

## **Eficiência de Mercado e Corrupção Organizacional: Estudo dos Impactos Sobre o Valor dos Acionistas**

**Renata Crosara Miari<sup>†</sup>**  
*Universidade FUMEC*

**José Marcos Carvalho de Mesquita<sup>Ω</sup>**  
*Universidade FUMEC*

**Daniel Jardim Pardini<sup>‡</sup>**  
*Universidade FUMEC*

### **RESUMO**

Com o presente trabalho, avaliou-se a influência da divulgação do envolvimento de organizações em atos de corrupção sobre a criação de valor para os acionistas. Foram escolhidas 4 companhias que tiveram seus nomes ligados à prática de corrupção nos últimos 10 anos. Foi utilizado o estudo de eventos para verificar se informações relevantes são imediatamente refletidas nos preços das ações. 28 eventos foram selecionados para análise e pode-se observar variações negativas e positivas dos títulos em relação ao mercado, nos dias que antecederam a divulgação, assim como na maioria dos 20 dias após a publicação. Porém, em termos cumulativos, observou-se a elevação das cotações com o passar do tempo, retornando a patamares próximos àqueles observados antes da divulgação do evento. Os resultados indicam que o mercado não agiu eficientemente no período analisado.

**Palavras-chave:** Corrupção. Criação de valor. Mercado de ações.

Recebido em 21/08/2014; revisado em 09/10/2014; aceito em 26/01/2015; divulgado em 03/08/2015

**\*Autor para correspondência:**

<sup>†</sup>. Mestre em Administração  
Vínculo: Universidade Fumec  
Endereço: Avenida Afonso Pena, 3880, 1º andar  
Bairro Cruzeiro, Belo Horizonte – MG - Brasil  
CEP 30130-009  
Email:  
[crosara3@gmail.com](mailto:crosara3@gmail.com) ou [renata.miari@hotmail.com](mailto:renata.miari@hotmail.com)

<sup>Ω</sup>. Doutor em  
Administração  
Vínculo: Universidade  
Fumec  
Endereço: Avenida Afonso  
Pena, 3880, 1º andar  
Bairro Cruzeiro, Belo  
Horizonte – MG - Brasil  
CEP 30130-009  
Email:  
[jose.mesquita@fumec.br](mailto:jose.mesquita@fumec.br)

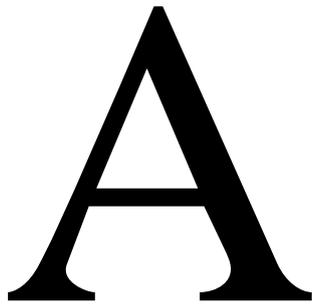
<sup>‡</sup>. Doutor em Administração  
Vínculo: Universidade Fumec  
Endereço: Avenida Afonso  
Pena, 3880, 1º andar  
Bairro Cruzeiro, Belo Horizonte – MG -  
Brasil - CEP 30130-009  
Email: [pardini@fumec.br](mailto:pardini@fumec.br)

**Nota do Editor:** Esse artigo foi aceito por Emerson Mainardes



Este trabalho foi licenciado com uma Licença [Creative Commons - Atribuição 3.0 Não Adaptada](https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/).

## 1 INTRODUÇÃO

A large, bold, black letter 'A' is positioned on the left side of the page, serving as a decorative element for the start of the main text.

atos ilícitos desempenhados por agentes corruptos trazem efeitos negativos para as organizações. Negócios de qualquer natureza podem experimentar consideráveis perdas devido a corrupção, ou seja, a dimensão dos atos corruptos afeta negativamente os resultados financeiros e colaboram para deteriorar a imagem corporativa. A corrupção é responsável por perda financeiras em quase todos os países e envolve desvios de capital da ordem de US\$ 1 trilhão por ano no mundo todo (ZINNBAUER, 2012). Não é restrita a grandes economias, mas existe também em pequenas economias. A corrupção sistemática e persistente aparentemente é comum em países em desenvolvimento e países desenvolvidos (MISANGYI et al., 2008; AIDT, 2003). Ademais, a corrupção não surge apenas no sistema capitalista, mas aparece como um problema também em países socialistas e comunistas. Nem mesmo é um acontecimento moderno, visto que há numerosos registros de corrupção na história da humanidade. Mais de dois mil atrás, o filósofo grego Aristóteles afirmava que “a corrupção era a maldição da república” (CRICK, 2002).

A literatura reserva algumas pesquisas sobre corrupção com enfoque econômico, gerencial e comportamental. Ademais, tem sido estudada por diversas disciplinas como a teologia, a psicologia, a sociologia, a economia, o direito, a antropologia, e as ciências políticas. Tipicamente cada disciplina examina a corrupção em um nível particular de análise, como o indivíduo, a organização ou a economia. O campo de estudo que abarca a dimensão econômica busca entender os efeitos da corrupção no desenvolvimento e crescimento das economias (MAURO, 1995; SCHWARTZMAN, 2008). No campo da teologia, pode-se destacar estudo de Folarin (2010), que analisa os elevados níveis de corrupção em diversos cargos públicos da Nigéria à luz do Evangelho de Lucas (12:13-21), e que trata da cobiça humana.

No campo da ética, o jurista Comparato (2006) apresenta um estudo detalhado abordando o direito, a moral e a religião no mundo moderno. Comparato (2006) aponta o sistema capitalista como o maior mal da humanidade no início deste milênio em termos éticos. Anand, Ashforth e Joshi (2005) realizaram estudo sobre o comportamento corrupto nas organizações e concluíram que, geralmente, este comportamento corrupto tende a tornar-se aceitável e constante em determinadas organizações. Os autores argumentam que este fenômeno pode ser explicado, em parte, pelo princípio da racionalização. Os indivíduos

traçam estratégias mentais para tornarem seus atos corruptos justificáveis, para si e para os que os cercam.

Embora as escolas de administração tenham estudado a corrupção em ambos os níveis, indivíduo e organização, somente estudos mais recentes focam a corrupção em duas dimensões: quando o indivíduo ou um grupo de indivíduos são os beneficiários da corrupção, e quando a conduta corrupta é empreendida por um ou mais indivíduos em benefício da organização.

Pinto et al. (2008) sugerem que a corrupção nas organizações pode manifestar-se por meio de dois fenômenos: a organização de indivíduos corruptos (OIC), em que os membros agem de maneira corrupta em benefício próprio; e a organização corrupta (OC) em que um grupo age coletivamente de maneira corrupta para o benefício da organização. Nos dois arranjos, a organização é a unidade central, ou seja, aquela que agrega os indivíduos em torno de objetivos conduzidos por desvios de condutas. Para Ermann e Lundman (2002), os desvios de conduta nas grandes organizações, em geral, são conduzidos, seja de maneira direta ou indireta, pelas denominadas elites organizacionais. Outras perspectivas encontradas na literatura sobre corrupção incluem ética nas decisões (JONES, 1991), corrupção no governo, na política e no legislativo (SCHLEIFER; VISHNY, 1993; NICE, 1986; JAIN, 2001); normalização da corrupção (ASHFORTH; ANAND, 2003) e redes sociais (NIELSEN, 2003). Enquanto os estudiosos de administração examinaram a corrupção nessas diferentes perspectivas, os estudos sob a ótica financeira continuam pouco explorados.

Nos últimos anos uma série de atos corruptos, nos setores público e privado, vem sendo sistematicamente denunciados e acompanhados por diversos meios de comunicação. “Ainda que tardio”, segundo Lima (2008, p. 481), trata-se de um processo de profissionalização do jornalismo brasileiro e o conseqüente surgimento do jornalismo investigativo. Para Enrique Peruzzotti, citado por Lima (2008), “os escândalos midiáticos representam a ação de controle social mais saliente em termos de luta contra a corrupção” (LIMA, 2008, p.481).

Diante do exposto, procurou-se responder à seguinte questão de pesquisa: quais são os efeitos da corrupção organizacional sobre o valor do acionista? Além dessa introdução, no próximo tópico abordou-se o conceito de corrupção e suas implicações econômicas e sociais. A terceira parte do trabalho apresenta a metodologia empregada e os resultados obtidos. Por fim, na quarta parte são apresentadas as conclusões deste trabalho.

## 2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS

### 2.1 CORRUPÇÃO – CONCEITO E IMPLICAÇÕES ECONÔMICAS E SOCIAIS

A palavra corrupção deriva da expressão em latim *corruptionis*, que é a conjugação de 2 termos *cum* e *rumpo* (verbo interromper). Significa uma interrupção total, interromper tudo, interromper completamente. Corrupção também significa interrupção ou desvio do código moral ou comportamento social. A palavra também contém um sentido negativo que qualifica ações ou condições associadas com degeneração, perversão ou suborno.

Maquiavel, um dos primeiros pensadores a contextualizar o conceito de organização, trata das origens sociais das ações corruptas nas organizações: “A corrupção se refere primordialmente aos costumes do povo que, uma vez corrompidos, fazem com que as boas ordenações (as boas instituições) não mais produzam bons efeitos e as leis não sejam mais eficazes.” (MAQUIAVEL, *apud* ADVERSE, 2008, p. 41).

Klitgaard (1991) apresenta uma perspectiva analítica sobre corrupção baseada em três proposições. Primeiramente, deve-se reconhecer que a corrupção é um fenômeno multidimensional que pode aparecer em organizações de qualquer natureza. Ela manifesta-se em contextos internos e externos. Em segundo lugar, deve-se considerar a corrupção como a ação de grupos ou pessoas cujo padrão ético não se ajusta ao padrão ético definido pela sociedade. A terceira refere-se ao fato de as pessoas terem livre arbítrio e agirem de acordo com seus valores próprios em vez de seguirem valores estabelecidos pelos padrões legais.

Diversos autores destacam as dificuldades para se definir corrupção, uma vez que a percepção, ou a tolerância, em relação ao assunto varia de país para país, de cultura para cultura e até mesmo entre diferentes grupos sociais. A seguir a definição apresentada por Borini e Grisi (2007, p.1):

Foi a tese de Heidenheimer (1970) que trouxe a tona a importância das relações sociais no ordenamento do que é uma prática corrupta ou não. Heidenheimer sugeriu três tipos de corrupção. A “corrupção preta” quando lei e norma social coincidem, ou seja, a lei pune e a sociedade acredita que aquele ato deve e vai ser punido [...]. A “corrupção branca” que é o extremo oposto da “corrupção preta”, [...]. E a “corrupção cinza” quando os atores sociais avaliam determinado comportamento de forma controversa (BORINI; GRISI, 2007, p.1).

Heidenheimer (2002) acrescenta a estes conceitos a dificuldade de se delimitarem as fronteiras entre os três tipos de corrupção, pois as mesmas podem variar de acordo com a comunidade, os envolvidos nos atos e os prejudicados pelos atos. Nesta mesma direção, Martins (2008, p. 23) advoga que a corrupção se instala em locais nos quais predominam a ineficácia legal e institucional.

Segundo Comparato (2006), o mundo moderno caracterizou-se pela “progressiva desconexão do sistema normativo original – que compreendia moral, direito e religião” e o melhor exemplo disto é a vida política. O autor cita “Maquiavel e Hobbes” que, cada um a sua maneira, defenderam a tese de que a ação política deveria libertar-se das “tradicionais limitações de ordem ética” (COMPARATO, 2006, p. 583). Seguindo a mesma corrente, os fundadores da ciência econômica propuseram uma “separação radical entre a esfera do Estado e da sociedade civil” (COMPARATO, 2006, p. 583). Isto porque se acreditava que a economia seria regida por leis naturais, para as quais os governos deveriam inteira obediência.

Para frear estes movimentos e restabelecer os princípios éticos, Comparato (2006) explica o surgimento de movimentos de direitos humanos “a partir do final do século XVII, primeiro na Europa e depois em todo o mundo”. Trata-se de “um movimento de progressiva defesa dos direitos humanos, e de combate ao abuso de poder, não só político, mas também econômico e religioso” (COMPARATO, 2006, p. 583). Schwartzman (2008, p. 5) afirma que o conceito mais difundido de corrupção está associado ao “uso indevido de posição pública para a obtenção de ganhos privados”.

Contudo, faz-se necessário ampliar este conceito, já que este estudo pretende abordar a corrupção na esfera privada. Dentro de uma dimensão econômica cabe resgatar as concepções de Schwartzman (2008). Segundo o autor, a prática recorrente da corrupção afeta as intenções econômicas de uma nação e que “a existência de práticas corruptas em um determinado país facilita ou dificulta a atividade econômica e, assim, a criação de riqueza e o desenvolvimento econômico” (SCHWARTZMAN, 2008, p. 6). Mauro (1995) é um dos autores pioneiros nos estudos que abordam os efeitos da corrupção no crescimento econômico. Por meio de uma pesquisa realizada em setenta países, concluiu que o crescimento econômico dos países é afetado diretamente pela corrupção, uma vez que a ineficiência institucional acaba diminuindo os investimentos naquelas localidades em que prevalecem os atos corruptos.

Uma compreensão mais densa sobre corrupção oferece várias maneiras de observá-la nas organizações, incluindo visões micro, macro, abrangente, longo prazo e profunda (ASHFORTH et al., 2008). A perspectiva micro busca compreender como o ambiente organizacional transforma-se em um ambiente corrupto, como as pessoas ligam-se em grupos corruptos. Estudiosos analisando o nível macro vão além das organizações individuais e tentam compreender porque indústrias abraçam a corrupção. Eles estão interessados em examinar a corrupção em setores industriais ou em níveis nacionais. Na visão abrangente, as investigações consideram tanto indivíduos quanto instituições, essa perspectiva incentiva a

análise de todo o sistema para avaliar a importância da corrupção. Estudos longitudinais sobre corrupção nas organizações (regulação e proposições legais) são o foco da visão de longo prazo, o objetivo é avaliar a corrupção ao longo do tempo. A visão profunda deseja reconhecer que a corrupção é uma anomalia dinâmica que pode progredir sob complexas formas (ASHFORTH et al., 2008).

Corrupção também pode ser entendida como a súbita ou gradual ação contrária às normas e valores atuais. É necessário um agente corrupto atuando só ou em grupo para se alcançar benefícios para uma única pessoa ou para o grupo. O corruptor tem um comportamento sedutor buscando apoio às vantagens ilícitas. Corruptos agem para quebrar as regras e obrigações morais nas áreas financeira, política e judicial nas quais ele atua. Os benefícios desejados podem ser de natureza material, especialmente vantagens financeiras, ou também outros tipos de benefícios, tais como, poder, prestígio, promoção e alcance de posições estratégicas na organização.

Uma das causas da corrupção organizacional está associada à busca de *rent-seeking*, definido como sendo a competência de companhias, executivos ou grupos de interesse que se organizam para obter para si privilégios, rendimentos e favores políticos, sem haver crescimento da renda em geral. Apesar de o *rent-seeking* não ser a única forma de corrupção e nem os empreendedores serem os únicos corruptos na arena corporativa, esse expediente chama a atenção devido à sua recorrência e interações com o setor público.

Identificar e descrever práticas corruptas parece ser a mais satisfatória alternativa para avançar na compreensão profunda sobre a complexidade dos comportamentos corruptos. Olivier de Sardan (1999) usa o termo "complexo de corrupção", que inclui práticas além de corrupção no sentido estrito da palavra; por exemplo, o nepotismo, abuso de poder, peculato e várias formas de apropriação indébita, tráfico de influência, prevaricação, abuso de informação privilegiada e abuso do erário público.

Fraude e lavagem de dinheiro são também duas outras práticas corruptas destacando-se na literatura (PARDINI et al., 2011). Entre as ações corruptas que ocorrem no sistema financeiro, fraude é a mais estudada e também produz maiores perdas financeiras. A fraude é um grande problema, mas sua detecção será cada vez mais difícil devido à sofisticação do aparato tecnológico. A lavagem de dinheiro também é uma prática que causa grandes prejuízos para as organizações. A origem do termo remonta a organizações mafiosas americanas, que, na década de 1920, "investiram" dinheiro de atividades criminosas em lavanderias e lavagens de carro. Esta prática criminosa visa dissimular ou esconder a origem

ilícita de ativos financeiros ou patrimônio através de uma manobra que vai legitimar a origem lícita ou pelo menos fazer a origem ilícita ser mais difícil, quer para demonstrar ou provar.

Outras práticas mais corruptas consideradas na literatura são (PARDINI; MACHADO; COSTA, 2013):

1. Recursos não contabilizados - fundos acumulados não oficialmente contabilizados.
2. Corrupção ativa - oferecer a um indivíduo qualquer vantagem indevida esperando receber benefícios ilícitos.
3. Corrupção passiva - solicitar ou receber, para si ou para outro, vantagem indevida.
4. Tráfico de influência - pedir, exigir, recolher ou obter para si ou para outrem, vantagens e benefícios prometidos. Em outras palavras, utilizar uma autoridade para obter favorecimentos ou tratamentos especiais, a maior parte do tempo, associados a compensações.
5. Gang dos criminosos - as pessoas se reúnem com objetivos criminosos.
6. Gestão temerária - gerir fundos de terceiros de uma forma arriscada.
7. Direito Administrativo - favorecer o trabalhador público, direta ou indiretamente.
8. Concussão - exigir, para si ou para outrem, direta ou indiretamente, qualquer vantagem indevida.

## 2.2 MECANISMOS DE CONTROLE E MENSURAÇÃO DA CORRUPÇÃO

O Estado e suas instituições são os responsáveis primários pelo combate do ilícito da corrupção pública (ROSA, 2004), bem como da corrupção privada. Cabe ao Estado combater a corrupção, por meio de uma legislação clara, de uma polícia atuante e de um judiciário eficiente e eficaz.

Dentre os mecanismos de controle externo da corrupção deve-se destacar o importante papel da Transparência Internacional (TI) e seus estudos para a mensuração dos níveis mundiais da corrupção. Destaque também deve ser dado à profissionalização da mídia e a liberdade de imprensa, que expõem abertamente os atos corruptos, tornando público o que até bem pouco tempo era desconhecido de boa parte da população.

Entretanto, o combate à corrupção nas organizações ainda depende de mecanismos internos eficazes e que sejam capazes de estabelecer uma nova cultura organizacional. Nos últimos anos as escolas de administração vêm realizando estudos sobre o tema, visando o

entendimento deste fenômeno crescente e, certamente, em breve surgirão sugestões de procedimentos que efetivamente colaborem para a mitigação do problema.

Misangyi, Weaver e Elms (2008) afirmam que a prevenção é o melhor instrumento de controle da corrupção. Os pesquisadores defendem que as organizações corruptas devem mudar a “lógica institucional” para combaterem a corrupção.

Entre as ferramentas que auxiliam na diminuição das intenções de práticas corruptas situa-se o Código de Ética. Considerado um documento de orientação da conduta organizacional, o Código de Ética funciona como o instrumento gerencial que visa a informar aos funcionários quais as condutas aceitáveis no ambiente da organização. Anand et al. (2005) afirmam que a adoção do código é um desenvolvimento positivo, mas não suficiente. Os autores afirmam que as organizações algumas vezes podem adotar o código como um “emblema de moralidade”.

Nos dias atuais o combate à corrupção requer estratégias articuladas, multidisciplinares e informadas, uma vez que não se trata apenas da corrupção entre dois indivíduos (passivo e ativo). A crescente complexidade do fenômeno faz-se sentir ao nível da natureza dos atores, do tipo de trocas, dos contextos em que estas ocorrem e da sofisticação dos mecanismos de transação (SOUSA, 2008, p. 26). O autor afirma que a cada dia faz-se necessária uma intervenção igualmente ou mais sofisticada para a identificação e o combate da corrupção. Trata-se de um fenômeno mundial e não exclusivo da realidade brasileira.

Os recentes escândalos financeiros envolvendo empresas como Enron, WorldCom, Tyco, HealthSouth, GlobalCrossing, Lucent e Parmalat, a quebra do 4º maior banco americano, o Lehman Brothers, e as suspeitas que recaíram sobre gigantes da auditoria independente como a Ernst & Young e a falida Arthur Andersen, abalaram a credibilidade da economia americana, bem como de outras economias até então consideradas sólidas. A crise financeira despertou as autoridades para a necessidade de um controle mais rigoroso sobre as empresas privadas e instituições financeiras e, principalmente, sobre aquelas que negociam títulos no mercado acionário. Em decorrência disto, as práticas de Governança Corporativa passaram a ser amplamente consideradas.

A Governança Corporativa pretende cuidar dos diversos conflitos decorrentes da dissociação entre propriedade e gestão, que surgiram como consequência do agigantamento das corporações, impulsionando a dispersão do capital de controle (JENSEN; MECKLING, 1976). O fenômeno da dispersão do capital transferiu para os gestores das organizações a

responsabilidade pelas decisões relevantes e, nem sempre, estas decisões vão de encontro aos interesses dos acionistas. Denominado como o *conflito de agência*, o mesmo surge do controle imperfeito dos acionistas sobre seus gestores.

Desta vontade de se estabelecerem boas práticas de governança, surgiram instrumentos legais e marcos regulatórios visando à proteção dos direitos dos acionistas e, como consequência, a proteção de seu interesse maior, que deve ser a criação de valor. Estudo realizado por Garcia, Sato e Caselani (2004) analisou empresas brasileiras que lançaram papéis no exterior nos últimos anos, os *American Depositary Receipts* (ADR's). O estudo concluiu que estas empresas brasileiras apresentaram um desempenho superior em suas cotações no mercado brasileiro “no momento do evento da concessão de registro de ADRs”, que implica no seu comprometimento com “padrões mais elevados de *disclosure*” e confirmado pela “valoração das empresas” (GARCIA et al., 2004, p. 10).

No ano 2000, a BOVESPA lançou um novo segmento de mercado denominado Novo Mercado. As empresas participantes deste segmento se comprometem a seguirem um conjunto de regras que ampliam os direitos dos acionistas, adotam uma política de divulgação de informações semelhante às dos mercados mais desenvolvidos e se comprometem a emitirem somente ações ordinárias. Participar do Novo Mercado garante às empresas um preço mais justo por seus ativos (SANTANA, 2002, p. 5).

Já a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), apesar de ter um papel fundamental no controle das atividades das empresas de capital aberto brasileiras, opera de maneira bem mais reativa do que preventiva em relação às práticas de corrupção corporativa.

### 2.3 A CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS ACIONISTAS

Pereira e Eid Junior (2002) apresentaram um estudo visando relacionar a criação de valor e o retorno das ações, e para tal abordaram diversos métodos para se mensurar e acompanhar a criação de valor. Dentre os modelos citados no estudo faz-se necessário destacar os que são mais utilizados nos dias atuais como o *Free Cash Flow* (FCF), o *Economic Value Added* (EVA) e o *Cash Value Added* (CVA).

Semelhante ao modelo dos dividendos, que avalia a empresa em função dos dividendos futuros esperados, o modelo do FCF se baseia no valor presente dos fluxos de caixa livres esperados de um determinado investimento e descontados ao custo médio ponderado de capital. Assim sendo:

$$Valordaempresa_{FCF} = \frac{FCF_1}{(1+r_a)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r_a)^2} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1+r_a)^\infty} \quad (1)$$

Em que:  $FLC_t$  é o fluxo de caixa livre esperado ao final do período  $t$ ; e  $r_a$  é custo médio ponderado de capital da empresa.

O modelo do FCF foi adotado em diversas organizações em função de sua natureza genérica. Contudo, para uma melhor avaliação do valor da empresa faz-se necessária a aplicação de modelos mais sofisticados e de maior abrangência no cálculo do retorno estimando. Dentre estes modelos, Mota e Oliveira (2004) realizaram estudo com o intuito de comparar o desempenho dos modelos EVA e CVA. Os autores desenvolveram um trabalho baseado nos resultados de 38 grandes empresas não financeiras, divulgados no primeiro quadrimestre de 2004. Foram calculados e comparados os resultados do EVA e do CVA. Os autores concluíram que o CVA representa melhor o “desempenho operacional do negócio, ao passo que o EVA contém distorções graves geradas pela depreciação do ativo e por eventuais decisões que levem a interrupção de investimentos criadores de valor” (MOTA; OLIVEIRA, 2004, p. 15).

Pereira e Eid Junior (2002, p. 14) concluem que “se os administradores basearem suas iniciativas em objetivos que gerem resultados acima do custo de capital, a empresa estará gerando valor, e isto será traduzido para os preços das ações, que deverão subir para refletir a nova situação econômica do negócio”. Nesse sentido, adotou-se o valor das ações como representativos do valor dos acionistas.

É importante destacar-se que a teoria de Finanças estuda há vários anos a relação entre a ética nas organizações e o preço de suas ações. Gitman (1997) compara os efeitos da implantação de um programa de ética pró-ativo nas organizações, visando fortalecer valores corporativos e conclui:

Um programa de ética pode produzir vários benefícios positivos: reduzir potenciais litígios e custos de ajuizamento, manter a imagem positiva da empresa, reforçar a confiança dos acionistas e ganhar a fidelidade, o comprometimento e o respeito de todos os constituintes da empresa. Espera-se que tais atos, ao manterem e reforçarem o fluxo de caixa e reduzirem o risco percebido [...] afetem positivamente o preço da ação da empresa (GITMAN, 1997, p. 24)

Por fim, de uma maneira mais abrangente é importante citar Damodaran (1997) quando o mesmo associa geração de valor agregado e o preço das ações:

Quando empresas tomam boas decisões de investimentos, elas agregam valor; este valor agregado pode ser mensurado através do valor presente líquido obtido pelo projeto. Mais comumente, a qualidade dos projetos das empresas é refletida no multiplicador de lucros que o mercado espera que sejam pagos pelas ações desta empresa (DAMODARAN, 1997, p. 670).

### **3 METODOLOGIA**

Foi realizada uma pesquisa descritiva quanto aos fins, com abordagem quantitativa, conforme sugerido por Collis e Hussey (2005) e Hair Jr. et al. (2005), por meio da análise de dados secundários sobre o mercado acionário brasileiro. O estudo de eventos foi utilizado por se caracterizar numa metodologia que se adequa aos objetivos da pesquisa, ao relacionar a ocorrência de eventos ao desempenho de títulos no mercado acionário.

Para corroborar a escolha do estudo de evento como metodologia, pode-se destacar um trabalho semelhante realizado por Davidson III e Worrell (1988), que se baseou nesta metodologia para mensurar os efeitos das denúncias de atos ilícitos, divulgadas por meio do *The Wall Street Journal*, sobre as ações de empresas americanas. Foram selecionadas 117 grandes corporações americanas, dentre 1.043 corporações listadas na revista Fortune como sendo as maiores do país, as quais foram flagradas cometendo algum tipo de irregularidade, como evasão de divisas, contribuições políticas ilegais, fraudes em licitações, violação da lei *anti-trust*, sonegação fiscal, pagamento de subornos, entre outros crimes (ROSS, 1980, *apud* DAVIDSON III; WORREL, 1988, p. 196). Da mesma forma, é importante destacar Camargos e Barbosa (2003b), que conduziram uma pesquisa sobre estudos de eventos no Brasil, relacionando eventos ocorridos no mercado acionário do Brasil entre 1988 e 2001.

#### **3.1 ESTUDO DE EVENTO**

Mackinlay (1997) destaca que o estudo de evento tornou-se uma ferramenta gerencial corporativa importante, pois tem sido largamente utilizado na Contabilidade e nas Finanças para mensurar efeitos de eventos econômicos sobre os ativos das empresas. O autor cita exemplos de aplicações dos estudos de evento, como para a avaliação de fusões e aquisições, anúncios de resultados, captações de novas fontes de financiamentos (capital de terceiros ou capital próprio), anúncios de variáveis macroeconômicas, entre outras.

O modelo pode ser utilizado ainda para mensurar efeitos sobre as empresas decorrentes de mudanças na legislação, na economia ou no ambiente regulatório. No campo do Direito, o estudo de evento também pode ser utilizado para mensurar danos causados ao patrimônio de terceiros, quando decorrentes de evento específico (MACKINLEY, 1997, p. 13).

O estudo de evento é um modelo que permite calcular e comparar o retorno observado das ações de empresas negociadas em Bolsas de Valores, com o retorno esperado. O retorno esperado serve de base comparativa, por tratar-se de um retorno calculado com o objetivo de verificar qual seria o comportamento mais provável das ações, caso as denúncias (eventos) não tivessem ocorrido. Ao comparar-se o retorno observado e o retorno esperado, busca-se

determinar se ocorreram retornos anormais no período estudado. Quando há a constatação de que anormalidades significativas ocorreram no período estudado, pode-se concluir que as informações divulgadas foram relevantes e afetaram o valor das ações.

Camargos e Barbosa (2006, p. 45) afirmam que o estudo de evento é a metodologia mais utilizada para “aferir a forma semiforte” e “cujos testes procuram mensurar a velocidade do ajustamento dos preços dos títulos ao redor de uma data específica, quando da divulgação de informações relevantes”. Os autores recomendam que seja definida para o estudo uma “data zero”, ou a data da divulgação da notícia (do evento). Esta data deve ser estabelecida com base na divulgação da primeira informação ao mercado sobre o evento em estudo. A “data zero”, ou data do evento, é considerada a data de veiculação da notícia relevante.

Com base na data zero, Camargos e Barbosa (2006) sugerem que seja estabelecida uma janela de evento de 40 dias de negociações, sendo 20 dias antes do evento e 20 dias após. Dentro da janela de estimação, de -111 até -20 dias, devem ser calculados os coeficientes *Alfa* e *Beta* dos títulos negociados, que servirão de base para o cálculo do retorno esperado das ações dentro da janela de evento. Isto é o que recomenda o Modelo de Mercado adotado neste estudo, o qual relaciona linearmente retorno de qualquer ação e retorno de mercado (MACKINLAY, 1997, p. 18).

Optou-se pelo modelo denominado Modelo de Retornos Ajustados ao Risco e ao Mercado (Modelo de Mercado), com base nas vantagens apresentadas a seguir, segundo Camargos e Barbosa (2003b, p. 9):

1. Trata-se do modelo mais utilizado no Brasil e nos Estados Unidos em função de sua simplicidade;
2. Apresenta desempenho similar ao de modelos mais sofisticados como o próprio *CAPM*;
3. E, por fim, a escolha do Modelo de Mercado “não acarreta prejuízos aos resultados e conclusões” do estudo.

O estudo de evento parte da comparação entre um retorno observado *ex post* das ações e um retorno esperado (normal), calculado com base no Modelo de Mercado. Camargo e Barbosa (2003b) definem retorno normal “como o retorno esperado sem a condição de que o evento ocorra, enquanto o retorno anormal é definido como o retorno observado *ex post* de um título menos o retorno normal da firma na janela de evento”. Inicialmente foram calculados os retornos diários *ex post* de mercado (com base no Índice IBOVESPA) e os

retornos das ações ordinárias e preferenciais de forma direta. Assim, os retornos diários ( $r$ ) foram calculados com base na seguinte fórmula:

$$r = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \quad (2)$$

Em que:  $r$  é a taxa de retorno diária e  $P_t$  e  $P_{t-1}$  são os preços das ações no período  $t$  e no período  $t-1$ , respectivamente.

Com base nos retornos diários calculados, aplicou-se estatística de regressão aos resultados compreendidos na janela de estimação (-111 até -21). A seleção desde período visa à apuração dos coeficientes *Alfa* e *Beta* fora da janela de evento, conforme sugerem Campbell, Lo e Mackinlay (1997), *apud* Camargos e Barbosa (2003b, p. 9), para que não haja a interferência do evento nas cotações e, conseqüentemente, na apuração dos coeficientes.

De posse dos retornos diários observados de mercado ( $R_m$ ), utilizou-se a seguinte fórmula para o cálculo dos retornos normais:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i E(R_m) \quad (3)$$

sendo:  $R_{it}$  = retorno observado do título  $i$  no período  $t$ ;  $E(R_{it})$  = retorno normal esperado;  $R_{mt}$  = retorno observado de mercado no período  $t$ ;  $\alpha_i$  e  $\beta_i$  = parâmetros OLS (*Ordinary Least Squares*) ou mínimos quadrados ordinários individuais.

Tendo em vista que o objetivo da pesquisa foi verificar a presença de retornos anormais dentro da janela de evento, utilizou-se a seguinte fórmula de apuração de retornos anormais ( $AR_{it}$ ):

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (4)$$

sendo:  $AR_{it}$  é o retorno anormal a ser observado, e  $R_{it}$  e  $E(R_{it})$  são os retorno observado e retorno esperado, respectivamente.

Camargos e Barbosa (2003b, p. 6) apresentam em seu estudo a necessidade de se calcular o retorno anormal acumulado ( $RAA$ ), conhecido na literatura como ( $CAR$  – *Cumulative Abnormal Return*), dentro da janela de evento e com base na seguinte fórmula:

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (5)$$

Segundo os autores, isto se justifica porque “a reação de mercado pode difundir-se nos dias subsequentes” ao evento em estudo. Calculados os retornos anormais acumulados ( $RAA$ ).

$_{20,+20}$ ) procedeu-se o cálculo da média diária dos retornos anormais ( $RA_{-20,+20}$ ) e dos retornos anormais acumulados ( $RAA_{-20,+20}$ ) de todos os papéis dentro da janela de evento, visando identificar prováveis anormalidades nos 20 dias anteriores e posteriores aos eventos divulgados (-20 até +20). Com base nos resultados médios obtidos, foi feito o cálculo dos desvios padrões dos retornos anormais acumulados [ $\sigma(RAA_{-20,+20})$ ] bem como aplicado o Teste t, com o intuito de verificar a significância dos retornos [ $t(RAA_{-20,+20})$ ]. Os cálculos do Desvio Padrão e o Teste t foram feitos com base nas fórmulas que se seguem:

$$\sigma(\overline{CAA}_{-20,+20}) = \sqrt{r \bullet \text{var}(AR)} \quad (6)$$

$$t(\overline{CAA}_{-20,+20}) = \frac{\overline{CAA}_{-20,+20}}{\sigma(\overline{CAR}_{-20,+20})} \quad (7)$$

sendo:  $r = t_{final} - t + 1$  e a  $\text{var}(RA_t)$  tendo sido estimada no período entre  $t-20$  e  $t+20$ .

### 3.2 DEFINIÇÃO DO EVENTO ANALISADO

O Grupo Opportunity foi selecionado por seu destaque na mídia ao longo dos últimos 10 anos. Outro fator decisivo na escolha deste grupo foi sua participação ativa na administração de diversas empresas de grande porte e com papéis negociados na Bolsa de Valores. As empresas selecionadas, relacionadas no Quadro 1, apesar de participação minoritária do Grupo Opportunity, eram geridas pelo grupo com base em um acordo de acionistas, firmado desde a privatização das mesmas, e foram citadas em denúncias veiculadas pela imprensa brasileira.

EMPRESA	SETOR ECONÔMICO	PAPÉL	TIPO
Brasil Telecom S/A	Telecomunicações	BRTO3	ON
Brasil Telecom S/A	Telecomunicações	BRTO4	Preferencial
Telemig Celular Participações S/A	Holding telecomunicações	TMCP3	ON
Telemig Celular Participações S/A	Holding de telecomunicações	TMCP4	Preferencial
Tele Norte Celular Participações S/A	Holding de telecomunicações	TNCP3	ON
Tele Norte Celular Participações S/A	Holding telecomunicações	TNCP4	Preferencial
Santos Brasil Participações S/A	Holding de Transporte	STBP11	Cert.depósito

Quadro 1 - Relação das Empresas Selecionadas para o Estudo de Evento.

O Quadro 2 relaciona as matérias veiculadas na imprensa brasileira nos últimos dez anos e que estão diretamente relacionadas às denúncias de atos ilícitos praticados pelo Grupo Opportunity. As matérias foram selecionadas no site do jornal Folha de São Paulo, uma vez que este jornal foi o que mais acompanhou assuntos diferentes ligados ao tema corrupção, num período de nove meses ao logo do ano de 2004 (BERABA, 2004).

DATA ZERO	JANELA DE EVENTO	EVENTO	TÍTULO	SUBTÍTULO	EMPRESAS CITADAS
24 de abr. de 2003	25/03/2003 a 23/05/2003	1	Opportunity propõe à PREVI trocar ações da Brasil Telecom e Telemar		Telemig Celular, Tele Norte Celular e Brasil Telecom
08 de out. de 2003	10/09/2003 a 05/11/2003	2	Opportunity lesou cotistas, diz PREVI	Banco teria favorecido investidores estrangeiros, afirma presidente do fundo do BB.	Telemig Celular, Tele Norte Celular e Brasil Telecom
22 de jul. de 2004	23/06/2004 a 19/08/2004	3	Brasil Telecom afirma que alvo são italianos	Presidente da corporação, Carla Cico, nega ter contratado a empresa internacional Kroll para espionar membros do governo Lula	Brasil Telecom
10 de nov. de 2004	11/10/2004 a 09/12/2004	4	Citigroup pretende romper com Opportunity	Grupo americano não tem planos de renovar parceria no Brasil com o banco do empresário Daniel Dantas	Telemig Celular, Tele Norte Celular e Brasil Telecom
12 de mar. de 2005	14/02/2005 a 12/04/2005	5	Acordo permite que Dantas fique com as teles	Empresário tem acerto com acionistas que lhe permite estar à frente da BrT até 2018; Citi nunca aprovou	Telemig Celular, Tele Norte Celular e Brasil Telecom
18 de set. de 2005	19/08/2005 a 18/10/2005	6	Cartas sinalizam que Palocci participava de decisões de fundos		Telemig Celular, Tele Norte Celular, Brasil Telecom e Sanepar
13 de dez. de 2005	11/11/2005 a 10/01/2006	7	BrT cobra na Justiça perdas do Opportunity	Tele calcula que a gestão de Daniel Dantas tenha causado prejuízo de R\$ 362 mi com operações “irregulares”	Telemig Celular, Tele Norte Celular e Brasil Telecom
14 de mai. de 2006	12/04/2006 a 12/06/2006	8	Governo vai processar Dantas, diz Tarso	Auxiliares do presidente sugerem que o dono do Opportunity quer “chantagear” o governo; citados negam ter contas no exterior	Brasil Telecom
14 de mai. de 2006	12/04/2006 a 12/06/2006	8	Tele contratou pessoas ligadas ao PT		Telemig Celular, Tele Norte Celular e Brasil Telecom
25 de set. de 2006	25/08/2006 a 24/10/2006	9	Novo depoimento no caso Telecom Itália deve afetar BrT		Brasil Telecom
30 de nov. de 2008	31/10/2008 a 02/01/2009	10	Dantas lavou dinheiro no porto de Santos, acusa PF	Para polícia, banqueiro comprou debêntures da Santos Brasil com recursos do exterior	Santos Brasil S/A

Quadro 2 - Relação dos Eventos Seleccionados para Estudo

As cotações das ações das empresas selecionadas e o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA), este último considerado como *proxie* do retorno de mercado, foram

obtidos por meio do banco de dados históricos disponibilizado no site da Bolsa de Valores de São Paulo.

Foram selecionadas as cotações médias diárias das ações ordinárias e preferenciais das empresas analisadas, visando minimizar com isto possíveis distorções ou movimentos especulativos na abertura ou ao final de cada pregão. As cotações diárias baseiam-se na sugestão de Brown e Warner (1980), *apud* Camargos e Barbosa (2006) quando afirmam que “o poder dos estudos de evento aumenta com o conhecimento sobre a precisão de quando um evento ocorreu”.

As análises dos ativos foram realizadas separadamente, ações ordinárias e preferenciais, uma vez que as ações preferenciais têm maior liquidez no mercado de capitais brasileiro e, portanto, podem apresentar desempenho diferente nos pregões (CAMARGOS; BARBOSA, 2006, p. 49).

A empresa Santos Brasil apresenta cotação unitária, ou seja, seus ativos são compostos por mais de uma classe de valores mobiliários e que são negociados em conjunto. Portanto, suas cotações figuraram nos cálculos das ações ordinárias e nas preferenciais, já que cada unidade negociada representa uma ação ordinária mais quatro ações preferenciais.

Foram selecionados 26 eventos (notícias) relevantes, dos quais 10 eventos atenderam aos requisitos da pesquisa, conforme apresentado no Quadro 2. Dos 16 eventos expurgados, 10 ocorreram em datas muito próximas e poderiam afetar os resultados dos cálculos dos coeficientes *Alfa* e *Beta*. Os demais seis eventos ocorreram nos períodos em que alguns ativos já não tinham mais cotações em bolsa ou foram grupados, conforme mencionado anteriormente. Como os 10 eventos selecionados envolviam ações de mais de um grupo, a amostra final foi composta de 28 séries de cotações.

#### 4 RESULTADOS

A Tabela 1 mostra os resultados da análise de ações ordinárias e preferenciais de 28 séries observadas a partir de 4 empresas diferentes. Verifica-se na Tabela 1 que a maioria das ações ordinárias apresenta coeficiente *Beta* inferior a 1,0. Ou seja, apesar das constantes denúncias de corrupção envolvendo o Grupo Opportunity e as empresas administradas por ele e aqui estudadas, o mercado entende que são títulos com menor risco em relação ao risco de mercado. Constatou-se ainda que, em sua maioria, os coeficientes *Beta* das ações preferenciais são maiores do que os *betas* calculados para as ações ordinárias, indicando maior risco em relação às ações ordinárias.

Na Tabela 2 serão apresentados os resultados da Estatística T para as janelas de evento das ações ordinárias e preferenciais.

Ao se analisar os retornos anormais médios na Tabela 2, não foram encontrados retornos anormais significativos tanto nas ações ordinárias como nas preferenciais. Contudo retornos anormais médios negativos, ainda que pouco significativos estatisticamente, foram identificados nas duas amostras entre os dias  $t_{-2}$  e  $t_{-1}$ . Este fato sinaliza que o mercado reagiu negativamente próximo à divulgação das informações relevantes sobre as denúncias de corrupção no período, mas o efeito negativo sobre o preço das ações no período também não foi estatisticamente significativo. Verifica-se ainda que após a data  $t_0$  os retornos anormais positivos e negativos se alternam, entretanto não retornam aos patamares mais elevados verificados próximos à data  $t_{-6}$ . Pode-se pressupor então que os investidores continuaram operando com estes ativos no mercado, mas os resultados se mantiveram em patamares inferiores aos verificados antes da data zero.

Tabela 1 - Coeficientes Beta das Ações Ordinárias e Preferenciais

Empresa	Evento	Ações Ordinárias				Ações Preferenciais			
		Coefficiente Pearson (Beta)	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> Ajustado (sig. < 0,10)	Sig.	Coefficiente Pearson (Beta)	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> Ajustado	Sig. (sig. < 0,10)
Brasil Telecom	1	0,50861	0,183	0,174	0,000	0,79385	0,414	0,407	0,000
Brasil Telecom	2	0,71994	0,289	0,281	0,000	0,69969	0,311	0,303	0,000
Brasil Telecom	3	0,31374	0,056	0,045	0,024	0,64382	0,337	0,330	0,000
Brasil Telecom	4	0,74051	0,201	0,192	0,000	0,80482	0,288	0,280	0,000
Brasil Telecom	5	0,40245	0,053	0,042	0,029	0,67114	0,168	0,158	0,000
Brasil Telecom	6	0,60740	0,079	0,068	0,007	0,66923	0,206	0,198	0,000
Brasil Telecom	7	0,31512	0,023	0,012	0,149	0,50991	0,127	0,117	0,001
Brasil Telecom	8	0,88042	0,127	0,117	0,001	0,51101	0,087	0,077	0,004
Brasil Telecom	9	0,74256	0,084	0,074	0,005	0,62316	0,289	0,281	0,000
Telemig Celular Part.	1	0,60357	0,072	0,174	0,000	0,80099	0,270	0,262	0,000
Telemig Celular Part.	2	0,55169	0,104	0,094	0,002	0,62876	0,254	0,245	0,000
Telemig Celular Part.	3	0,55795	0,217	0,208	0,000	0,75603	0,383	0,376	0,000
Telemig Celular Part.	4	0,03982	0,001	-0,010	0,764	0,62941	0,208	0,199	0,000
Telemig Celular Part.	5	0,36122	0,036	0,025	0,073	0,67743	0,195	0,186	0,000
Telemig Celular Part.	6	0,17977	0,027	0,016	0,123	0,68626	0,250	0,242	0,000
Telemig Celular Part.	7	0,09718	0,005	-0,006	0,500	0,58352	0,308	0,301	0,000
Telemig Celular Part.	8	0,17062	0,012	0,001	0,302	0,47711	0,084	0,074	0,005
Telemig Celular Part.	9	0,33179	0,066	0,055	0,014	0,57795	0,199	0,190	0,000
Tele Norte Celular Part.	1	0,65612	0,042	0,174	0,000	0,31679	0,042	0,031	0,051
Tele Norte Celular Part.	2	0,71917	0,113	0,103	0,001	0,47633	0,130	0,120	0,000
Tele Norte Celular Part.	3	0,23422	0,030	0,019	0,101	0,28791	0,111	0,101	0,001
Tele Norte Celular Part.	4	-0,01139	0,000	-0,011	0,953	0,04498	0,002	-0,009	0,651
Tele Norte Celular Part.	5	0,06747	-0,001	-0,010	0,753	0,60862	0,099	0,089	0,002
Tele Norte Celular Part.	6	0,09520	0,002	-0,009	0,647	0,39876	0,095	0,085	0,003
Tele Norte Celular Part.	7	-0,16365	0,005	-0,006	0,510	0,58622	0,176	0,167	0,000
Tele Norte Celular Part.	8	0,74100	0,035	0,024	0,074	0,41822	0,024	0,013	0,142
Tele Norte Celular Part.	9	0,61423	0,096	0,086	0,003	0,32017	0,046	0,035	0,042
Santos Brasil S/A	10	0,29112	0,137	0,127	0,000	0,29112	0,137	0,127	0,000

**Tabela 2 - Estimativa dos Retornos Anormal e Acumulado das Ações Ordinárias e Preferenciais**

Dias	Ações Ordinárias					Ações Preferenciais				
	)	)	)	)	P-Value	)	)	)	)	P-Value
-20					0,5171					0,6204
-19	0,0027	0,0039	0,0416	0,0944	0,5372	-0,0048	0,0014	0,0251	0,0540	0,5213
-18	-0,0010	0,0029	0,0528	0,0550	0,5217	0,0040	0,0053	0,0346	0,1537	0,5605
-17	-0,0002	0,0027	0,0539	0,0503	0,5199	-0,0042	0,0011	0,0448	0,0254	0,5100
-16	-0,0114	-0,0087	0,0554	-0,1568	0,4383	0,0007	0,0018	0,0488	0,0375	0,5148
-15	0,0033	-0,0054	0,0604	-0,0894	0,4647	-0,0012	0,0006	0,0541	0,0116	0,5046
-14	0,0057	0,0003	0,0767	0,0041	0,5016	-0,0025	-0,0019	0,0656	-0,0289	0,4886
-13	-0,0068	-0,0065	0,0929	-0,0698	0,4724	-0,0099	-0,0118	0,0867	-0,1359	0,4465
-12	0,0228	0,0163	0,1056	0,1545	0,5608	0,0175	0,0057	0,1007	0,0563	0,5222
-11	0,0085	0,0249	0,1073	0,2317	0,5907	0,0003	0,0060	0,0994	0,0600	0,5237
-10	-0,0068	0,0181	0,0866	0,2087	0,5819	-0,0026	0,0034	0,0943	0,0359	0,5142
-9	0,0034	0,0215	0,0881	0,2443	0,5955	0,0013	0,0047	0,0884	0,0534	0,5211
-8	0,0006	0,0221	0,0904	0,2442	0,5955	0,0012	0,0059	0,0849	0,0693	0,5273
-7	0,0076	0,0297	0,0970	0,3058	0,6189	0,0062	0,0120	0,0876	0,1374	0,5541
-6	0,0306	0,0603	0,1557	0,3871	0,6491	0,0116	0,0236	0,0914	0,2585	0,6010
-5	0,0164	0,0767	0,1735	0,4417	0,6688	0,0156	0,0392	0,0897	0,4371	0,6672
-4	0,0095	0,0861	0,1733	0,4969	0,6883	0,0058	0,0450	0,0924	0,4876	0,6850
-3	0,0022	0,0883	0,1746	0,5059	0,6914	0,0083	0,0533	0,0862	0,6187	0,7292
-2	-0,0028	0,0855	0,1621	0,5278	0,6990	-0,0055	0,0479	0,0916	0,5226	0,6972
-1	-0,0094	0,0761	0,1416	0,5376	0,7023	-0,0112	0,0366	0,0936	0,3915	0,6507
0	-0,0007	0,0755	0,1341	0,5626	0,7107	-0,0016	0,0350	0,0871	0,4023	0,6546
1	-0,0022	0,0732	0,1261	0,5809	0,7168	-0,0027	0,0324	0,0886	0,3655	0,6411
2	-0,0066	0,0666	0,1206	0,5520	0,7072	0,0015	0,0339	0,0878	0,3863	0,6488
3	0,0094	0,0760	0,1363	0,5573	0,7090	0,0028	0,0367	0,0885	0,4153	0,6593
4	-0,0064	0,0695	0,1288	0,5398	0,7031	-0,0046	0,0321	0,0885	0,3626	0,6401
5	0,0055	0,0750	0,1359	0,5520	0,7072	-0,0001	0,0319	0,0934	0,3421	0,6325
6	-0,0044	0,0706	0,1310	0,5387	0,7027	-0,0083	0,0237	0,0998	0,2373	0,5929
7	-0,0038	0,0668	0,1394	0,4794	0,6822	0,0005	0,0242	0,1044	0,2314	0,5906
8	0,0031	0,0699	0,1420	0,4922	0,6866	0,0048	0,0289	0,1038	0,2787	0,6086
9	-0,0008	0,0690	0,1480	0,4664	0,6776	0,0022	0,0312	0,1061	0,2937	0,6143
10	0,0019	0,0710	0,1521	0,4666	0,6777	-0,0060	0,0252	0,1120	0,2249	0,5881
11	-0,0074	0,0635	0,1468	0,4326	0,6655	-0,0052	0,0200	0,1125	0,1777	0,5698
12	-0,0021	0,0615	0,1489	0,4126	0,6584	0,0028	0,0228	0,1078	0,2112	0,5828
13	-0,0059	0,0555	0,1595	0,3480	0,6347	-0,0027	0,0200	0,1053	0,1901	0,5747
14	0,0114	0,0669	0,1491	0,4487	0,6713	0,0006	0,0206	0,1035	0,1990	0,5781
15	0,0048	0,0718	0,1477	0,4859	0,6844	0,0002	0,0208	0,1142	0,1826	0,5717
16	-0,0051	0,0666	0,1546	0,4310	0,6650	-0,0014	0,0194	0,1191	0,1633	0,5642
17	0,0026	0,0692	0,1657	0,4180	0,6603	0,0084	0,0278	0,1243	0,2241	0,5878
18	0,0065	0,0757	0,1748	0,4333	0,6658	0,0160	0,0439	0,1476	0,2973	0,6157
19	-0,0005	0,0752	0,1729	0,4348	0,6664	0,0039	0,0478	0,1434	0,3330	0,6291
20	0,0048	0,0800	0,1793	0,4462	0,6704	0,0002	0,0479	0,1474	0,3253	0,6262

RA: retorno anormal; RAA: retorno anormal acumulado;  $\sigma(RAA)$ : desvio padrão do retorno acumulado;  
 $t(RAA)$ : estatística t.

O Gráfico 1 a seguir, baseado no comportamento dos retornos anormais médios, demonstra um comportamento similar das ações ordinárias e preferenciais dentro da janela de evento.

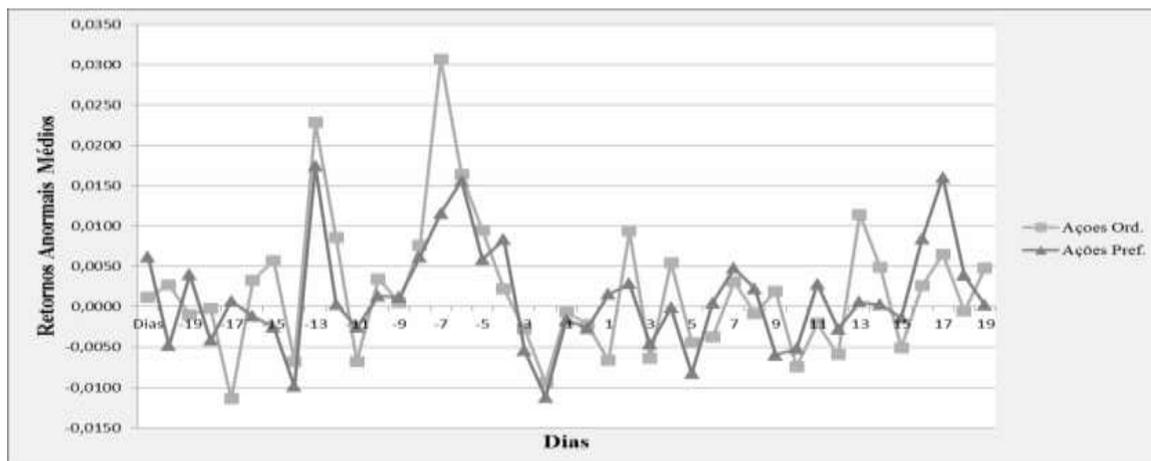


Gráfico 1 – Comportamento dos Retornos Anormais na Janela de Evento (-20 A +20).

Pode-se notar que existe uma maior dispersão dos retornos anormais no período compreendido entre os dias  $t_{-13}$  e  $t_{-1}$ , o que pode ser um indício de que as notícias veiculadas na data zero já eram de conhecimento do mercado antes de sua divulgação em  $t_0$ . O dia  $t_{-1}$  figura como um dos retornos anormais mais baixos do período, entretanto pouco significativo estatisticamente, de acordo com os resultados apresentados nos Gráficos 1 e 2 a seguir.

Nota-se ainda que após a divulgação do evento (data zero) a ocorrência de resultados anormais médios negativos tornou-se mais frequente, mas com menor dispersão em relação aos dias que precederam a divulgação do evento. Vale salientar que os retornos anormais médios das ações preferenciais oscilaram menos que os retornos anormais médios das ações ordinárias. Não foram encontrados retornos anormais médios superiores a 0,02% para as ações preferenciais dentro da janela de evento. Isto pode ser justificado pela maior liquidez destes papéis no mercado em relação às ações ordinárias, possibilitando ajustes de preços menos abruptos e mais bem distribuídos ao longo do tempo.

O Gráfico 2 demonstra os resultados anormais acumulados dentro da janela de evento. Os resultados apresentados indicam que, novamente, na data  $t_{-1}$  os retornos apresentam queda mais acentuada, o que pode ser uma evidência de que o mercado reagiu negativamente um dia antes à publicação do evento. O mesmo efeito foi verificado no estudo de Davidson III e Worrell (1988) em relação ao dia  $t_{-1}$ . Os autores justificam o resultado negativo mais significativo em  $t_{-1}$  com base no que se segue:

A reação do dia -1 é consistente com o conceito de eficiência de mercado (Fama, 1976). Por intermédio da mídia e dos serviços de notícias, analistas podem obter informações a respeito da má conduta corporativa e ajustarem suas recomendações e portfólios antes do anúncio pelo *Wall Street Journal*. (DAVIDSON III; WORRELL, 1988, p. 198-199)

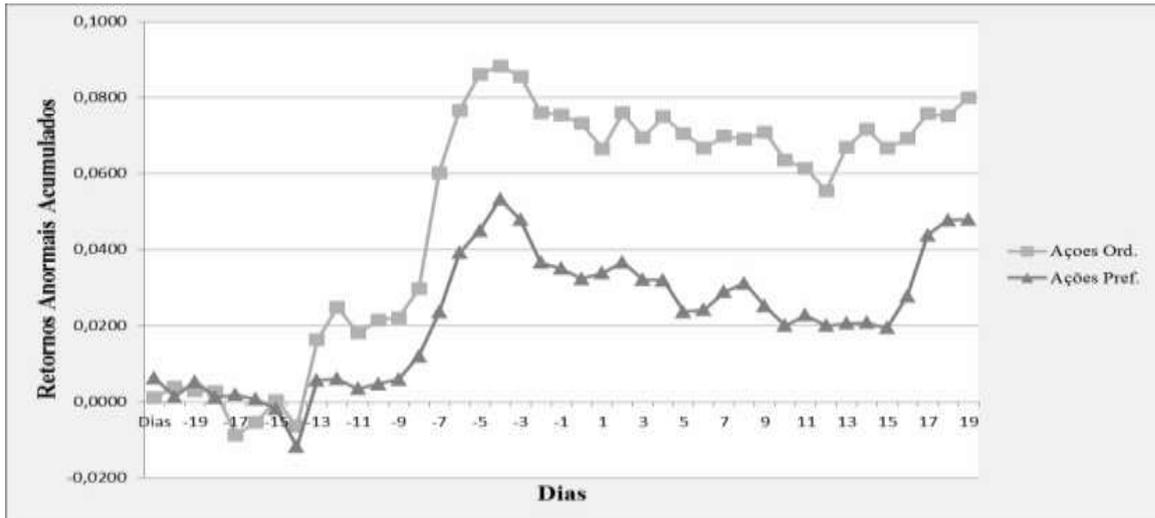


Gráfico 2 – Retornos Anormais Acumulados na Janela de Evento (-20 A +20)

Finalmente, com base na análise dos retornos médios anormais acumulados apresentados nas Tabelas 1 e 2, considerando níveis de significância de 5% ( $p\text{-value}<0,05$ ) e de 10% ( $p\text{-value}<0,10$ ) não foram encontrados resultados anormais estatisticamente significativos, tanto nas ações ordinárias quanto nas ações preferenciais. Resultados anormais acumulados (RAA) positivos são verificados nas Tabelas 1 e 2, entretanto pouco significativos. A hipótese é a de que o mercado não considerou as denúncias de corrupção como relevantes e não efetuou, portanto, o ajuste dos preços das ações como era de se esperar, com base na hipótese de mercados eficientes.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Procurou-se avaliar com a presente pesquisa se a divulgação pela mídia de atos corruptos praticados por empresas acarretariam alteração no valor para o acionista, por meio de um estudo de eventos, cobrindo 4 empresas e 10 atos de corrupção divulgados, totalizando 28 eventos. Os atos corruptos ora analisados indicam que as empresas seriam classificadas como OC's, conforme taxonomia proposta por Pinto et al. (2008), ou seja, aquela em que os membros praticam atos corruptos em prol da organização.

Ademais, observando os envolvidos em denúncias de atos ilícitos, alguns ocupantes de cargos de elevada hierarquia, confirmam-se as proposições de Ermann e Lundman (2002), segundo os quais os desvios de conduta são dirigidos, seja de maneira direta ou indireta, pelas denominadas elites organizacionais.

Os resultados mostraram que o mercado acionário brasileiro não reage eficientemente quando se trata de questões ligadas à corrupção organizacional. De acordo com Davidson III e Worrell (1988), se o mercado operasse eficientemente, as forças de mercado poderiam

constranger o “comportamento errante da administração” das corporações, a partir das denúncias veiculadas.

As conclusões da pesquisa vão de encontro às sugestões de Anand, Ashforth e Joshi (2005) acerca da tendência em se tornar aceitável e constante a prática de atos corruptos nas organizações. Segundo os autores, os indivíduos traçam estratégias mentais para tornarem seus atos corruptos justificáveis, para si e para os que os cercam. Portanto, não é de se estranhar que o comportamento do mercado não puna os atos ilícitos, uma vez que eles tendem a proporcionar vantagens para a organização e, conseqüentemente, para os seus acionistas.

Entretanto, se o mercado não opera de maneira eficiente, cabe ao Estado prover a regulamentação necessária para prevenir o comportamento corrupto das organizações, o que confirma as proposições de Miranda e Simioni (2005) quanto à necessidade de modernização da legislação brasileira, ainda que somente isso não possa garantir a extinção de atos corruptos nas atividades empresariais do país, tanto públicas quanto privadas.

Como limitações deste estudo pode-se destacar o tipo dos eventos examinados (denúncias de crimes cometidos por um grupo empresarial específico), acarretando um reduzido número de empresas escolhidas (4 empresas administradas pelo Grupo Opportunity) e uma pequena amostra (28 eventos). No entanto, este estudo representa mais um passo nas pesquisas sobre a responsabilidade social das organizações, que normalmente são examinadas por meio de índices subjetivos de responsabilidade social e medidas contábeis inadequadas de desempenho financeiro. Sendo assim, estudos que contemplassem um maior número de eventos poderiam vir a suprir essa limitação.

Vale salientar que este estudo não aborda os tipos de crimes cometidos. Sabe-se que alguns crimes corporativos são intrinsecamente ruins, mas outros afetam a população em geral como, por exemplo, a poluição ambiental (DAVIDISON III; WORRELL, 1988). Portanto, estudos futuros podem abordar os efeitos para os acionistas por tipos de crimes, visando mensurar se o tipo de crime cometido por determinada organização pode ser positivo ou negativo para efeito do valor das ações das companhias.

## REFERÊNCIAS

ADVERSE, H. M. In: AVRITZER, L. et al. (Orgs.). **Corrupção**: ensaios e críticas. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2008.

AIDT, T. S. Economic analysis of corruption: a survey. **Economic Journal**, p 632-652, 2003.

ANAND, V.; ASHFORTH, B. E.; JOSHI M. Business as usual: the acceptance and perpetuation of corruption in organization. **Academy of Management Executive**, v. 19, n. 4, p. 9-23, 2005.

ASHFORTH, B. E.; ANAND, V. The normalization of corruption. **Research in Organizational Behavior**, v. 25, p. 1-52, 2003.

AVRITZER, L. et al. (Orgs.). **Corrupção: ensaios e críticas**. Belo Horizonte: UFMG, 2008. 598 p.

BERABA, M. Imprensa e corrupção. **Folha de S. Paulo**, nov. 29, 2010. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/ombudsman/om1212200402.htm>>.

BONOMI, C. A.; MALVESSI, O. **Project finance no Brasil: fundamentos e estudos de casos**. São Paulo: Atlas, 363 p. 2002.

BORINI, F. M.; GRISI, F. C. Estratégia e corrupção. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 31., 2007, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

BM&FBOVESPA. **Cotações históricas das ações**. São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?idioma=ptbrandurl=http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/cotacoes-historicas/FormSeriesHistoricas.asp>>. Acesso em: 05 jun. 2009.

CAMARGOS M. A.; BARBOSA, F. V. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 41-55. 2003.

\_\_\_\_\_. Estudo de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 1-20. 2003, setembro.

\_\_\_\_\_. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 41, n. 1, p. 43-58. 2006, março.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman. 2005.

COMPARATO, F. K. **Ética: direito, moral e religião no mundo moderno**. São Paulo: Companhia das Letras, 2006. 716 p.

CRICK, B. **Democracy: a very short introduction**. Oxford University Press. 2002.

CRUZ, E. P. **MPF denuncia Dantas e aponta ligação do Opportunity com valerioduto**. Agência Brasil – EBC Empresa Brasil de Comunicação, Brasília, 2009. Disponível em: <<http://www.agenciabrasil.gov.br/noticias/2009/07/06/materia.2009-07-06.9348050543/view>>. Acesso em: 29 jul. 2009.

DAMODARAN, A. **Corporate finance: theory and practice**. New York: Wiley, 1997. 876 p.

DAVIDSON III, W. N.; WORRELL, D. L. The impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns. **Academy of Management Journal**, New York, v. 31, n. 1, p. 195-200, mar. 1988.

ERMANN, M. D.; LUNDMAN, R. J. **Corporate and governmental deviance: problems in organizational behavior in contemporary society**. 6. ed. New York: Oxford University Press, 335 p. 2002.

FOLARIN, G. O. Lk 12:13-21 in the context of human corruption. **Asia Journal of Theology**, Serampore, v. 24, n. 2, p. 312-32, out. 2010.

GARCIA, F. G.; SATO, L. G.; CASELANI, C. N. O impacto da política de transparência sobre o valor das empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 28., 2004, Curitiba (PR). **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. 841 p.

HAIR, JR. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HEIDENHEIMER, A. J. **Perspectives on the perception of corruption**. In: \_\_\_\_\_. Political corruption: concepts and contexts. 3. ed. New Brunswick, 2002. Cap. 9, p. 141-154.

JAIN, A. K. Corruption: a review. **Journal of Economic Surveys**, v. 15, p. 71-121, 2001.

JONES, T. M. Ethical decision making by individuals in organizations: an issue-contingent model. **Academy of Management Review**, v. 16, p. 366-395, 1991.

KLITGAARD, R. **Controlling corruption**. Los Angeles: University of California Press, 1991.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

LIMA, V. A. Mídia. In: AVRITZER, L. et al. (Orgs.). **Corrupção: ensaios e críticas**. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2008.

MANZ, C. C.; JOSHI, M.; ANAND, V. The role of values and emotions in newcomers' socialization into organizational corruption. In: ACADEMY OF MANAGEMENT ANNUAL MEETING, 2005, Honolulu (HAWAII). **Anais...** Honolulu: [s.n.], 2005. p. 1-6.

MARTINS, J. A. **Corrupção**. São Paulo: Globo, 2008. 129 p.

MAURO, P. Corruption and growth. **The Quarterly Journal of Economics**, [S. I.], p. 681-71, ago. 1995.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, v. 35, p. 13-39, mar. 1997.

MIRANDA, D.; SIMIONI, R. L. Direito, silêncio e corrupção: um diálogo com Niklas Luhmann e Jürgen Habermas. **Jus Navigandi**, 2005. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=9797andp=1>>. Acesso em: 23 jun. 2009.

MISANGYI, V. F.; WEAVER, G. R.; ELMS, H. Ending corruption: the interplay among institutional logics, resources, and institutional entrepreneurs. **Academy of Management Review**, v. 33, n. 3, p. 750-770, jul. 2008.

MOTA, H. M. V.; OLIVEIRA, V. I. Economic value added (EVA) e cash value added (CVA): uma análise comparativa. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 28., 2004, Curitiba (PR). **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

NICE, D. C. The police consequences of political corruption. **Political Behavior**, v. 8, p. 287-295, 1986.

NIELSEN, R. P. Corruption networks and implications for ethical corruption reform. **Journal of Business Ethics**, v. 42, p. 125-149, 2003.

PARDINI, D. J.; MACHADO, D. C.; COSTA Y. Organizational corruption: practices and anti-corruption controls in Brazilian banks. In: European Group of Organization Studies (EGOS), 29., 2013, Montreal (CAN). **Anais...** Montreal: EGOS, 2013.

PARDINI, D. J. et al. Práticas de corrupção e mecanismos de controle e prevenção em bancos brasileiros: um estudo sob a perspectiva de gerentes e funcionários. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 35., 2011, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2011.

PEREIRA, S. B.; EID JUNIOR, W. Medidas de criação de valor e o retorno das ações. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 26., 2002, Salvador (BA). **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002.

PINTO, J.; LEANA, C.; PIL, F. K. Corrupt organizations or organizational of corrupt individuals? Two types of organization-level corruption. **Academy of Management Review**, v. 33, n. 3, p. 685-709, 2008.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001. 219 p.

ROCCA, C. A. (Org.). **Revolução no mercado de capitais do Brasil**: o crescimento recente é sustentável? Rio de Janeiro: Elsevier: IBMEC, 2008. 184 p.

ROSA, M. F. E. Corrupção como entrave ao desenvolvimento. **Jus Navigandi**, São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=4870>>. Acesso em: 23 jun. 2009.

SANTANA, M. H. F. O novo mercado e a governança corporativa. **Revista da CVM**. Rio de Janeiro, n. 35, p. 4-8, abr. 2002.

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

SCHWARTZMAN, S. **Coesão social, democracia e corrupção**. São Paulo: iFHC/CIEPLAN, 2008. 37 p.

SOUSA, L. As agências anticorrupção como peças centrais de um sistema de integridade. **Revista da CGU**, Brasília, Controladoria-Geral da União, ano 3, n. 4, p. 20-45, jun. 2008.

ZINNBAUER, D. Ambient accountability fighting corruption where and when it happens. **Draft working paper**, out. 2012.