



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 13, n. 2, p. 109-129, abr./jun., 2017

doi:10.4270/ruc.2017211
Disponível em www.furb.br/universocontabil



EFEITO NO PREÇO DAS AÇÕES DE EMPRESAS PUNIDAS POR CORRUPÇÃO NO ÂMBITO DO FCPA ¹

EFFECT ON THE PRICE OF COMPANIES' SHARES PUNISHED FOR CORRUPTION UNDER THE FCPA

EFFECTO EN EL PRECIO DE LAS ACCIONES DE EMPRESAS PENALIZADAS POR CORRUPCIÓN EN EL ÁMBITO DE LA FCPA

Marco Aurelio Amaral

Mestre em Administração pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC/RJ)
Endereço: Rua Conde de Irajá, 420 apto 202, Botafogo
CEP 22.271-020 – Rio de Janeiro – RJ – Brasil
E-mail: amaralmar@uol.com.br
Telefone: (21) 3224-8909

Odilanei Moraes dos Santos

Doutor em Controladoria e Contabilidade (FEA/USP)
Professor do PPG em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)
Endereço: Rua Conde de Irajá, 420 apto 907, Botafogo
CEP: 22.271-020 – Rio de Janeiro – RJ – Brasil
E-mail: odilaneisantos@terra.com.br
Telefone: (21) 3224-8909

RESUMO

Avalia-se o efeito no preço das ações de empresas sujeitas ao *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA) decorrentes da punição imposta pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) em função de atos de corrupção praticados junto a funcionários públicos de governos estrangeiros. Trata-se de um estudo de eventos em que o evento de interesse investigado é a divulgação da punição ao mercado, com a hipótese de que a punição afeta negativamente o preço das ações e a mesma está suportada na abordagem da avaliação de empresas e na teoria da sinalização. A amostra inclui 64 empresas punidas entre os anos de 2009 e 2016 e os retornos anormais foram apurados em relação ao índice de mercado S&P500. Considerando as janelas de eventos definidas neste estudo, os resultados encontrados não permitem afirmar que a divulgação da punição imposta pela SEC no âmbito do FCPA tenha efeitos estatisticamente significativos sobre o valor de mercado das empresas (preço das ações) punidas. No entanto, para o dia do evento, observou-se um forte ajuste negativo nos retornos anormais, o que se seguiu no dia posterior à divulgação da punição. Tais retornos mostraram-se estatisticamente significativos, indicando uma reação negativa dos participantes do mercado perante a punição. Os resultados

¹Artigo recebido em 11.09.2017. Revisado por pares em 21.02.2017. Reformulado em 05.06.2017. Recomendado para publicação em 19.06.2017 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 30.06.2017. Organização responsável pelo periódico: FURB.

também sugerem que os participantes do mercado podem ter tido acesso antecipado sobre a informação da punição e que alguns foram capazes de realizar arbitragem no mercado de forma pontual.

Palavras-chave: FCPA; Corrupção; Lei Anticorrupção; Reputação Corporativa.

ABSTRACT

The evaluation of effect on the price of companies' shares subject to the Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) arising from punishment imposed by the Securities and Exchange Commission (SEC) as a result of corruption acts in dealing with official foreign governments is object in this study. It is an event investigation in what the investigated interest event is the disclosure of punishment to the market, with the hypothesis that the punishment negatively affects the share price and it is supported by the valuation approach and by the signaling theory. The research sample includes 64 companies punished between years 2009 and 2016 and the abnormal returns were calculated relative to the market index S&P500. For the periods defined in this study, the results do not allow to state that disclosure of the punishment imposed by the SEC under the FCPA have statistically significant effect on the market value (stock price) of punished companies. However, for the day of the event, a strong negative adjustment was observed in the abnormal returns, which followed the day after the event. Theses returns were statistically significant, indicating a negative reaction of the outsiders in relation to the company's punishment. These results also indicate that outsiders may have had early access to the punishment information and the some were able to conduct arbitrage in the market punctually.

Keywords: FCPA; Corruption; Anti-corruption Law; Corporate Reputation.

RESUMEN

Se evalúa el efecto en el precio de las acciones de empresas sujetas a la *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA) derivadas de la penalización impuesta por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) en función de actos de corrupción practicados junto a funcionarios público de gobiernos extranjeros. Se trata de un estudio de eventos en donde el evento de interés investigado en el mercado es la divulgación de la penalización, con la hipótesis de que la penalización afecta negativamente el precio de las acciones y la misma está soportada en el abordaje de la evaluación de empresas y en la teoría de la señalización. La muestra incluye 64 empresas penalizadas entre los años 2009 y 2016 y los retornos anormales se obtuvieron en relación con el índice de mercado S&P500. Considerando los periodos de eventos definidos en este estudio, los resultados encontrados no permiten afirmar que la divulgación de la penalización impuesta por la SEC en el ámbito de la FCPA tenga efectos estadísticamente significativos sobre el valor de mercado de las empresas (precio de las acciones) penalizadas. Sin embargo, para el día del evento, se observó un fuerte ajuste negativo en los retornos anormales, lo que siguió el día posterior a la divulgación de la penalización. Dichos retornos se mostraron estadísticamente significativos, indicando una reacción negativa de los participantes del mercado en relación a la penalización de la empresa. Los resultados también sugieren que los participantes del mercado pueden haber tenido acceso anticipado a la información y que algunos lograron realizar arbitraje en el mercado de forma puntual.

Palabras clave: FCPA; Corrupción; Ley Anticorrupción; Reputación Corporativa.

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos tempos, tem-se assistido a episódios cada vez mais frequentes de casos de suborno e de pagamento de propinas por parte das empresas para obtenção de contratos para fornecimento de bens e serviços (LIPPIT, 2013). Em muitos dos países em desenvolvimento, não são raros os casos de corrupção e envolvem toda a sorte de níveis hierárquicos. Em alguns deles, certas situações ainda fazem parte do costume local e não são encaradas como corrupção ou ato ilegal. Pelo contrário, são vistas como formas de obtenção de vantagens para a empresa frente a seus concorrentes (CUERVO-CAZURRA, 2016).

No entanto, os países desenvolvidos entendem que a corrupção é um mal a ser combatido, pois impede a livre iniciativa e burla a livre concorrência. Na esteira desse entendimento, foi aprovada a *Foreign Corrupt Practice Act* (FCPA), lei americana que data de 1977. Nos anos de 1970, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), quando da realização de uma investigação, alarmou-se com a conduta de empresas norte-americanas (e de seus executivos) em relação às negociações com funcionários públicos dos países em que as empresas operavam. Foram descobertas mais de 400 empresas utilizando-se de expedientes como suborno ou pagamentos visando à obtenção de vantagem ou agilidade no cumprimento das obrigações exigidas pelos órgãos ou funcionários públicos de governos estrangeiros (SKOUSEN; WRIGHT, 2009).

É nesse contexto que o congresso dos Estados Unidos aprovou o FCPA em 1977, com o intuito de promover mudanças na forma como as companhias norte-americanas conduziam seus negócios em países estrangeiros até então. O FCPA é aplicável a cidadãos americanos ou residentes e, virtualmente, a qualquer entidade que tenha seu principal local de negócio ou que estejam organizadas sob as leis dos Estados Unidos, incluindo companhias estrangeiras que tenham valores mobiliários (ações, ADRs ou outros) registrados junto à SEC ou, ainda, que estejam sujeitos a arquivar periodicamente relatórios junto a essa entidade. A lei também se aplica a indivíduos ou empresas estrangeiras operando nos Estados Unidos ou em qualquer território norte-americano.

A SEC e o *Department of Justice* (DOJ) são os órgãos responsáveis pelas ações de restrição e dividem as responsabilidades nas esferas civil e criminal. A SEC é a responsável somente pelas ações de restrição civil e suas punições restringem-se a multas ou a devolução dos lucros obtidos nas operações para as quais um suborno foi praticado, tanto pelas empresas como pelos indivíduos. Já o DOJ, que é responsável pelas ações de restrição na esfera criminal, pode aplicar multas que chegam à US\$ 25 milhões e, ainda, aplicar penas de até 20 anos de prisão para os executivos acusados.

Existem dois momentos importantes no processo de punição às empresas no âmbito do FCPA: o início das investigações e a divulgação da punição propriamente dita. O processo de investigação é realizado em segredo de justiça e, portanto, somente a empresa é notificada sobre o início das apurações. Já a divulgação da punição é pública. Algumas empresas informam, por meio de fato relevante, que se encontram sob investigação pela SEC/DOJ no âmbito do FCPA. No entanto, essa divulgação ocorre, normalmente, após rumores de que a empresa estaria sendo investigada. Pela dificuldade em estabelecer a data precisa em que essa informação (início das investigações) foi percebida pelo mercado, este estudo utilizará a data da divulgação da punição. A informação do início de procedimento investigatório acarreta efeitos no preço das ações, conforme Nourayi (1994), mas se acredita que a efetiva divulgação da punição aplicada à empresa é um fato novo e que traz consigo informações que ainda podem gerar efeitos no preço das ações.

Segundo Barker, Pacini e Sinason (2012), é perceptível um padrão de aumento nas sanções monetárias, tanto nos casos conduzidos pela SEC, quanto naqueles encampados pelo DOJ durante a última década. Não só o total das multas, mas também a média destas tem aumentado: em 2004, o total foi de US\$ 16,4 milhões, crescendo em 2007 para US\$ 86 milhões,

sendo que nos anos de 2008 e 2009 ficaram acima dos US\$ 200 milhões. Sem contar as multas propriamente ditas, a simples condução de uma investigação pela própria empresa no intuito de colaborar e evitar penas maiores por parte dos órgãos reguladores americanos pode custar centenas de milhões de dólares (JAEGER, 2012).

Um dos casos mais emblemático de aplicação do FCPA foi a que envolveu a empresa alemã Siemens, a qual foi multada em 2008 em US\$ 1,8 bilhão (total das penalidades aplicadas pelos Estados Unidos e pela Alemanha), maior penalidade no âmbito da FCPA aplicada até hoje, além de ser marco em relação à cooperação entre países, num nível até então não observado entre os Estados Unidos e países estrangeiros (SHEARMAN; STERLING LLP, 2014).

Dentre os diversos conceitos de corrupção, utiliza-se a de Cuervo-Cazurra (2016), que se refere ao pagamento monetário a agentes (tanto públicos quanto privados) para induzi-los a ignorar os interesses do principal em favor dos interesses privados do corruptor.

A corrupção pode ser estudada sob diversos enfoques, tais como econômico, gerencial ou comportamental ou, então, examinando a corrupção em nível particular, como o indivíduo, a organização ou a economia (MIARI; MESQUITA; PARDINI, 2015).

Assim, as consequências também são diversas. Conforme Cuervo-Cazurra (2016), estudos indicam que, por exemplo, países com altos níveis de corrupção possuem baixo crescimento econômico, baixos níveis de investimentos diretos ou em educação e saúde, além de baixos níveis de entrada de investimentos estrangeiros. Ou seja, a existência de práticas corruptas impacta a atividade econômica dos países, sob o ponto de vista de criação de riqueza e desenvolvimento econômico (MIARI; MESQUITA; PARDINI, 2015).

Lee e Ng (2006) relatam que o nível de corrupção de um país é função de seus aspectos históricos, religiosos e culturais, além de estar relacionado com o nível de desenvolvimento econômico e sistema legal e governamental.

Entretanto, as consequências da corrupção no nível das empresas não são consenso ou claras (CUERVO-CAZURRA, 2016) ou, ainda, que o conhecimento sobre o impacto no valor da empresa é baixo (LEE; NG, 2006). Neste contexto, busca-se investigar: qual o efeito da divulgação das ações de restrição civis e criminais contra atos de corrupção no valor de mercado de empresas sujeitas ao FCPA?

Assim, o objetivo é analisar se os preços das ações de empresas punidas pela SEC ou DOJ no âmbito do FCPA reagem de forma estatisticamente relevante quando da divulgação da punição da empresa ao mercado.

Estudos anteriores (NOURAYI, 1994; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1996; SKOUSEN; WRIGHT, 2009; LENG et al., 2011; SILVERS, 2016) já verificaram empiricamente alguns dos aspectos relevantes relacionados ao FCPA e os efeitos sobre o valor das empresas. Este estudo diferencia-se dos demais em função do recorte realizado, o qual tem como foco o efeito da divulgação da punição aplicada pela SEC/DOJ no preço das ações.

Para atender a questão de pesquisa, utiliza-se da metodologia de estudo de eventos em uma amostra com 64 empresas, cuja a divulgação da punição imposta pela SEC/DOJ ocorreu entre os anos de 2009 e 2016.

A SEC e o DOJ vêm envidando cada vez mais esforços materiais e humanos no sentido de investigar e processar, tanto as empresas quanto executivos, no que tange à corrupção e à fraude corporativa (GIRAUDO, 2005). A partir desta constatação e da percepção de que a corrupção e a respectiva fraude dos registros contábeis são punidas com pesadas multas e com todo o espectro negativo para a imagem da companhia, busca-se entender se o mercado percebe esse fato negativamente, precificando para baixo o valor de mercado (preço das ações) das empresas que sofreram ações de restrição por conta da aplicação das penas previstas no FCPA.

O trabalho tem suporte na abordagem da avaliação da empresa no sentido de que uma condenação no âmbito do FCPA, com o pagamento de multas e outras penalidades que implique

em perda de receita, pode afetar negativamente as expectativas de geração futura de caixa e, conseqüentemente reduzir o valor da empresa (preço das ações) (DAVIDSON III; WORRELL, 1988).

De forma mais moderna, pode-se associar os pressupostos do trabalho à teoria da sinalização sob o prisma da reputação corporativa, ou seja, que os sinais emitidos pela empresa influenciam sua reputação e é capaz de estabelecer o comportamento dos *stakeholders* (LUCA et al., 2015). No presente estudo, entende-se que a punição da empresa no âmbito do FCPA influencia negativamente a sua reputação e, conseqüentemente, o preço das ações.

Destaca-se a relevância do estudo pelo fato de que diversas iniciativas internacionais foram adotadas com vistas a promover o combate contra a corrupção ao redor do mundo. Uma das iniciativas mais significantes foi o trabalho realizado pela *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) no qual os países signatários se comprometeram a criar leis específicas contra a corrupção. Como exemplo disso, têm-se a *UK Bribery* no Reino Unido, datada de 8 de abril de 2010, e a própria lei anticorrupção brasileira promulgada em 2013, Lei 12.846, de 1º de agosto de 2013.

Além disso, tem-se a situação vivida pela maior empresa brasileira, a Petrobras, envolvida em um processo investigatório relacionada à corrupção e suborno, inclusive no âmbito do FCPA, o que garante visibilidade para este trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A lei FCPA possui, de forma geral, duas cláusulas que preveem que empresa e seus executivos possam ser processados por seu descumprimento: a cláusula antisuborno e a cláusula contábil ou de manutenção dos registros.

A cláusula antisuborno pune na esfera criminal empresas e pessoas que praticam atos de corrupção a funcionários públicos de países estrangeiros para obter vantagens ou favorecimentos nas operações usuais ou para obtenção/manutenção de contratos ou serviços com órgãos, empresas ou agências controladas por governos estrangeiros.

Segundo Loughman e Sibery (2012), existem cinco elementos que caracterizam a violação dessa cláusula e que precisam estar todos presentes para que a infração seja alcançada pelo FCPA: 1) o violador seja uma parte regulada (entes domésticos, emissores de títulos, qualquer agente ou representante de entes domésticos ou emissor e qualquer empresa não americana que tome parte, auxilie ou apoie qualquer pagamento corrupto dentro do território americano; 2) pagamento, oferecimento, promessa de pagamento ou autorização para pagar ou oferecer dinheiro ou qualquer coisa de valor; 3) funcionário público estrangeiro (qualquer departamento de governo estrangeiro ou agência governamental; qualquer entidade pertencente ao governo ou controlada por este; qualquer funcionário ou candidato de partido político estrangeiro; qualquer organização internacional pública; ou qualquer pessoa agindo com poderes públicos em nome de qualquer dos citados anteriormente); 4) intenção de corromper, ou seja, intenção de influenciar o receptor a fazer mal uso de sua posição (extorsão ou coação não são consideradas como pagamentos corruptos em função de ter havido um pagamento em resposta a uma ameaça); e 5) propósito comercial (os pagamentos precisam estar relacionados à obtenção, manutenção ou direcionamento de negócios e tratamentos alfandegários mais favoráveis ou para obter permissões ou licenças).

De acordo com Biegelman e Biegelman (2010), o FCPA prevê exceções e respaldos jurídicos (*affirmative defenses*) para atos de suborno. A exceção são os *facilitating payments* ou *expediting payments*, as quais referem-se aos pagamentos feitos a funcionários públicos para expedir ou assegurar a execução de funções e serviços governamentais rotineiros e comuns, incluindo licenças, taxas para processamento de documentos e serviços governamentais tais como proteção policial e inspeções alfandegárias. Geralmente são pagamentos de pequeno valor e feitos a funcionários públicos de baixo nível hierárquico e devem estar identificados e

contabilizados corretamente. O pagamento não pode ser feito para permitir que o funcionário faça algo que não é esperado do papel dele como agente público. Ou seja, pagar pela liberação das mercadorias na alfândega seria permitido, ao passo que se o mesmo pagamento fosse feito para liberar mercadorias proibidas naquele país, este violaria o FCPA.

A cláusula contábil ou de manutenção dos registros opera em conjunto com a cláusula antisuborno e prevê que empresas emissoras de qualquer título listado em mercados de negociação norte-americanos (incluindo ações, títulos de dívida ou qualquer outro instrumento que requeira registro periódico de relatórios junto à SEC), incluindo suas subsidiárias, precisam: 1) manter livros, registros e valores, com nível razoável de detalhe, que reflitam de modo preciso e justo as transações e dispêndios de ativos do emissor; e 2) adotar controles internos para prevenir o uso impróprio dos recursos corporativos (políticas e procedimentos para aprovações de gastos, autorizações, reconciliações de contas contábeis e uma correta segregação de funções estão entre alguns dos controles necessários para evitar que pagamentos de suborno tenham sido disfarçados como outros gastos e estejam ocorrendo sem o conhecimento da administração).

O congresso americano criou essa cláusula como elemento adicional de dissuasão do suborno, pois a maioria das empresas ocultam os valores utilizados para subornar funcionários públicos nos livros contábeis corporativos como se fossem pagamentos de outras naturezas (SEC, 2012).

Por essa cláusula, as empresas são obrigadas a registrar de forma exata todas as transações, manter documentação suporte desses lançamentos e manter política de retenção e descarte dos registros e documentos de forma consistente.

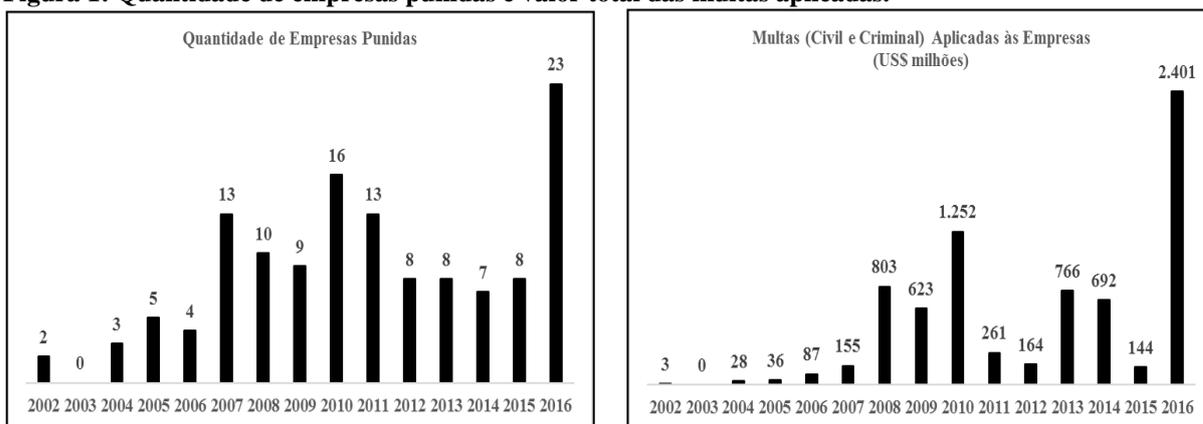
No que tange aos controles internos, a cláusula preconiza que haja uma robusta política de conformidade para que o sistema de controle esteja desenhado de forma a prevenir transações não registradas ou não autorizadas para todas as unidades da empresa.

O DOJ é o responsável pelas acusações criminais e as penalidades podem incluir altas multas e a prisão dos responsáveis. A violação da cláusula antisuborno sujeita criminalmente às empresas a multas de até US\$ 2 milhões e aos executivos, multas de até US\$ 250 mil mais prisão por até 5 anos. Já a violação intencional da cláusula contábil e de manutenção dos registros é punível criminalmente com multas de até US\$ 25 milhões para as empresas e de até US\$ 5 milhões mais prisão por até 20 anos para os indivíduos.

No que tange às penalidades civis, a SEC pode investigar e indiciar os emissores enquanto o DOJ tem o mesmo papel junto aos entes domésticos e empresas e indivíduos não americanos. A multa civil máxima, por violações da cláusula antisuborno, tanto para empresas como para indivíduos, é de US\$ 16 mil, por ocorrência e as multas impostas a indivíduos não podem ser pagas por seus empregadores.

A SEC tem o poder de iniciar procedimentos civis de restrição contra empresas que violem a cláusula contábil e pode impor multas ou o expurgo dos lucros (espécie de devolução dos ganhos auferidos de forma ilegal impostos a malfeitores pelos tribunais). As multas podem chegar a US\$ 725 mil para empresas e US\$ 150 mil para indivíduos. Alguns acordos são possíveis, incluindo o que ameniza a pena sob a condição de o administrador não mais exercer cargos executivos ou de a empresa ter suspenso o direito de fazer negócios com o governo.

São inúmeros os casos de artifícios (subornos, disfarce das operações, fraude aos livros contábeis) realizados por empresas visando à obtenção ou a manutenção de contratos que lhes gerem receitas (ASHCROFT; RATCLIFE, 2012). Isso tem levado SEC e DOJ a aumentar suas ações de investigação, como pode ser observado na Figura 1, as quais evidenciam a evolução no número de empresas punidas e no valor total das multas (soma das multas aplicadas pela SEC e pelo DOJ).

Figura 1: Quantidade de empresas punidas e valor total das multas aplicadas.

Nota: Os dados referem-se apenas as punições às empresas.

Fonte: FCPA Digest January (2014) para os anos de 2002 a 2008 e SEC (www.sec.gov/spotlight/fcpa/fcpa-cases.shtml) para os demais anos.

No período de 2002 a 2016, cento e vinte e sete (127) empresas foram punidas no âmbito do FCPA, sendo o ano de 2016, aquele com a maior quantidade de empresas punidas, vinte (23) no total. O ano de 2016 também foi o que apresentou o maior montante em multas, com US\$ 3.401 milhões, frente aos US\$ 7.412 milhões aplicadas nos últimos quinze anos.

Além do custo financeiro e do desgaste para a imagem da companhia, que obviamente aumenta a suspeição sobre os outros contratos da companhia com países estrangeiros, existe ainda a percepção por parte do acionista de que, como as multas sacrificam a lucratividade do negócio, poderia valorar negativamente a empresa.

Esses pressupostos têm suporte na abordagem da avaliação da empresa. De acordo com Davidson III e Worrell (1988), o valor de uma empresa é o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, descontados por uma taxa de retorno ajustada ao risco. “Para aumentar o valor da empresa, a expectativa do valor dos dividendos deve aumentar, a taxa de desconto diminuir, ou ambos” (DAVIDSON III; WORRELL, 1988).

Lee e Ng (2006) discutem como a corrupção pode afetar os *drives* econômicos utilizados na avaliação do valor da empresa sob três prismas. Primeiro, evidências empíricas mostram que altos níveis de corrupção está correlacionada com baixo crescimento da economia. Assim, sendo a taxa de crescimento da economia uma premissa chave, o valor da empresa pode ser impactado decisivamente. Segundo, a corrupção pode afetar negativamente a expectativa de fluxo de caixa futuro da empresa, seja diretamente, por meio da redução de receitas provenientes de negócios cancelados, por exemplo, ou indiretamente, via custo de transação decorrente da má conduta da empresa. E, por fim, a corrupção pode aumentar o custo de capital requerido. Os autores argumentam que em países com fracas leis de proteção ao investidor, os proprietários exigirão taxas de retornos maiores em função de a corrupção ser favorecida pela baixa eficácia da supervisão regulatória (LEE; NG, 2006).

Borgman e Datar (2012) apresentam a análise de que a corrupção é custosa, sendo que o valor da empresa deveria aumentar se a corrupção diminuísse. Argumentam que a corrupção é ruim para a saúde econômica dos países e, dessa forma, afeta a lucratividade das empresas no longo prazo. Portanto, a corrupção teria efeito sobre o valor da empresa.

De forma geral, Pantzalis, Park e Sutton (2008) afirmam que a corrupção pode afetar negativamente o valor da empresa se os investidores a reconhecerem como um risco adicional a qual a empresa está exposta e, conseqüentemente, ajustar para baixo o valor da empresa. A seguir, algumas pesquisas que seguiram essa abordagem.

O trabalho de Nourayi (1994) examina os efeitos do anúncio de abertura de investigações de ações de restrição pela SEC nos preços das ações de companhias listadas na

New York Stock Exchange (NYSE) e na *American Stock Exchange* (ASE). O autor levou em consideração qualquer comunicação de abertura de investigações para aplicação de ações de restrição, independente do motivo (fraude nas demonstrações, violação aos princípios contábeis, republicação de balanços ou atos de corrupção) entre os anos de 1977 e 1984, compreendendo 82 firmas. A conclusão mostra que houve reação negativa do mercado ao anúncio das investigações, precificando para baixo o valor das ações das empresas alvo das investigações pela SEC.

Dechow, Sloan e Sweeney (1996), por sua vez, investigaram as empresas sujeitas às ações de restrição da SEC por manipulação de resultados via violação dos princípios contábeis geralmente aceitos (*GAAPs*). Dentre os resultados da pesquisa, obteve-se evidências de que aumentos significativos no custo de capital da empresa estavam relacionados com esquemas de manipulação que se tornaram públicos, ou seja, depreende-se que a divulgação de atos indevidos praticados pela empresa traz consequências adversas para ela.

Skousen e Wright (2009) questionam se o FCPA cumpriu seus objetivos de modo a proteger às companhias norte-americanas contra atividades fraudulentas. Utilizando a metodologia F-score para comparar um grupo de empresas de óleo e gás americanas com outro grupo de empresas de óleo e gás não americanas, os resultados mostraram que empresas americanas apresentaram F-scores maiores do que as empresas não americanas em 12 dos 15 anos analisados, levando a conclusão de que a lei FCPA não é efetiva, pois criou uma desvantagem competitiva para as companhias americanas (custos para se manter em conformidade com a lei) vis-à-vis aquelas não sujeitas a tal regulação.

Leng et al. (2011) investigaram 239 empresas citadas nos Relatórios de Restrição (punição) contábeis e de auditoria (*Accounting and Auditing Enforcement Releases – AAER*) da SEC e concluíram que estas tiveram resultados anormais negativos no preço das ações como resultado dessas punições, considerando o segundo e terceiro ano após o registro da infração. Foram utilizados como indicadores de retorno, o fluxo de caixa baseado no retorno dos ativos (*cash-flow-based return on assets – CFROA*) e o resultado baseado no retorno dos ativos (*earnings-based return on assets – ROA*). A principal conclusão para as empresas ao serem citadas neste tipo de violação de relatórios financeiros foi a de que as implicações negativas podem ter efeito longo e influenciar o desempenho e a sobrevivência da companhia.

Já o estudo de Silvers (2016) relata que foi aferido o efeito no valor de mercado de empresas estrangeiras não alvo da SEC quando outras empresas estrangeiras do mesmo segmento foram notificadas pela SEC por ações de restrição. Segundo o autor, nota-se um efeito positivo nas empresas estrangeiras não alvo, que é menor a cada nova notificação, mas que permanece positiva, indicando que, provavelmente, a percepção dos acionistas quanto à ação de restrição os leva a valorar negativamente os atos de corrupção.

Usando informações no nível da empresa, Lee e Ng (2006) investigaram a relação entre a corrupção e o valor das corporações. As análises realizadas mostram que empresas provenientes de países mais corruptos possuem múltiplos de mercado significativamente menores. Os resultados indicam que a corrupção impacta principalmente a expectativa de fluxos de caixa futuros, influenciando o valor para os proprietários.

No Brasil, destaque para a pesquisa de Miari, Mesquita e Pardini (2015), que avaliaram a influência da divulgação do envolvimento de organizações em atos ilegais sobre a criação de valor para os acionistas. Utilizaram-se informações (eventos) de quatro companhias ligadas à prática de corrupção. Os resultados apontam variações negativas e positivas ao redor da data da divulgação, sem significância estatística, levando a conclusão de que o mercado não agiu eficientemente no período analisado no sentido de não punir a empresa pelos atos ilícitos, via redução do valor do preço das ações.

Considerando a visão abrangente de reputação corporativa, Luca et al (2015) afirmam que a mesma se refere à capacidade de a empresa atender aos seus diversos *stakeholders* por

meio de critérios de julgamento socialmente construídos e legitimados. Utilizando-se da abordagem da teoria da sinalização no desenvolvido das pesquisas, o argumento é o de que as empresas apresentam ao mercado sinais que influenciam o comportamento das partes interessadas, refletindo na avaliação de sua reputação sobre vários prismas, inclusive no valor da empresa.

No contexto deste trabalho, a divulgação de punição no âmbito do FCPA pode ser vista como uma sinalização relevante que pode levar a comprometer a reputação corporativa da empresa e, dessa forma, ter reflexos no valor da mesma.

Davidson III e Worrell (1988) argumentam que o mercado deveria reagir de forma negativa ao anúncio público de atos de irresponsabilidade social, no caso, de atos criminais. Os resultados da pesquisa indicam que tal reação se deu um dia antes a divulgação ao público, mas não em outros períodos de análise.

Feroz, Park e Pastena (1991) encontraram evidências de que o mercado reage negativamente ao anúncio pela SEC sobre restrições de natureza contábeis e de auditoria encontrada em empresas investigadas. Essa relação pode ser devida a reavaliação do valor da empresa pelos investidores ao considerar os custos indesejáveis decorrente das ações regulatórias da SEC. Esses custos poderiam ser atribuíveis, dentre outros fatores, ao sinal negativo de credibilidade (reputação) emitido pela empresa as suas contrapartes contratuais, tais como investidores, credores, fornecedores, consumidores e empregados, os quais podem reduzir o poder de barganha da empresa nessas relações contratuais.

Este estudo se diferencia dos demais por tentar capturar o efeito sobre o preço das ações das empresas decorrente das punições impostas pela SEC pela violação do FCPA. Os estudos anteriores analisaram toda e qualquer ação de restrição (fraude contábil, utilização de princípios contábeis não reconhecidos, falta de *disclosure*, dentre outros) imposta pelos órgãos americanos de controle (SEC e DOJ) para análise do efeito que essas ações provocariam no valor de mercado das empresas.

Assim, no contexto da aprovação da lei brasileira anticorrupção e no cenário em que a maior empresa brasileira encontra-se em processo de investigação no âmbito do FCPA, busca-se expandir o conhecimento da área focando-se exclusivamente nas questões relacionadas a corrupção e seu efeito no nível das organizações.

Uma limitação em relação aos estudos anteriores reside no fato de que antes era possível se utilizar a data do início das investigações pela SEC. Entretanto, atualmente, a única data publicada oficialmente é a data da punição imposta pela SEC/DOJ, uma vez que as investigações referentes ao FCPA são realizadas em segredo de justiça até a divulgação final do resultado.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa se caracteriza por ser um estudo do tipo empírico-analítico tendo em vista a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. O estudo se caracteriza, ainda, por ser uma investigação *ex post facto*, uma vez que se baseia em fatos que já ocorreram e dos quais o pesquisador não pode, nem controlar, nem manipular as variáveis (MARTINS, 2011).

Visando a atender a questão de pesquisa de se verificar o efeito da divulgação de ações de restrição a atos de corrupção no âmbito do FCPA sobre o valor de mercado da empresa, utilizou-se do modelo econométrico de estudo de eventos. Segundo Mackinlay (1997), o estudo de evento é útil por conta da racionalidade do investidor, uma vez que um evento novo, conhecido e divulgado ao mercado sem privilégios irá refletir-se imediatamente no preço das ações daquela companhia, ou seja, a divulgação do evento tem o efeito esperado de provocar ajustes automáticos no valor de mercado das empresas.

Conforme Camargos e Barbosa (2006), a metodologia do estudo de eventos procura aferir a velocidade do ajustamento de preços das ações ao redor de uma data específica. Para efeitos desse estudo, o evento refere-se à comunicação pela SEC ao mercado da punição imposta à empresa por envolvimento em atos de corrupção no âmbito do FCPA.

Os procedimentos para o estudo de evento seguiram os passos descritos por Campbell, Lo e Mackinlay (1997). A janela do evento sobre a qual os retornos dos preços das ações são analisados corresponde a 20 pregões anteriores e a 20 pregões posteriores à data de publicação da restrição aplicada à empresa, além do próprio dia da divulgação, totalizando uma janela de 41 dias. Para o cálculo dos retornos esperados das ações das empresas dentro da janela do evento, utilizou-se uma janela de estimação contendo 120 pregões anteriores à janela do evento.

O evento de interesse desta pesquisa é a data de divulgação da ação de restrição (punição) aplicada à empresa pela SEC. Essa informação é pública e encontra-se disponível na página na *internet* da SEC e contempla: data da punição, valor das penalidades e outros detalhes sobre o caso.

A utilização da janela com 20 pregões anteriores ao evento visa evitar que alguma informação privilegiada antes da publicação seja perdida e o período posterior de 20 pregões é utilizado para aferir a velocidade e a precisão da informação (no caso a informação da punição) nos preços das ações.

A premissa básica da metodologia do estudo de evento parte da comparação do retorno observado (real) com o retorno esperado (normal) de uma ação com o objetivo de se verificar a existência de retornos anormais estatisticamente significativos, o que se traduz, se for o caso, que a informação divulgada afetou o valor das ações. Os retornos anormais foram obtidos conforme Mackinlay (1997) e expresso na Equação 1:

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

Sendo que:

RA_{it} = Retorno anormal do ativo i na data t .

R_{it} = Retorno observado (real) do ativo i na data t , apurado por meio do logaritmo do quociente entre o preço da ação i na data t e o preço da ação i na data $t - 1$.

$E(R_{it}|X_t)$ = Retorno esperado (normal) do ativo i na data t , dado o retorno de X_t . Como o modelo de estimação escolhido foi o de mercado, X_t representa o comportamento do mercado, o qual foi definido como sendo a carteira que compõe o índice S&P500.

O índice S&P500 foi escolhido por melhor representar o conjunto de empresas (ações) que compõe a amostra, a qual é caracterizada por empresas de diferentes tamanhos, fato que também ocorre na composição do referido índice. A utilização deste índice mostra-se mais adequado visto que considera uma maior quantidade de empresas em sua composição, sendo que boa parte das empresas envolvidas neste estudo não são grandes *players* do mercado acionário, característica do índice Dow Jones, que, por sinal, também poderia ter sido utilizado como *proxy* para mercado.

Em relação aos retornos esperados (normais), os mesmos foram obtidos utilizando-se o modelo de mercado, uma regressão linear simples (mínimos quadrados ordinários) relacionando o retorno de uma ação com o retorno do portfólio de mercado (neste estudo, o índice S&P500). A Equação 2 expressa a regressão utilizada.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i Rm_t + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação 2}$$

Sendo:

R_{it} = Retorno do ativo i na data t , apurado por meio do logaritmo natural do quociente entre o preço da ação i na data t e o preço da ação i na data $t - 1$.

α_i e β_i = Coeficiente de intercepto (alfa) e de declividade (beta) para o ativo i .

Rm_t = Retorno da carteira de mercado (S&P500) na data t .

ε_{it} = Erro aleatório para o ativo i na data t .

A utilização do modelo de mercado pressupõe a existência de linearidade entre as variáveis, coeficiente de declividade (beta) com significância estatística, além dos demais pressupostos básicos da regressão. Em função da janela de evento se enquadrar em mais de um dia (neste caso, 20 dias antes, o dia do evento e 20 dias depois), os resultados anormais contidos na janela de evento são agregados, conforme Equação 3:

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

Sendo:

RAA_i = Retorno anormal acumulado do ativo i .

τ_1 = Primeiro dia da janela de evento.

τ_2 = Último dia da janela do evento.

RA_{it} = Retorno anormal do ativo i na data t .

Este procedimento também foi aplicado às janelas alternativas. A interpretação dos resultados, visando à questão de pesquisa, se dá por meio da realização de testes paramétricos ou não paramétricos sobre a significância entre a proporção dos retornos anormais positivos e dos retornos anormais negativos. A hipótese nula é pela igualdade estatística entre os retornos positivos e negativos, indicando que o evento estudado não impacta o preço das ações de forma estatisticamente significativa.

A amostra do estudo é composta pelos casos divulgados no site da SEC nos anos de 2009 a 2016 (oito anos). Nesse intervalo, houve 113 decisões de punição contra pessoas jurídicas e pessoas físicas (administradores e executivos). Tendo em vista que o interesse desse estudo se refere às punições aplicadas às empresas, descartaram-se 18 casos que se referiam aos executivos de companhias punidas. Posteriormente, verificou-se que 30 empresas não possuíam ações negociadas em bolsa de Nova Iorque (NYSE), ou foram incorporadas por empresas que também não eram negociadas em bolsa ou, ainda, empresas que foram incorporadas por outra que já estava presente nesse estudo. Com isso, a amostra inicial contou com 65 empresas.

A amostra final foi definida após a comprovação dos pressupostos para utilização do modelo de mercado (Equação 2), conforme resultados apresentados na Tabela 1. Os dados necessários ao estudo foram coletados no site Yahoo Finance e as cotações utilizadas foram coletadas já de forma ajustada por proventos para não refletir acontecimentos que poderiam causar descontinuidade nos preços das ações como, por exemplo, dividendos, agrupamentos, desdobramentos etc.

Tabela 1: Resultado das regressões (modelo de mercado).

Empresas	Coeficiente de Correlação de Pearson	Regressão: $R_{it} = \alpha_i + \beta_i Rm_t + \varepsilon_{it}$ com $N = 120$ observações					
		Coef. β	P-Value β	R^2	R^2 Ajustado	Durbin Watson	P-Value Regressão
ABB	0,804	1,3708	0,000	0,6456	0,6426	2,081	0,000
AGCO	0,791	1,8160	0,000	0,6259	0,6227	2,465	0,000
Alcatel-Lucent	0,609	1,6559	0,000	0,3704	0,3651	2,351	0,000
Alcoa	0,490	1,3064	0,000	0,2405	0,2341	1,940	0,000
Alliance One	0,568	1,0361	0,000	0,3223	0,3166	2,152	0,000
Anheuser-Busch InBev	0,648	1,2727	0,000	0,4200	0,4151	2,248	0,000
AON Corp	0,830	0,9718	0,000	0,6897	0,6871	1,861	0,000
Archer Daniels	0,499	0,8661	0,000	0,2494	0,2430	2,370	0,000
Avery Dennison Corp	0,848	1,1873	0,000	0,7193	0,7169	1,605	0,000
Avon Products Inc	0,243	0,5949	0,000	0,0592	0,0512	1,986	0,007
AstraZeneca	0,523	0,9822	0,000	0,2736	0,2675	1,669	0,000
Ball Corporation	0,673	1,0196	0,000	0,4523	0,4477	2,254	0,000
BHP Billiton	0,503	1,4213	0,000	0,2526	0,2462	2,134	0,000
Bio-Rad Laboratories	0,329	0,5018	0,000	0,1083	0,1007	2,037	0,000
Braskem S.A.	0,446	1,6474	0,000	0,1985	0,1917	2,037	0,000

Empresas	Coeficiente de Correlação de Pearson	Regressão: $R_{it} = \alpha_i + \beta_i Rm_t + \varepsilon_{it}$ com $N = 120$ observações					
		Coef. β	P-Value β	R^2	R^2 Ajustado	Durbin Watson	P-Value Regressão
Bristol-Myers Squibb	0,650	0,9484	0,000	0,4226	0,4167	2,175	0,000
Diageo	0,579	0,8764	0,000	0,3354	0,3298	2,238	0,000
Diebold	0,514	0,9414	0,000	0,2640	0,2578	1,917	0,000
Eli Lilly	0,510	0,7671	0,000	0,2598	0,2535	2,029	0,000
Embraer	0,388	1,1462	0,000	0,1507	0,1435	1,502	0,000
ENI Spa	0,856	1,4473	0,000	0,7323	0,7300	2,047	0,000
General Cable Corp	0,622	2,3067	0,000	0,3864	0,3812	1,786	0,000
General Eletric	0,828	1,2551	0,000	0,6864	0,6837	1,846	0,000
GlaxoSmithKline	0,649	0,9956	0,000	0,4214	0,4165	2,132	0,000
Helmerich & Payne Inc.	0,762	1,6346	0,000	0,5813	0,5778	2,187	0,000
Hewlett-Packard	0,339	0,8614	0,000	0,1148	0,1073	2,365	0,000
IBM	0,664	0,7877	0,000	0,4405	0,4358	2,249	0,000
Innospec Inc.	0,624	2,2922	0,000	0,3896	0,3844	1,643	0,000
ITT Corp.	0,884	0,9876	0,000	0,7811	0,7793	2,201	0,000
Johnson Controls	0,422	0,7394	0,000	0,1779	0,1710	1,960	0,000
Johnson & Johnson	0,573	0,5000	0,000	0,3285	0,3228	1,947	0,000
JPMorgan	0,746	1,2275	0,000	0,5571	0,5533	1,879	0,000
KBR Halliburton	0,778	1,3665	0,000	0,6054	0,6020	1,710	0,000
Koninklijke Phillips	0,583	1,2267	0,000	0,3399	0,3343	2,079	0,000
Key Energy Services	0,378	3,4105	0,000	0,1431	0,1358	2,102	0,000
LAN Airlines	0,320	0,8153	0,000	0,1022	0,0946	1,731	0,000
Las Vegas Sands	0,647	1,6892	0,000	0,4185	0,4136	1,789	0,000
Maxwell Technologies	0,611	1,9812	0,000	0,3731	0,3678	2,278	0,000
Mead Johnson Nutrition	0,545	0,7954	0,000	0,2976	0,2916	1,997	0,000
Noble Corporation	0,583	1,0151	0,000	0,3400	0,3344	1,728	0,000
Novartis AG	0,736	0,8146	0,000	0,5421	0,5381	1,835	0,000
Novo Nordisk A/S	0,618	0,6064	0,000	0,3824	0,3772	2,307	0,000
Nu Skin Enterprises	0,544	1,7570	0,000	0,2954	0,2895	2,206	0,000
Och-Ziff	0,123	0,5317	0,181	0,0151	0,0068	2,178	0,181
Oracle	0,719	1,1876	0,000	0,5168	0,5127	1,969	0,000
Orthofix	0,598	1,1816	0,000	0,3572	0,3517	1,490	0,000
Parker Drilling	0,481	1,6016	0,000	0,2318	0,2252	2,119	0,000
Pfizer	0,564	0,5086	0,000	0,3186	0,3129	2,063	0,000
Ralph Lauren	0,514	1,0497	0,000	0,2644	0,2582	1,899	0,000
Rockwell Automation	0,712	1,4764	0,000	0,5074	0,5032	2,001	0,000
Royal Dutch Shell	0,822	1,0338	0,000	0,6758	0,6731	2,459	0,000
SAP	0,587	0,6247	0,000	0,3449	0,3394	2,290	0,000
Smith & Nephew	0,864	0,9991	0,000	0,7467	0,7446	1,851	0,000
Stryker Corp.	0,737	0,9264	0,000	0,5428	0,5389	1,896	0,000
Tenaris	0,618	1,4018	0,000	0,3824	0,3772	2,065	0,000
Tidewater Inc.	0,757	1,0448	0,000	0,5736	0,5699	2,073	0,000
Total	0,721	1,1586	0,000	0,5201	0,5160	1,777	0,000
Transocean Inc.	0,440	1,2026	0,000	0,1934	0,1866	1,890	0,000
Tyco Int.	0,715	1,0610	0,000	0,5117	0,5075	1,943	0,000
Tyson Foods	0,209	0,4971	0,000	0,0435	0,0354	2,253	0,022
Teva Pharmaceutical	0,274	0,6994	0,003	0,0751	0,0672	2,222	0,002
Universal Corp.	0,564	1,0614	0,000	0,3184	0,3127	1,884	0,000
Utstarcom	0,563	2,7994	0,000	0,3174	0,3116	2,178	0,000
Watts Water	0,889	1,4342	0,000	0,7907	0,7889	2,002	0,000
Wheatherford	0,619	1,2629	0,000	0,3836	0,3784	1,955	0,000

Nota: Todas as correlações de Pearson com significância estatística, exceto na empresa Och-Ziff.

Os resultados evidenciam a existência de linearidade, dada as correlações entre os retornos das empresas e os retornos do mercado terem sido estatisticamente significativas, com base nos coeficientes de correlação de Pearson. Em relação às regressões, os coeficientes de declividade (beta) foram significativos ao nível de 1%. Apenas a empresa Och-Ziff não atendeu a esses dois pressupostos.

Considerando o valor tabulado para a estatística de Durbin-Watson, limite inferior ($d_l = 1,685$) e limite superior ($d_s = 1,719$), para 120 observações e 2 variáveis, observa-se o não atendimento desse pressuposto para algumas empresas. Apesar disso, visando não reduzir muito a amostra e levando-se em conta o atendimento aos demais parâmetros, optou-se por excluir apenas a empresa Och-Ziff, ficando a amostra com 64 empresas.

Ato contínuo, os valores dos coeficientes de declividade (beta) apurados foram utilizados para o cálculo do valor esperado (normal) das ações das empresas da amostra e do retorno anormal.

4 RESULTADOS

4.1 Características da Amostra

As empresas consideradas na amostra e que foram punidas no âmbito do FCPA pela SEC, tiveram que pagar multas que somam mais de US\$ 5,2 bilhões, conforme Tabela 2, representando 70% do total das multas aplicadas nos últimos quinze anos. O setor petrolífero foi o que respondeu pela maior parte dessas multas, com destaque para as empresas KBR Halliburton com US\$ 579 milhões; a francesa Total com US\$ 398 milhões; a italiana ENI com US\$ 365 milhões; e a suíça Weatherford com US\$ 250 milhões. O setor farmacêutico também possui empresas que foram multadas com valores significativos, a exemplo da Teva Pharmaceutical, com multa de US\$ 519 milhões.

Tabela 2: Características da amostra.

Ano	Total da Multa (US\$ milhões)	Multa Média (US\$ milhões)	Nº de Casos
2009	622	89	7
2010	726	66	11
2011	148	15	10
2012	129	22	6
2013	766	96	8
2014	682	171	4
2015	51	17	3
2016	2.130	142	15
TOTAL	5.254	82	64

A maior multa aplicada a empresas da amostra foi para a Braskem, empresa brasileira envolvida em atos de corrupção descobertos no que ficou conhecido como “operação lava jato”. A empresa fechou acordo com as autoridades brasileiras e americana em dezembro de 2016, comprometendo-se a pagar o montante de US\$ 957 milhões.

A Embraer é a outra empresa brasileira que figura entre as punidas no âmbito do FCPA. Obrigou-se a pagar US\$ 205 milhões em 2016 em função da descoberta de pagamentos indevidas a autoridades da República Dominicana, Arábia Saudita e Moçambique para o fornecimento de seus aviões a esses países.

A média das multas aplicadas no âmbito do FCPA a empresas da amostra nos últimos 8 anos foi de US\$ 82 milhões, para um total de 64 empresas, as quais serão objeto de análise visando a obtenção das respostas à questão de pesquisa.

A Tabela 3 apresenta os resultados dos retornos anormais acumulados das 64 empresas analisadas correspondentes à janela de estimação de 41 dias (20 dias antes, o dia do evento e mais 20 dias após o evento).

Tabela 3: Retornos Anormais Acumulados da Amostra (janela original).

Empresa	Resultado Anormal Acumulado (RAA)	Empresa	Resultado Anormal Acumulado (RAA)
ABB	-0,043875	KBR Halliburton	0,160943
AGCO	-0,153370	Koninklijke Phillips	-0,137208
Alcatel-Lucent	0,005901	Key Energy Services	-0,894548
Alcoa	0,167379	LAN Airlines	0,119567
Alliance One	0,071644	Las Vegas Sands	-0,166890
Anheuser-Busch InBev	-0,004106	Maxwell Technologies	-0,223115
AON Corp	-0,027732	Mead Johnson Nutrition	-0,064574
Archer Daniels	-0,020388	Noble Corporation	-0,004594
Avery Dennison Corp	0,150706	Novartis AG	0,053515
Avon Products Inc	-0,146882	Novo Nordisk A/S	0,125859
AstraZeneca	-0,005177	Nu Skin Enterprises	-0,027357
Ball Corporation	0,001421	Oracle	-0,011152
BHP Billiton	0,054033	Orthofix	0,046941
Bio-Rad Laboratories	0,073909	Parker Drilling	-0,227248
Braskem S.A.	0,169221	Pfizer	0,034627
Bristol-Myers Squibb	0,070197	Ralph Lauren	0,012216
Diageo	-0,052418	Rockwell Automation	-0,243526
Diebold	0,096489	Royal Dutch Shell	-0,049886
Eli Lilly	0,027530	SAP	-0,038799
Embraer	0,193247	Smith & Nephew	0,001196
ENI Spa	0,168585	Stryker Corp.	0,030431
General Cable Corp	-0,089021	Tenaris	-0,038757
General Electric	0,007890	Tidewater Inc.	0,105457
GlaxoSmithKline	-0,060051	Total	0,008500
Helmerich & Payne Inc.	-0,147246	Transocean Inc.	0,139647
Hewlett-Packard	-0,012248	Tyco Int.	-0,061638
IBM	-0,008002	Tyson Foods	0,178860
Innospec Inc.	0,130357	Teva Pharmaceutical	-0,041044
ITT Corp.	-0,144444	Universal Corp.	-0,054013
Johnson Controls	-0,088356	Utstarcom	0,511379
Johnson & Johnson	0,096390	Watts Water	0,220212
JPMorgan	0,142811	Weatherford	-0,162195

Com base nos resultados apresentados na Tabela 3, é possível verificar que 32 empresas apresentaram retorno anormal acumulado negativo para o período e outras 32, retorno anormal positivo.

Além da janela original correspondente ao período t_{-20} até t_{+20} , verificou-se as seguintes janelas alternativas: t_{-10} até t_{+10} ; t_{-5} até t_{+5} e t_{-1} até t_{+1} , além do próprio dias do evento. Aplicou-se o teste Kolmogorov-Smirnov para verificar se as séries de retornos anormais acumulados possuíam distribuição normal e, dessa forma, se escolheu entre o teste paramétrico T ou o teste não paramétrico dos Sinais. Os resultados contam da Tabela 4.

Tabela 4: Teste para distribuição normal.

Teste K-S	Janela -20+20	Janela -10+10	Janela -5+5	Janela -1+1	Dia do Evento
Estatística Z	1,212	1,280	1,287	0,670	2,431
P-valor	0,106	0,075	0,073	0,760	0,000
Resultado	Teste T	Teste T	Teste T	Teste T	Sinais

Considerando o nível de significância de 5%, constatou-se distribuição normal para todas as janelas, com exceção da série referente ao dia do evento. Como consequência, utilizou-

se do teste paramétrico T como instrumento para a verificação da igualdade (ou inexistência de diferenças) ou da desigualdade (existência de diferenças) dos retornos anormais acumulados. Para o caso da série do dia do evento, aplicou-se o teste não paramétrico dos Sinais, o qual verifica se o número de diferenças com sinal negativo é aproximadamente igual ao número de diferenças com sinal positivo. Os resultados dos referidos testes fornecem as respostas à questão de pesquisa e são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5: Resultado dos testes de significância

Janela	RAA	Estatística	P-Valor
[-20,+20]	-0,0011	-0,054 a	0,957
[-10,+10]	-0,0080	-0,518 a	0,607
[-5,+5]	0,0064	0,681 a	0,498
[-1,+1]	0,0011	0,354 a	0,725
[Dia do Evento]	-0,0047	-5,388 b	0,000

Nota: RRA = Retornos Anormais Acumulados médios.

(a) Teste T; (b) Teste dos Sinais.

Considerando a janela original, com p-valor de 0,957 para o Teste T, os resultados indicam que a hipótese nula de que a proporção dos retornos anormais acumulados positivos é igual a proporção dos retornos anormais acumulados negativos, não pode ser rejeitada. Ou seja, os retornos anormais negativos e positivos não diferem significativamente entre si, implicando em considerar que a divulgação da punição para o evento de corrupção no qual a companhia se envolveu não provocou retornos anormais, sejam positivos ou negativos, estatisticamente significativos. Os resultados são similares quanto se verifica as janelas alternativas t_{-10} até t_{+10} ; t_{-5} até t_{+5} e t_{-1} até t_{+1} , confirmando que inexistem diferenças para os resultados encontrados.

Essas evidências sugerem que o efeito do evento já era previsto pelo mercado, em linha com a hipótese do mercado eficiente. Ou seja, o mercado não reagiu significativamente à punição recebida pela empresa no âmbito do FCPA, de forma que os participantes pudessem arbitrar no mercado de forma significativa, ajustando o preço das ações como era esperado.

Os resultados são consistentes, entretanto, com Miari, Mesquita e Pardini (2015) para o caso de empresas brasileiras envolvidas em denúncias de corrupção e divergentes em relação aos trabalhos de Leg et al. (2011) e Nourayi (1994). No entanto, é importante observar que essas duas últimas pesquisas possuem escopo diferente deste estudo. No primeiro caso, verificou-se o impacto da punição da SEC tendo por base questões contábeis e de auditoria e não necessariamente punição por corrupção, enquanto que em Nourayi (1994), têm-se duas diferenças: o evento (data de início da investigação) e a punição (qualquer motivo, não apenas no âmbito do FCPA).

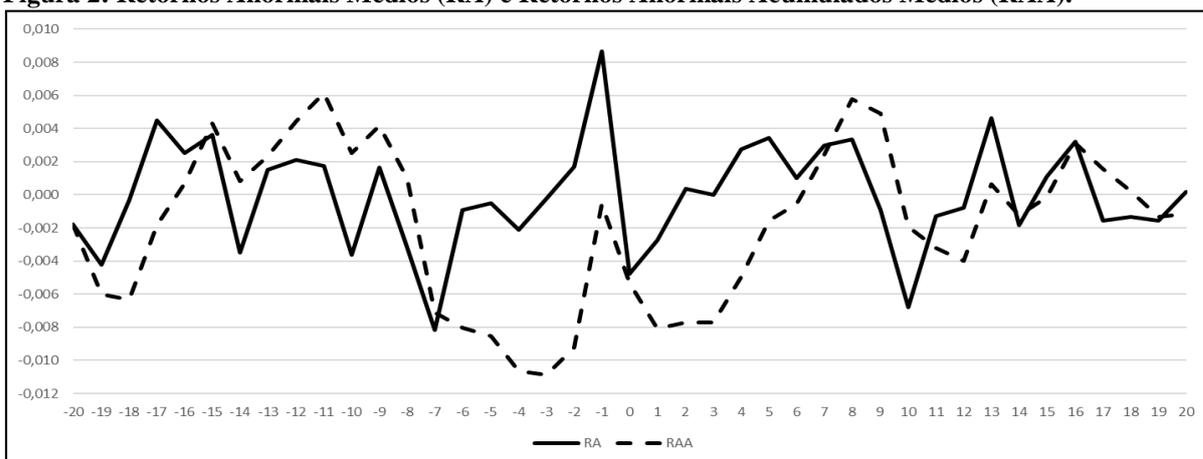
Tendo por base o trabalho de Davidson III e Worrell (1988), as evidências obtidas são em parte consistentes com os achados dos autores. A maioria das janelas de evento pesquisadas por Davidson III e Worrell apresentaram retornos anormais estatisticamente insignificantes. Os autores só conseguiram obter resultados significativos na janela de um (1) dia antes do evento. O retorno anormal acumulado foi negativo e estatisticamente significativo, evidenciando que os participantes tiveram acesso antecipado à informação e conseguiram arbitrar o mercado.

Neste estudo, contudo, para o dia da divulgação da punição da empresa no âmbito do FCPA, observou-se um retorno anormal acumulado negativo, o qual se mostrou estatisticamente significativo, conforme Teste dos Sinais realizado. Esse resultado sustenta a hipótese apresentada de que a punição de empresas por infração ao FCPA gera efeitos negativos no preço das ações dessas empresas, ou seja, nesse caso a punição foi capaz de influenciar o comportamento dos acionistas, conforme esclarece Luca et al. (2015).

Para uma análise mais completa e alinhada com a pesquisa desenvolvida por Davidson III e Worrell (1988), procedeu-se a análise dos retornos anormais acumulados diários das 64 empresas da amostra, dentro da janela de evento original. Os resultados podem ser observados tanto na Figura 2, quanto na Tabela 6.

De acordo com as evidências gráficas (Figura 2), a partir do 8º dia antes da divulgação da punição, observa-se uma sequência de retornos anormais negativos que se prolonga até o 3º dia antes da divulgação da punição. As evidências indicam uma possível antecipação da informação pelo mercado, em especial pelas altas significativas dos retornos anormais nos dois dias antes da divulgação da punição.

Figura 2: Retornos Anormais Médios (RA) e Retornos Anormais Acumulados Médios (RAA).



Após a maior alta verificada na janela de evento pesquisada, observa-se uma queda de 155% nos retornos anormais acumulados no dia do evento, sendo o mesmo negativo e estatisticamente significativo, como já evidenciado na Tabela 5. No primeiro dia após o evento, os retornos anormais continuam negativos, seguindo um período de oito dias de retornos anormais positivos e, posteriormente, sem tendência, com retornos negativos e positivos.

Visando sustentar a análise gráfica, obteve-se a significância estatística para cada uma das séries diárias de retornos anormais. Os resultados contidos na Tabela 6 confirmam que, quando observado os retornos anormais por dia, o mercado reagiu de forma significativa em alguns dos dias da janela de evento frente à punição recebida pelas empresas no âmbito do FCPA.

Tabela 6: Significância Estatística dos Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados por dia.

Dia	RA	RAA	Estatística	P-Valor		Dia	RA	RAA	Estatística	P-Valor	
-20	-0,00179	-0,00179	-1,112	0,271		1#	-0,00278	-0,00810	-5,004	0,000	***
-19	-0,00420	-0,00599	-1,843	0,070	*	2#	0,00037	-0,00773	-5,480	0,000	***
-18	-0,00033	-0,00632	-0,144	0,886		3	0,00000	-0,00773	-0,002	0,998	
-17	0,00449	-0,00183	1,930	0,058	*	4#	0,00276	-0,00498	-5,103	0,000	***
-16	0,00252	0,00069	1,286	0,203		5	0,00343	-0,00154	1,382	0,172	
-15	0,00361	0,00430	1,889	0,064	*	6	0,00099	-0,00055	0,524	0,602	
-14	-0,00347	0,00083	-1,913	0,060	*	7#	0,00300	0,00245	-5,199	0,000	***
-13#	0,00151	0,00235	-5,199	0,000	***	8	0,00335	0,00579	1,428	0,158	
-12	0,00208	0,00443	0,879	0,383		9	-0,00090	0,00489	-0,400	0,691	
-11	0,00173	0,00616	1,026	0,309		10#	-0,00682	-0,00193	-5,004	0,000	***
-10	-0,00363	0,00254	-1,263	0,211		11	-0,00129	-0,00322	-0,715	0,477	
-9#	0,00164	0,00418	-5,388	0,000	***	12	-0,00078	-0,00400	-0,435	0,665	

-8#	-0,00316	0,00102	-5,199	0,000	***	13	0,00463	0,00063	2,266	0,027	**
-7#	-0,00815	-0,00714	-5,103	0,000	***	14#	-0,00185	-0,00123	-5,480	0,000	***
-6	-0,00090	-0,00804	-0,451	0,653		15#	0,00110	-0,00013	-5,103	0,000	***
-5#	-0,00050	-0,00854	-4,903	0,000	***	16	0,00322	0,00309	2,067	0,043	**
-4	-0,00212	-0,01067	-0,846	0,401		17	-0,00155	0,00154	-0,881	0,382	
-3	-0,00023	-0,01090	-0,112	0,911		18	-0,00133	0,00022	-0,769	0,445	
-2#	0,00167	-0,00922	-5,103	0,000	***	19	-0,00155	-0,00134	-0,877	0,384	
-1#	0,00868	-0,00054	-5,004	0,000	***	20#	0,00020	-0,00114	-5,199	0,000	***
0#	-0,00478	-0,00532	-5,388	0,000	***						

Nota: RA: Retorno Anormal Médio. RAA: Retorno Anormal Acumulado Médio. # Estimado com base no Teste dos Sinais em função da ausência de normalidade da série. Significância estatística: *** (1%); ** (5%) e * (10%).

De forma mais relevante, os resultados evidenciam que os retornos anormais observados nas posições 8, 7 e 5, todos negativos, são estatisticamente relevantes ao nível de 1%, indicando que os participantes do mercado tiveram acesso prévio as informações sobre a punição das empresas e conseguiram arbitrar no mercado.

Da mesma forma, nos dois dias anteriores a divulgação da punição, há uma recuperação das perdas observadas nos dias anteriores, com a série de retorno alcançando o maior pico na janela utilizada, como evidenciado na Figura 2. Tais retornos anormais positivos foram estatisticamente significativos ao nível de 1%.

Contudo, no dia do evento, observa-se um forte ajuste nos preços das ações, tornando os retornos anormais negativos. Tais retornos mostraram-se estatisticamente significativos ao nível de 1%, sinalizando uma reação negativa do mercado em relação ao anúncio da punição da empresa no âmbito do FCPA, movimento esse se seguiu no dia seguinte ao anúncio da punição.

Posteriormente, observou-se ainda em dias subsequentes a divulgação da punição, retornos anormais positivos e negativos estatisticamente significativos, indicando que os preços se ajustaram de forma gradual, mas ao mesmo tempo, sugerindo que alguns participantes do mercado foram capazes de realizarem arbitragem no mercado até o ajuste do preço. Em analogia aos resultados de Camargos e Barbosa (2006), retornos anormais positivos e negativos após a divulgação da punição também sugere a indefinição do investidor sobre os efeitos da punição nos negócios da empresa.

Neste contexto, ao se observar retornos anormais positivos estatisticamente significativos em dias subsequentes a divulgação da punição das empresas no âmbito do FCPA, sob o prisma da reputação corporativa e teoria da sinalização, tais evidências trazem à tona outras questões relevantes, apesar de não as responder.

Era de se esperar, como desenvolvido na fundamentação teórica, que após a punição por corrupção aplicada pela SEC às empresas no âmbito do FCPA fossem observados resultados negativos nos preços das ações das empresas punidas, o que se mostrou verdadeiro em t_0 ; t_{+1} ; t_{+10} e t_{+14} . Contudo, o que se observa, são mais dias de retornos anormais positivos significativos estatisticamente e que minimizaram os retornos anormais acumulados ao longo dos 41 pregões, com perdas de 0,11% (até um após o anúncio da punição acumulava-se perdas de 0,81%). Ou seja, quando se observa as janelas de evento investigadas, os resultados obtidos apontam para a insignificância estatística dos retornos anormais.

Uma possibilidade de explicação, a ser melhor investigada, diz respeito ao fato de o valor das multas não ter sido considerado pelos participantes do mercado como relevante frente aos valores auferidos na operação que envolveu o pagamento de subornos. Questiona-se aqui a própria ética e integridade dos participantes do mercado.

Davidson III e Worrell (1988) lembram que muitas empresas podem cometer crime de corrupção para obter negócios. Caso não sejam pegas pelas autoridades regulatórias, os

negócios melhoram os fluxos de caixa e, por consequência, o valor da empresa. Assim, cabe lembrar que a SEC e o DOJ investigam uma denúncia específica, que até pode levar a outros casos, mas a punição pode não abranger todos os episódios de corrupção praticados pela empresa, sendo um possível fator explicativo da inexistência de relação entre a punição e a precificação negativa das ações. Conforme Miari, Mesquita e Pardini (2015), não é de se estranhar o comportamento do mercado em não punir os atos de corrupção praticados pela empresa, uma vez que eles tendem a proporcionar negócios vantajosos para a organização e, conseqüentemente, para seus próprios acionistas.

Rose e Thomsen (2004) também trazem direcionadores para um possível entendimento da questão. De acordo com os autores, que investigaram a relação entre a reputação da empresa e seu desempenho financeiro, a reputação corporativa não tem impacto sobre o valor da empresa, mas que o desempenho financeiro, esse sim, melhora a reputação corporativa. Argumentam que a reputação pode influenciar o desempenho do mercado de ações via rentabilidade e crescimento ao invés de ter um impacto direto sobre os mercados de ações.

Borgman e Datar (2012) argumentam que um dos objetivos da lei FCPA foi restaurar a confiança pública na integridade dos negócios. Contudo, suas evidências indicam (apesar de não provar!) que a lei FCPA não foi efetiva em relação ao comportamento corporativo, ou seja, os negócios não foram afetados e o comportamento das organizações não se alterou.

Não se pode deixar de levar em consideração o trabalho de Anand, Ashforth e Joshi (2004), no qual expõem que a corrupção nas organizações pode ser explicada, em parte, pelas táticas de racionalização usadas por indivíduos que cometem atos antiéticos ou fraudulentos, ou seja, estratégias mentais que permitem àqueles em volta da organização encarrarem como justificados os atos corruptos praticados. Assim, podem-se usar racionalizações de forma coletiva para neutralizar quaisquer arrependimentos ou sentimentos negativos que emanam dos atos antiéticos.

Por fim, outro caminho pode ser o entendimento do fato de que os administradores trabalham com seus consultores e advogados durante o processo de negociação com a SEC/DOJ (afinal, todos os processos levam a um acordo que é acertado entre a agência, o departamento de justiça e as empresas), levando a crer que tais administradores possuem informações que lhes permitam gerenciar a crise de modo mais preciso e, mesmo sem saber ao certo a data em que a punição será informada ao mercado, permite-lhes estar preparados e desenvolverem mecanismos para tratar com o mercado tão logo a notícia seja veiculada, disponibilizando boas informações sobre a empresa, o que poderia explicar os retornos anormais positivos estatisticamente significativos após a data do evento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho preocupou-se em verificar se o mercado valorizaria negativamente o preço das ações de empresas envolvidas em escândalos de suborno a funcionários públicos para obtenção ou manutenção de contratos fora das fronteiras de suas sedes e que sofreram punições de restrição aplicadas pela SEC por corrupção no âmbito do FCPA.

No entanto, quando observado as janelas de eventos definidas para este estudo, as evidências sugerem que a mediana dos resultados encontrados é zero, isto é, que as diferenças entre os retornos anormais das empresas da amostra não são estatisticamente significativas, tomando como base o anúncio das punições às empresas envolvidas em atos contrários a lei FCPA.

Analisando-se as séries de retornos anormais diários, pode-se notar retornos anormais com comportamento negativo estatisticamente significativos anteriores à data do evento, sugerindo que os participantes do mercado tiveram acesso a informações de forma antecipada. Além disso, observou-se que o mercado reagiu fortemente ao anúncio da punição da empresa pela SEC no âmbito do FCPA, tanto no dia do anúncio quanto no seguinte à divulgação,

evidenciando que alguns participantes conseguiram arbitrar no mercado de forma significativa, o que não é consistente com a hipótese da eficiência dos mercados sob a ótica semiforte, que prevê que eventos externos geram efeitos nos preços das ações, mas que são rapidamente percebidos e assimilados pelo mercado, o que não foi observado.

A partir das constatações apresentadas, é necessário aprofundar as análises sobre outros efeitos que podem ter contribuído para a percepção do mercado sobre a divulgação de uma ação punitiva por corrupção no âmbito do FCPA não ter gerado comportamento negativo no mercado, com a perda de valor nas ações das empresas envolvidas neste tipo de situação, quando se observa as janelas t_{-5} até t_{+5} e t_{-1} até t_{+1} , ambas com retornos anormais acumulados positivos, abrindo espaço para novos estudos sob a temática da reputação corporativa.

Importante destacar que um dos fatores que pode ter influenciado os resultados apresentados, além dos relatados, reside no fato de que a ação da empresa já poderia ter sido precificada quando do início das investigações por parte da SEC/DOJ ou, ainda, da divulgação efetiva pela própria empresa sobre a existência de tal procedimento investigatório. Esse é, inclusive, um dos limitadores deste estudo, que teve como evento de interesse a divulgação oficial das punições no âmbito do FCPA publicadas no *site* da SEC, dado não existir a informação pela SEC, de forma oficial, de que a empresa começou a ser investigada ou, ainda, do estágio da investigação em curso.

Assim, esse estudo avança o conhecimento da área em investigar unicamente os possíveis efeitos das punições por corrupção no âmbito da lei FCPA aplicadas pela SEC/DOJ sobre o valor das empresas punidas (retorno das ações), tendo em vista que os estudos anteriores investigaram outros tipos de ações de restrição impostas pela SEC/DOJ ou momento diferente para definição da data do evento de interesse.

Além disso, sugere caminhos que podem ser melhor explorados em estudos sobre reputação corporativa, principalmente no cenário da lei anticorrupção brasileira e pelo momento vivido pela maior empresa brasileira, investigada em todas as esferas pelos atos de corrupção, inclusive no âmbito do FCPA, ou mesmo pela Federação Internacional de Futebol (FIFA), que teve alguns de seus executivos presos decorrentes da aplicação dessa mesma lei.

REFERÊNCIAS

- ANAND, Vikas; ASHFORTH, Blake E.; JOSHI, Mahendra. Business as usual: the acceptance and perpetuation of corruption in organizations. **Academy of Management Executive**, v. 18, n. 2. p. 39-53, 2004.
- ASHCROFT, John.; RATCLIFE, John. The recent and unusual evolution of an expanding FCPA. **Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy**, v. 26, n. 1. p. 25-38, 2012.
- BARKER, Katherine; PACINI, Carl; SINASON, Dave. The foreign corrupt practices act: a law worth revisiting. **Review of Business**, v. 2, n. 32. p. 44-57, 2012.
- BIEGELMAN, Martin T.; BIEGELMAN, Daniel R. **Foreign corrupt practices act compliance guidebook**, Wiley, New Jersey, 2010.
- BORGMAN, Richard H.; DATAR, Vinay. The foreign corrupt practices act: regulatory burden and response. **International Research Journal of Applied Finance**, v. 3, n. 1. p. 3-19, 2012.
- CAMARGOS, Marcos A.; BARBOSA, Francisco V. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-plano real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 1. p. 43-58, 2006.
- CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**, ed. 3, New Jersey. Princeton University Press, 1997.

- CUERVO-CAZURRA, Alvaro. Corruption in international business. **Journal of World Business**, v. 51, n. 1. p. 35-49, 2016.
- DAVIDSON III, Wallace N.; WORRELL, Dan L. The impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns. **Academy of Management Journal**, v. 31, n. 1. p. 195-200, 1988.
- DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, v. 1, n. 13. p. 1-36, 1996.
- FEROZ, Ehsan H.; PARK, Kyungjoo.; PASTENA, Victor S. The financial and market effects of the SEC's accounting and auditing enforcement releases. **Journal of Accounting Research**, v. 29, Supplement, 1991.
- GIRAUDO, John P. Charitable contributions and the FCPA: schering-plough and the increasing scope of SEC enforcement. **The Business Lawyer**, v. 61, n. 1. p. 135-154, 2005.
- JAEGER, J. High cost of conducting full FCPA investigations. **Compliance Week**, p. 23-24, June 2012.
- LEE, Charles.; NG, David. Corruption and international valuation: does virtue pay? **Munich Personal RePEc Archive**. Paper n° 590, oct., 2006. Disponível em: <<http://mpra.ub.uni-muenchen.de/590/>>. Acesso em 25 mar. 2015.
- LENG, Fei; FERROZ, Ehsan H.; CAO, Zhiyan; DAVALOS, Sergio V. The long-term performance and failure risk firms cited in the US SEC's accounting and auditing enforcement releases. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 7 e 8, n. 38. p. 813-841, 2011.
- LIPPIT, Anne H. An empirical analysis of the foreign corrupt practices act. **Virginia Law Review**, v. 99. p. 1893-1930, 2013.
- LOUGHMAN, Brian P.; SIBERY, Richard A. **Bribery and corruption: navigating the global risks**, ed. 3, Wiley, New Jersey, 2012.
- LUCA, Márcia M. M.; CARDOSO, Vanessa I. C.; LIMA, Gerlando A. S. F.; VASCONCELOS, Alessandra C. Reputação corporativa e desempenho em empresas de capital aberto de diferentes países. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, XV, **Anais**, São Paulo, 2015.
- MACKINLAY, A.C. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, v. 1, n. 35. p. 13-39, 1997.
- MARTINS, Gilberto A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**, ed. 3, São Paulo, Atlas, 2011.
- MIARI, Renata C.; MESQUITA, José Marcos C.; PARDINI, Daniel J. Eficiência de mercado e corrupção organização: estudos dos impostos sobre o valor dos acionistas. **Brazilian Business Review**, BBR Special Issues. p. 1-26, 2015.
- NOURAYI, Mahmoud M. Stock price responses to the SEC's enforcement actions. **Journal of Accounting and Public Policy**, n. 13, p. 333-347, 1994.
- PANTZALIS, Christos.; PARK, Jung C.; SUTTON, Ninon. Corruption and valuation of multinational corporations. **Journal of Empirical Finance**, v. 15. p. 387-417, 2008.
- ROSE, Caspar.; THOMSEN, Steen. The impact of corporate reputation on performance: some danish evidence. **European Management Journal**, v. 22, n. 2. p. 201-210, 2004.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **FCPA: a resource guide to the U.S. foreign corrupt practices act 2012**. Disponível em: <http://www.sec.gov/spotlight/fcpa/fcpa-resource-guide.pdf>. Acesso em 28 jan. 2014.

SHEARMAN & STERLING LLP. **Shearman FCPA website: cases: SEC vs. Siemens Aktiengesellschaft**. Disponível em: <http://shearman.symplicity.com/?mode=form&id=197>>. Acesso em 17 mar. 2014.

SILVERS, Roger. The valuation impact of SEC enforcement actions on non-target foreign firms. **Journal of Accounting Research**, v. 54, n. 1. p. 187-234, 2016.

SKOUSEN, Christopher J.; WRIGHT, Charlotte 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. 1, p.31-43, 2009.