçada em virtude da FCPA vinha deixando as empresas norte-americanas 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.

Graham (1984) não encontrou evidências de que a FCPA tenha criado desvantagem competitiva para os exportadores norte-americanos, 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 norte-americanas em relação àquelas não sujeitas à FCPA.

Também com foco no mercado de capitais e nas empresas sujeitas à aplicação da FCPA, este estudo enfatiza a análise da ação reativa dos investidores ao tomar conhecimento de atos corruptos praticados por empresas e de sua conseqüente condenação, fundamentado na Teoria da Sinalização. Dessa forma, considera-se que as informações devem ser disponibilizadas a todos os agentes interessados, para melhor subsidiar suas decisões (Janiszewski et al., 2017), reduzindo a assimetria informacional (Correia et al., 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.

Segundo Spence (1973), apontado como um dos precursores da Teoria da Sinalização, os sinais são ações ou atributos que, elaborados ou casuais, alteram crenças ou transmitem informações aos indivíduos, melhorando a compreensão dos usuários. Vale lembrar que as organizações recebem incentivos para ampliar a divulgação de informações, com o objetivo de diminuir a assimetria informacional (Beyer et al., 2010).

Em se tratando de informações, os investidores têm acesso a dois tipos: voluntárias, que são aquelas amplamente divulgadas e disponibilizadas para todas as partes; e privadas, que são disponibilizadas apenas para uma parcela dos indivíduos (Connelly et al., 2011; Moss & Neubaum, 2014; Stiglitz, 2002).

Moss e Neubaum (2014) asseveram que é com base nas informações que o indivíduo pode agir de diferentes maneiras no processo decisório. Nesse sentido, a Teoria da Sinalização é utilizada também para explicar como as assimetrias de informação influenciam o processo decisório em uma ampla variedade de contextos (Spence, 1973).

As organizações mais lucrativas sinalizam sua força competitiva, aumentando seu *disclosure* por meio de melhores informações para o mercado (Dainelli et al., 2013), com o objetivo de oferecer um elemento diferencial em relação às outras empresas (Alves & Graça,

2013). 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 dia mais competitivos, as organizações buscam estratégias para atrair investidores, e, assim, aumentar seus resultados. Nesse sentido, a reputação corporativa 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.

A partir da divulgação de casos de corrupção envolvendo empresas e governos, as percepções dos investidores sobre as organizações tornaram-se cada dia mais negativas e preocupantes, de modo que os *stakeholders* estão constantemente avaliando a reputação corporativa (Tran et al., 2015), já que impacta a sensação de confiança e, conseqüentemente, o comportamento do indivíduo e o processo decisório (Garlet et al., 2018).

Além disso, a empresa com reputação corporativa negativa tende a sofrer com o desempenho financeiro inferior e a perda de valor de mercado (Frooman, 1997; Johnson, 2003; 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, o presente estudo investiga se os sinais de corrupção, entendidos como as informações emitidas sobre atos e condenação de corrupção, que impactam a reputação corporativa, refletem-se em reações dos investidores quanto à precificação de ações. São consideradas sinais as notícias sobre a prática de corrupção pela empresa publicadas em jornais de grande circulação e a publicação da sua condenação por violação à FCPA.

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. Ng (2006) constatou ainda que a corrupção está associada a um maior custo de financiamento, uma menor valorização de ações e uma pior governança. Ressalte-se, no entanto, que a adoção de boas práticas de governança ajuda a aumentar a confiabilidade da empresa, contribuindo para reduzir a variabilidade da cotação das ações (Marques et al., 2015).

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 et al., 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). Lau et al. (2013) demonstraram que uma cobertura mais ampla de um ato de corrupção corporativa reduz a volatilidade do mercado acionário, atribuída à diminuição da incerteza da política governamental em relação ao ambiente de negócios.

No mesmo sentido, 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 et al. (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, por sua vez, Miari et al. (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.

Analisando a Operação Zelotes da Polícia Federal que investiga esquemas de corrupção no Conselho de Administração de Recursos Fiscais (Carf), Schmidt et al. (2018) demonstraram que não há diferenças significativas entre o retorno normal e o retorno anormal, validando a ideia de que o mercado brasileiro não reage de maneira significativa aos problemas de corrupção.

Contudo, 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.

Também foi observada uma grande 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 (Padula & Albuquerque, 2018).

Comparando os efeitos da Operação Carne Fraca da Polícia Federal em empresas brasileiras e mexicanas, Barros et al. (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, definem-se duas hipóteses de pesquisa:

Hipótese H₁: Os investidores desvalorizam as ações de uma empresa ao tomar conhecimento das primeiras notícias sobre prática de corrupção publicadas em jornais de grande circulação, mesmo antes do seu julgamento e da sua efetiva condenação.

Hipótese H₂: Os investidores desvalorizam as ações de uma empresa ao tomar conhecimento da sua efetiva condenação por prática de corrupção.

3 Metodologia

A pesquisa adota a abordagem conhecida como estudo de eventos, de Campbell et al. (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 et al., 2019; Bergmann et al., 2015; Cunha & Oliveira, 2017; Macedo et al., 2016; Martins et al., 2015; Matsumoto et al., 2018).

A técnica estudo de eventos é aqui utilizada com o intuito de se verificar a reação do mercado de capitais à divulgação de informações sobre casos de corrupção, envolvendo companhias condenadas pela SEC por violação à FCPA, em dois momentos: informações iniciais sobre o envolvimento em ato de corrupção publicadas em jornais de grande circulação, 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 considera 10 pregões anteriores e 10 pregões posteriores à data da publicação da informação, além daquele realizado no próprio dia da divulgação, totalizando 21 dias. Para o cálculo dos retornos esperados das ações das empresas durante esse intervalo, utilizou-se uma janela de estimação contendo 120 pregões anteriores.

Quanto à definição do evento, utilizam-se dois tipos: (i) a data da notícia mais antiga acerca do caso de corrupção divulgada em jornais de grande circulação 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 Média	Data SEC	Valor da multa (US\$)
ElbitImaging	EMITF	Israel	01/04/2016 ^a	09/03/2018	500,000
Kinross Gold	KGC	Canadá	02/10/2015 ^a	26/03/2018	950,000
The Dun & Bradstreet Corp.	DNB	EUA	19/03/2012 ^a	23/04/2018	9,221,484
Credit Suisse Group AG	CS	Suíça	06/11/2017 ^a	05/07/2018	76,700,000
Legg Mason	LM	EUA	30/05/2018 ^a	27/08/2018	67,500,000
Sanofi	SNY	França	08/10/2014 ^b	04/09/2018	25,200,000
United Technologies	UTX	EUA	27/04/2015 ^c	12/09/2018	13,986,534
Petrobras	PBR	Brasil	31/03/2016 ^d	27/09/2018	1,786,000,000
Stryker Corp	SYK	EUA	18/04/2018 ^e	28/09/2018	7,800,000
Centrais Elétricas Brasileiras S/A	EBR	Brasil	28/07/2015 ^a	26/12/2018	2,500,000
Total					1,990,358,018

Nota. ^a The Wall Street Journal; ^b Le Monde; ^c Global Investigations Review; ^d Financial Times; ^e Anti-Corruption Digest.

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 et al. (1997) e Kliger 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 norte-americano e sob regulação da SEC. Quanto aos retornos normais, por sua vez, foi utilizado o modelo de mercado que é mensurado por meio de uma regressão linear simples, de acordo com a Equação 2.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_1 Rm_t + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 2})$$

Em que:

R_{it} = retorno mensurado pelo logaritmo natural da razão entre a cotação da ação em t e em $t-1$;

α = intercepto;

β = declividade;

Rm_t = retorno da carteira de mercado, que, no caso, corresponde ao do Índice S&P500; e

ε_{it} = erro.

Após os cálculos dos retornos anormais, é mensurado o retorno anormal acumulado (RAA ou *cumulative abnormal return* – CAR), já que se trabalha com vários períodos, de acordo com a Equação 3.

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

Em que:

RAA_i = retorno anormal acumulado;

τ_1 = primeiro dia da janela do evento;

τ_2 = último dia da janela do evento; e

RA_{it} = retorno anormal.

O procedimento consiste na aplicação de testes estatísticos sobre os retornos anormais calculados (Campbell et al., 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.

As notícias mais antigas sobre corrupção envolvendo as empresas da amostra foram extraídas de jornais de grande circulação. 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 et al., 2015).

4 Resultados e Discussão

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; (v) pagamentos ilegais a autoridades e esquema de pagamento de propinas a funcionários do governo.

Por esses e outros motivos, as empresas participantes da amostra foram condenadas a pagar multas que somaram quase US\$ 2 bilhões, sendo que a multa da Petrobras correspondeu a 89,7% do total de multas aplicadas pela SEC em 2018, destacando-se como o maior da história desde o advento da FCPA (Tabela 1).

Para verificar se a notícia mais antiga em relação ao caso que resultou na condenação pela FCPA, divulgada em jornais de grande circulação, influenciou os investidores, foram analisados os retornos anormais das empresas dez pregões antes e dez pregões depois da data da publicação (Tabela 2). Tal análise mostra-se interessante para se comparar com os resultados encontrados considerando-se a data da condenação oficial pela SEC.

Tabela 2 – Retorno anormal pela notícia mais antiga divulgada em jornais de grande circulação

	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
0	-0,019	0,090(***)	-0,013	-0,002	0,011	0,013	-0,004	0,000	0,005	-0,005
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 ao nível de 10%; (**) significativa ao nível de 5%; (***) significativa ao nível de 1%.

Ao se considerar a notícia mais antiga sobre a investigação das empresas por atos de corrupção, a qual culminou na condenação por violação à 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 significantes. 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 condenação influenciou os investidores, foram analisados os retornos anormais das empresas dez pregões antes e dez pregões depois da data 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
0	0,012	0,039	0,002	0,009	0,013	-0,010	0,002	0,050	0,014	0,015
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. (*) significativa ao nível de 10%; (**) significativa ao nível de 5%; (***) significativa ao nível de 1%.

Observando-se a Tabela 3, percebe-se que na data da divulgação da notícia da condenação pela FCPA, nenhuma empresa apresentou retorno anormal significativo. Um dia antes, a Kinross Gold (KGC) apresentou um retorno anormal positivo e significativo, podendo indicar vazamento de informação ao mercado. Posteriormente à data do evento, a Kinross Gold (KGC), a Credit Suisse Group AG (CS), a Sanofi (SNY), a Petrobras (PBR), a Stryker Corp. (SKY) e a Centrais Elétricas Brasileiras S/A (EBR) apresentaram retorno anormal positivo e significativo. O resultado acima vai de encontro aos achados de Amaral e Santos (2017) e Fernandes (2013) e em linha com os retornos anormais calculados por Gonçalves et al. (2015) e Martins et al. (2015).

Observa-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), Barros et al. (2019), Bastos et al. (2016) e Cunha e Oliveira (2017), e em contraste com os achados de Macedo et al. (2016) e Matsumoto et al. (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 de grande circulação 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>	<i>Evento</i>	<i>RAA</i>	<i>Ticker</i>	<i>Evento</i>	<i>RAA</i>
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 ao nível de 10%; (**) significante ao nível de 5%; (***) significante ao nível de 1%.

De todas as empresas da amostra, 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 (o valor total aproximadamente aplicado pela SEC foi de 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.

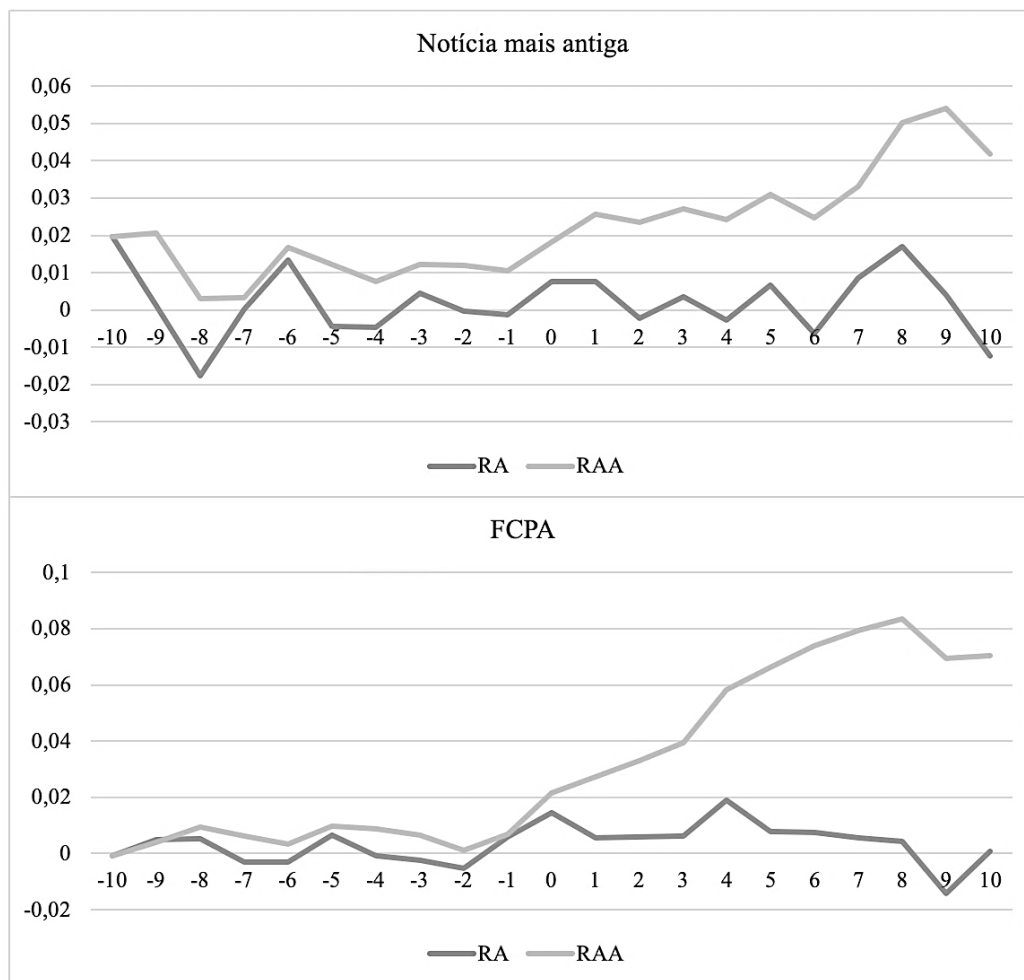


Figura 1 – Retornos anormais médios (RA) e retornos anormais acumulados médios (RAA)

Percebe-se que, em ambos os eventos, os retornos anormais acumulados tendem a aumentar após o dia do evento considerado (dia 0), divergindo dos achados de Amaral e Santos (2017), que não evidenciaram reação significativa dos *players* no mercado, nem também seguiram a tendência encontrada por Borgman e Datar (2012) e Silvers (2016), porém estão em linha com os achados de Bastos et al. (2016) para as ações ordinárias, e de Miari et al. (2015), que apontaram variações negativas e positivas em torno da data da divulgação do evento.

Portanto, se se considerar a hipótese de mercado eficiente (Fama, 1970), em que o mercado de capitais responde imediatamente de forma positiva ou negativa às informações relevantes que possam impactar os negócios das empresas, era de se esperar que o conhecimento dos investidores e analistas sobre notícias de casos de corrupção e da efetiva condenação das empresas envolvidas refletisse negativamente, reduzindo a cotação das ações. No entanto, verificaram respostas diferentes aos casos, não persistindo nenhum comportamento padrão.

Esperava-se também a confirmação do pressuposto de que a divulgação de condenação de empresas corruptas pudesse refletir-se na sua reputação, fazendo com que o mercado desvalorizasse as ações. Contudo, foram observados movimentos aleatórios, alguns apresentando retornos positivos, outros, negativos e outros, insignificantes, seguindo em linha com Cuervo-Cazurra (2016), que afirmam não haver consenso quanto às consequências da corrupção no nível empresarial. Ressalte-se 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 presente 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 de grande circulação, 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 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 acumulados significantes em relação aos eventos considerados.

5 Considerações Finais

Com base na Teoria da Sinalização, o estudo contribui para se examinar se as informações sobre práticas de corrupção podem influenciar decisões no mercado de capitais, refletindo-se em movimentações anormais na cotação das ações de empresas, podendo variar de acordo com o tamanho da corrupção e da penalidade recebida na condenação. Foram verificados efeitos aleatórios nos 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.

No longo prazo, tais efeitos são capazes de impactar a economia de toda uma nação, pelo aumento de incertezas e riscos para os investidores e, conseqüentemente, menor ganho de capital, podendo ocasionar a retirada de investidores de uma economia com alto risco e custo de corrupção para outra mais segura. Esse efeito não foi considerado no estudo, sugerindo-se, para tanto, a realização de pesquisas futuras.

Quanto às implicações sociais, destaque-se ainda que estas podem se relacionar com o prejuízo na imagem e na reputação das empresas e 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. Assim, procurou-se trabalhar com uma amostra de empresas publicamente conhecidas como praticantes de atos de corrupção em nível internacional, que foram condenadas e estão elencadas no *website* da SEC como violadoras da FCPA. Destaque-se também a dificuldade de identificação de notícia mais antiga divulgada em jornais de grande circulação 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, a cotação das ações.

Sugere-se, para futuras pesquisas, a ampliação do período de análise e do tamanho da amostra, considerando-se mais canais de mídia investigativa que divulgam práticas de corrupção, para se partir de uma data inicial mais precisa, fazendo-se uma correlação com o desempenho empresarial e 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

- Aguilera, R. V., & Vadera, A. K. (2008). The dark side of authority: antecedents, mechanisms, and outcomes of organizational corruption. *Journal of Business Ethics*, 77(4), 431-449.
- Alves, M. T. V. D., Graça, M. L. (2013). Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI201. *Revista Universo Contábil*, 9(3), 163-184.
- Amaral, M. A., & Santos, O. M. (2017). Efeito no preço das ações de empresas punidas por corrupção no âmbito do FCPA. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 109-129.
- Araújo, E. C. C., Rodrigues, V. R. D. S., Monte-mor, D. S., & Correia, R. D. (2018). Corrupção e valor de mercado: os efeitos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 17(51), 41-58.
- Argandoña, A. (2005). Corruption and companies: the use of facilitating payments. *Journal of Business Ethics*, 60(3), 251-264.
- Association of Certified Fraud Examiners. (2018). *Corruption*. Retrieved November 30, 2018, from https://www.acfe.com/uploadedFiles/ACFE_Website/Content/rtnn/2018/Corruption.pdf
- Bandeira, M. T. S. S., Góis, A. D., Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2015). Reputação corporativa negativa e o desempenho empresarial. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(24), 71-83.
- Barros, C. M. E., Lopes, I. F., & Almeida, L. B. (2019). 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*, 38(1), 105-122.
- Bastos, E. S., Rosa, M. P., & Pimenta, M. M. (2016). Os impactos da Operação Lava Jato e da crise internacional do petróleo nos retornos anormais e indicadores contábeis da Petrobras 2012-2015. *Pensar Contábil*, 18(67), 49-56.
- Bergmann, D. R., Savoia, J. R. F., Souza, B. M., & Mariz, F. (2015). Avaliação dos processos de fusões e aquisições no setor bancário brasileiro por meio de estudo de eventos. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(56), 1105-1115.
- Beyer, A., Cohen, D., Lys, T., & Walther, B. (2010). The financial reporting environment: review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343.
- Borgman, R. H., & Datar, V. (2012). The Foreign Corrupt Practices Act: regulatory burden and response. *International Research Journal of Applied Finance*, 3(1), 3-19.
- Brei, Z. A. (1996). Corrupção: dificuldades para definição e para um consenso. *Revista de Administração Pública*, 30(1), 64-77.
- Business Anti-corruption Portal. (2018). *Anti-corruption legislation US: Foreign Corrupt Practices Act (FCPA)*. Retrieved November 30, 2018, from <https://www.business-anti-corruption.com/anti-corruption-legislation/fcpa-foreign-corrupt-practices-act/>.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & Mackinlay, A. C. (1997). Event-study analysis. In *The econometrics of financial markets*, P. U. Press (Ed.), p. 149-180, New Jersey.
- Chan-Olmsted, S. M. (2006). *Competitive strategy for media firms: strategic and brand management in changing media markets*. London: Routledge.
- Chang, C.-P. (2007). The relationships among corporate social responsibility, corporate image and economic performance of high-tech industries in Taiwan. *Quality and Quantity*, 43(3), 417-429.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Controladoria Geral da União. (2016). A convenção. Recuperado em 16 março, 2018, de <https://www.cgu.gov.br/assuntos/articulacao-internacional/convencao-da-ocde/a-convencao>

- Correia, T. S., Costa, I. L. S., & Lucena, W. G. L. (2018). Influência dos perfis de profissionais de empresas gestoras no desempenho de fundos de investimento à luz da Teoria da Sinalização. *Revista Universo Contábil*, 14(1), 72-92.
- Cuervo-Cazurra, A. (2016). Corruption in international business. *Journal of World Business*, 51(1), 35-49.
- Cunha, G. R., & Oliveira, J. T. D. (2017). Sustentabilidade e valor de mercado: estudo de eventos relativos à participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial. *Contexto – Revista do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS*, 17(36), 94-109.
- Dainelli, F., Bini, L., & Giunta, F. (2013). Signaling strategies in annual reports: evidence from the disclosure of performance indicators. *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, 29(2), 267-277.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie – RAM*, 14(5), 104-139.
- Dion, M. (2010). What is corruption corrupting? A philosophical viewpoint. *Journal of Money Laundering Control*, 13(1), 45-54. <https://doi.org/9>.
- Everett, J., Neu, D., & Rahaman, S. (2007). Accounting and the global fight against corruption. *Accounting, Organizations and Society*, 32(6), 513-542.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets : a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fernandes, S. M. (2013). Os efeitos do disclosure ambiental negativo involuntário: um estudo de evento nas companhias brasileiras com alto índice de poluição. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(17), 59-72.
- Ferreira, L. V., & Morosini, F. C. (2013). Corrupção e investimento direto. *Revista InterAção*, 4(4), 59-81.
- Frooman, J. (1997). Socially irresponsible and illegal behavior and shareholder wealth: a meta-analysis of event studies. *Business and Society*, 36(3), 221-249.
- Garlet, N., Santos, A. R., & Tezza, R. (2018). O Impacto do website institucional na imagem corporativa: uma proposição de framework à luz do 'EServicescape'. *Revista Brasileira de Marketing*, 17(6), 946-960.
- Gonçalves, R. S., Barbosa, N. M., & Barroso, C. R. (2015). Social disclosure e retornos anormais: um estudo de eventos em empresas brasileiras abertas no período de 2005 a 2012. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(24), 56-70.
- Graham, J. L. (1984). The Foreign Corrupt Practices Act: a new perspective. *Journal of International Business Studies*, 15(3), 107-121.
- Greco Filho, V. (2016). O combate à corrupção e lei de responsabilidade de pessoas jurídicas. *Revista Jurídica da Escola Superior do Ministério Público de São Paulo*, 9(1), 17-30.
- Janiszewski, V., Carrascoso, L. A., Félix Júnior, L. A., Lagioia, U. C. T., & Oliveira, M. F. J. (2017). Relação da Teoria da Sinalização com o desempenho das empresas a partir dos seus indicadores de performance de divulgação voluntária. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 9(2), 93-108.
- Javor, I., & Jancsics, D. (2013). The role of power in organizational corruption: an empirical study. *Administration & Society*, 48(5), 527-558.
- Johnson, H. H. (2003). Does it pay to be good? Social responsibility and financial performance. *Business Horizons*, 46(6), 34-40.
- Justesen, M. K., & Bjørnskov, C. (2014). Exploiting the poor: bureaucratic corruption and poverty in Africa. *World Development*, 58(june, 2014), 106-115.

- Kaikati, J. G., Sullivan, G. M., Virgo, J. M., Carr, T. R., & Virgo, K. S. (2000). The price of international business morality: twenty years under the Foreign Corrupt Practices Act. *Journal of Business Ethics*, 26(3), 213-222.
- Kliger, D., & Gurevich, G. (2014). *Event studies for financial research: a comprehensive guide*. New York: Palgrave Macmillan.
- Klitgaard, R. (1991). *Controlling corruption*. Los Angeles: University of California Press.
- Lambsdorff, J. G. (2003). How corruption affects persistent capital flows. *Economics of Governance*, 4(3), 229-243.
- Lambsdorff, J. G. (2007). *The institutional economics of corruption and reform: theory, evidence, and policy*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Lau, C. K. M., Demir, E., & Bilgin, M. H. (2013). Experience-based corporate corruption and stock market volatility: evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review*, 17, 1-13.
- Lee, C. M. C., & Ng, D. T. (2002). Corruption and international valuation: does virtue pay? [Working Paper N° 590], 14 June, 2002, *Munich Personal RePEc Archive*, Ithaca, NY.
- Leng, F., Feroz, E. H., Cao, Z., & Davalo, S. V. (2011). 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*, 38(April), 813-841.
- Lopes Júnior, E. P., Câmara, S. F., Rocha, L. G., & Brasil, A. (2018). Influência da corrupção nos gastos das empresas estatais. *Revista de Administração Pública*, 52(4), 695-711.
- Macedo, M. A. S., Almeida, J. E. F., & Dornelles, O. M. (2016). Os mercados acionários internacionais reagem mais às demonstrações contábeis ou às notícias? O caso do escândalo do banco HSBC. *Pensar Contábil*, 18(67), 5-22.
- Marques, T. A., Guimarães, T. M., & Peixoto, F. M. (2015). A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, 16(4), 100-133.
- Martins, D. L. O., Bressan, V. G. F., & Takamatsu, R. T. (2015). Responsabilidade social e retornos das ações: uma análise de empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 14(42), 85-98.
- Matsumoto, G. S., Baraldi, G. P., & Jucá, M. N. (2018). Estudo de eventos sobre o anúncio da emissão de debêntures. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(3), 493-520.
- Miari, R. C., Mesquita, J. M. C., & Pardini, D. J. (2015). Eficiência de mercado e corrupção organizacional: estudo dos impactos sobre o valor dos acionistas. *Brazilian Business Review*, 12(Ed. especial), 1-26.
- Moss, T. W., Neubaum, D. O., & Meyskens, M. (2014). The effect of virtuous and entrepreneurial orientations on microfinance lending and repayment: a signaling theory perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 27-52.
- Ng, D. (2006). The impact of corruption on financial markets. *Managerial Finance*, 32(10), 822-836.
- Padula, A. J. A., & Albuquerque, P. H. M. (2018). Corrupção governamental no mercado de capitais: um estudo acerca da Operação Lava Jato. *Revista de Administração de Empresas*, 58(4), 405-417.
- Pantzalis, C., Park, J. C., & Sutton, N. (2008). Corruption and valuation of multinational corporations. *Journal of Empirical Finance*, 15(3), 387-417.
- Perlman, R. L., & Sykes, A. O. (2017). The political economy of the Foreign Corrupt Practices Act: an exploratory analysis. *Journal of Legal Analysis*, 9(2), 153-182.
- Pertiwi, K. (2018). Contextualizing corruption: a cross-disciplinary approach to studying corruption in organizations. *Administrative sciences*, 8(12), 1-19.

- Sampath, V. S., Gardberg, N. A., & Rahman, N. (2016). Corporate reputation's invisible hand: bribery, rational choice, and market penalties. *Journal of Business Ethics*, 151(3), 743-760.
- Santos, L. C., & Takamatsu, R. T. (2018). Nível de corrupção dos países e opacidade dos resultados contábeis. *Enfoque Reflexão Contábil*, 37(4), 21-32.
- Santos, R. A. D., Guevara, A. J. H., & Amorim, M. C. S. (2013). Corrupção nas organizações privadas: análise da percepção moral segundo gênero, idade e grau de instrução. *Revista de Administração*, 48(1), 53-66.
- Schimmer, M., Levchenko, A., & Müller, S. (2015). *Event Study Tools* (research apps), St. Gallen. Retrieved February 16, 2019, from: <http://www.eventstudytools.com>.
- Schmidt, P., Martins, M. A. D. S., Santos, J. L. D., & Kloeckner, G. O. (2018). Impactos da Zelotes nas ações das empresas envolvidas. *Revista de Administração FACES Journal*, 17(2), 113-133.
- Securities and Exchange Commission. (2018). *SEC enforcement actions: FCPA cases*. Retrieved November 30, 2018, from <https://www.sec.gov/spotlight/fcpa/fcpa-cases.shtml>.
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: the role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), 1045-1061.
- Silvers, R. N. (2016). The valuation impact of sec enforcement actions on non-target foreign firms. *Journal of Accounting Research*, 54(1), 187-234.
- Skousen, C. J., & Wright, C. J. (2009). 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*, 28(1), 31-43.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the change in the paradigm of economics. *American Economic Review*, 92(3), 460-501.
- Tanzi, V. (1998). Corruption around the world: causes, consequences, scope and cures. *IMF Staff Papers*, 45(4), 559-594.
- Tran, M. A., Nguyen, B., Melewar, T. C., & Bodoh, J. (2015). Exploring the corporate image formation process. *Qualitative Market Research: An International Journal*, 18(1), 86-114.
- Transparency International. (2018). *What is corruption?* Retrieved September 30, 2018, from <https://www.transparency.org/what-is-corruption>.
- United Nations Global Compact. (2018). The ten principles of the UN Global Compact. Retrieved September 30, 2018, from <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>.
- Wang, Y., & You, J. (2012). Corruption and firm growth: evidence from China. *China Economic Review*, 23(2), 415-433.
- Wells, C. (2014). Corporate criminal liability: a ten year review. *Criminal Law Review*, 12, 849-878.
- Zyglidopoulos, S. (2015). Toward a Theory of Second-Order Corruption. *Journal of Management Inquiry*, 25(1), 3-10.