

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Nayana Reiter

**Departamentos de Relações com Investidores no Brasil: Uma Análise dos
Efeitos de suas Estruturas e Atividades**

**Porto Alegre
2012**

Nayana Reiter

**Departamentos de Relações com Investidores no Brasil: Uma Análise dos
Efeitos de suas Estruturas e Atividades**

**Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de
Pós-Graduação em Administração da Universidade
Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial
para a obtenção do título de Mestre em
Administração.**

Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy

**Porto Alegre
2012**

Nayana Reiter

**Departamentos de Relações com Investidores no Brasil: Uma Análise dos
Efeitos de suas Estruturas e Atividades**

**Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de
Pós-Graduação em Administração da Universidade
Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial
para a obtenção do título de Mestre em
Administração.**

Conceito final:

Aprovado em 01 de junho de 2012

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra – Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Giacomino Balbinotto Neto – Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Rodrigo Verdi - Massachusetts Institute of Technology

**Orientador – Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy – Universidade Federal do Rio Grande do
Sul**

CIP - Catalogação na Publicação

Reiter, Nayana
Departamentos de Relações com Investidores no
Brasil: Uma Análise dos Efeitos de suas Estruturas e
Atividades / Nayana Reiter. -- 2012.
94 f.

Orientador: Jairo Laser Procianoy.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Programa
de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS,
2012.

1. Relações com Investidores. 2. Valorização das
ações. 3. Liquidez em bolsa. 4. Cobertura de
analistas. 5. Investidores institucionais. I. Laser
Procianoy, Jairo, orient. II. Título.

DEDICATÓRIA

À minha mãe, que sempre me apoiou e foi um grande exemplo de força e superação, dedico-lhe esta conquista como gratidão.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) pelo apoio financeiro para a realização desta pesquisa.

Ao Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy por todo o suporte, incentivo e aprendizado no decorrer deste trabalho.

E, em especial, à minha mãe, Nair, e ao meu marido, André, pela compreensão, carinho e dedicação para que fosse cumprida mais esta importante etapa da minha vida.

“Se quisermos entender por que as organizações fazem as coisas que fazem, ou por que executam da maneira que executam, devemos considerar os vieses e as disposições dos seus mais poderosos atores - seus principais executivos”

HAMBRICK, 2007

RESUMO

O aumento do valor de mercado e da liquidez em bolsa das ações e a expansão da cobertura de analistas e da participação de investidores institucionais são apontados na literatura como metas centrais dos programas de Relações com Investidores - RI. Os resultados de estudos internacionais apontaram relação significativa entre características dos programas de RI das companhias e a consecução destas metas. Entretanto, para o cenário brasileiro, as pesquisas sobre relações com investidores em sua maioria tomam o formato de questionários e visam avaliar a estrutura e o valor das RI na percepção dos profissionais da área e do mercado. Pouco realmente se sabe sobre os efeitos das RI no comportamento das ações das empresas brasileiras. Portanto, o objetivo deste estudo é verificar se a estrutura e as atividades de relações com investidores são realmente fatores determinantes da valorização das ações, liquidez em bolsa, cobertura de analistas e participação de investidores institucionais para as companhias abertas brasileiras. Os resultados encontrados apontam que as características dos departamentos de RI tem impacto indireto na liquidez das ações, através da expansão da cobertura de analistas e do número de investidores institucionais. O número de funcionários do departamento de RI apareceu como determinante importante tanto da cobertura de analistas quanto da participação de investidores institucionais. Já a qualidade das relações com investidores e o fato da empresa possuir um diretor exclusivo de RI apareceram como fatores explicativos importantes da cobertura de analistas. A principal contribuição deste trabalho é a de analisar uma questão até então negligenciada pela literatura acadêmica brasileira, mas que pode ter implicações importantes para uma das atividades vitais das companhias: seu relacionamento com os investidores.

Palavras-chave: relações com investidores; valorização das ações; liquidez em bolsa; cobertura de analistas; investidores institucionais.

ABSTRACT

The increase in the stocks' market value, liquidity, analyst following and participation of institutional investors are mentioned in the literature as central goals of Investor Relations programs. International studies have shown the relationship between characteristics of IR programs and the achievement of these goals. However, to the Brazilian context, research on investor relations mostly take the form of questionnaires and aim to evaluate the structure and value of IR in the perception of IR professionals and the market. Little is actually known about the effects of IR on the behavior of the stocks of Brazilian companies. Therefore, the aim of this study is to verify if the organization and activities of investor relations are actually determinants of stock appreciation, stock liquidity, analyst following and institutional ownership for Brazilian companies. The results show that the characteristics of the IR department have indirect effect on the liquidity of the stocks through the expansion of analyst coverage and institutional ownership. The number of employees working in the IR department emerged as important determinant of both analyst following and institutional ownership. The quality of investor relations program and the fact that the company has an exclusive director of IR emerged as important explanatory factors of analyst following. The main contribution of this paper is to analyze an issue so far neglected by the Brazilian academic literature, but which may have important implications for one of the vital activities of the companies: their relationship with investors.

Keywords: *investor relations; stock appreciation; stock liquidity; analyst coverage; institutional investors.*

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – O fluxo de informações de RI	25
Figura 2 – Círculo de Influência do RI	26
Gráfico 1 – Distribuição das empresas da amostra por tamanho	58
Gráfico 2 – Distribuição das empresas da amostra por participação no Ibovespa	59
Gráfico 3 – Distribuição das empresas da amostra por cargos ocupados pelo diretor de RI	60
Gráfico 4 – Detecção de <i>outliers</i>	78

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo das variáveis	51
Tabela 2 – Número de empresas com informações disponíveis por variável	55
Tabela 3 – Estatísticas descritivas da amostra	56
Tabela 4 – Divisão das empresas da amostra por setores	57
Tabela 5 – Cargos dos diretores de RI e características dos diretores e dos departamentos de RI	61
Tabela 6 – Características do departamento de RI pelo tamanho da empresa	61
Tabela 7 – Características do departamento de RI pelo segmento de listagem	62
Tabela 8 – Correlação de Pearson	63
Tabela 9 – Regressão 1 utilizando o método <i>enter</i> e variável dependente MKTP	65
Tabela 10 – Regressão 1 utilizando o método <i>stepwise</i> e variável dependente MKTPL	67
Tabela 11 – Regressão 2 utilizando o método <i>enter</i> e variável dependente LIQ	69
Tabela 12 – Regressão 2 utilizando o método <i>stepwise</i> e variável dependente LIQ	70
Tabela 13 – Regressão 3 utilizando o método <i>enter</i> e variável dependente ANA	73
Tabela 14 – Regressão 3 utilizando o método <i>stepwise</i> e variável dependente ANA	74
Tabela 15 – Regressão 4 utilizando o método <i>enter</i> e variável dependente INST	76
Tabela 16 – Regressão 4 utilizando o método <i>stepwise</i> e variável dependente INST	77
Tabela 17 – Regressões para a amostra sem <i>outliers</i> utilizando o método <i>enter</i>	81
Tabela 18 – Regressões para a amostra sem <i>outliers</i> utilizando o método <i>stepwise</i>	82

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	14
1 DEFINIÇÃO DE PESQUISA	16
1.1 PROBLEMA.....	16
1.2 JUSTIFICATIVA.....	17
1.3 OBJETIVOS.....	19
1.3.1 Objetivo geral	19
1.3.2 Objetivos Específicos	19
2 REFERENCIAL TEÓRICO	20
2.1 A TEORIA DA ECONOMIA DA INFORMAÇÃO E AS RELAÇÕES COM INVESTIDORES.....	20
2.2 TEORIA DO <i>DISCLOSURE</i>	23
2.3 A ATIVIDADE DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES.....	24
2.3.1 Os objetivos das relações com investidores	28
2.3.1.1 Valorização dos papéis.....	28
2.3.1.2 Liquidez dos papéis.....	30
2.3.1.3 Cobertura de analistas.....	31
2.3.1.4 Atração de investidores institucionais.....	32
2.4 DEPARTAMENTO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES.....	34
2.4.1 Profissionais de RI	38
2.4.2 As atividades de RI e o tempo	40
3 MÉTODO	43
3.1 FONTES DE DADOS.....	43
3.2 REGRESSÕES MULTIVARIADAS.....	44
3.2.1 Variáveis	44
3.2.1.1 Variáveis referentes aos objetivos de RI.....	45
3.2.1.2 Variáveis referentes ao departamento de RI.....	46
3.2.1.3 Variáveis referentes às características da empresa (variáveis de controle).....	48
3.2.2 Modelos de regressão	52
3.2.3 Hipóteses	53
3.3 ANÁLISE DOS DADOS.....	54
4 DESCRIÇÃO DA AMOSTRA	55

5	RESULTADOS	64
5.1	EXCLUSÃO DOS <i>OUTLIERS</i>	78
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	84
6.1	LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS	86
	REFERÊNCIAS.....	87

INTRODUÇÃO

Nas companhias de capital aberto brasileiras, o departamento de Relações com Investidores – RI – é responsável pela concepção e implantação da política de relacionamento e comunicação da empresa com os diversos agentes do mercado acionário. Segundo o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI, relações com investidores é: “[...] uma atividade estratégica de marketing corporativo que combina as disciplinas de finanças e comunicações, promovendo a disseminação de informações que possibilitem uma avaliação do desempenho atual e perspectivo da companhia”.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro nas últimas décadas, com vertiginoso aumento no número de companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo e na dispersão da base acionária das empresas, teve como consequência uma maior exigência a respeito da transparência das informações e da governança corporativa para as companhias abertas brasileiras. Neste processo, a área de RI ganhou relevância, tornando-se estratégica para as empresas. De acordo com a Bolsa de Valores de Londres (2010), a missão do RI não é apenas a de criar consciência e entendimento sobre a empresa na comunidade de investimentos, mas também a de ajudar as empresas a ganhar acesso ao capital e conquistar liquidez na avaliação justa das suas ações.

Estudos para o mercado de capitais internacional apontaram relação entre a política de *disclosure* das companhias e suas relações com investidores e a valorização das ações, sua liquidez em bolsa, cobertura de analistas e participação de investidores institucionais nas bases acionárias (LANG e LUNDHOLM, 1996; FRANCIS et al., 1997; HEALY, HUTTON e PALEPU, 1999; BUSHEE e NOE, 2000; HONG e HUANG, 2005; BUSHEE e MILLER, 2009; AGARWAL et. al, 2008; CHANG et. al, 2008). Entretanto, para o cenário brasileiro as pesquisas sobre relações com investidores em sua maioria tomam o formato de questionários e visam avaliar a estrutura e o valor das RI na percepção dos profissionais da área e do mercado (ROCHA e PROCIANOY, 2004; ALI, 2010). Pouco realmente se sabe sobre os efeitos das RI no comportamento das ações das empresas brasileiras.

O aumento do valor de mercado e da liquidez das ações e a expansão da cobertura de analistas e participação de investidores institucionais são apontados na literatura como metas centrais dos programas de RI (HOCKERTS e MOIR, 2004; IBRI, 2007; MAHONEY, 2007; TREIGER, 2009). O objetivo deste estudo é verificar se a estrutura e as atividades de relações com investidores são realmente fatores determinantes da valorização das ações, liquidez em

bolsa, cobertura de analistas e participação de investidores institucionais para as companhias abertas brasileiras.

Os resultados encontrados nesta pesquisa apontam que as características do departamento de RI tem impacto indireto na liquidez das ações, através da expansão da cobertura de analistas e número de investidores institucionais. O número de funcionários do departamento de RI apareceu como determinante importante tanto da cobertura de analistas quanto da participação de investidores institucionais. Já a qualidade das relações com investidores, tendo como *proxy* a indicação aos prêmios da IR Magazine em 2011, e o fato da empresa possuir um diretor exclusivo de RI apareceram como fatores explicativos importantes da cobertura de analistas.

A principal contribuição deste trabalho é a demonstrar quais características dos departamentos de RI impactam o comportamento das ações, auxiliando as empresas na gestão das suas RI. Se os investidores avaliarem a empresa como sem valor, os recursos se tornarão escassos para a empresa e esta terá dificuldades em financiar novos projetos através do mercado de capitais. É, portanto, essencial que as visões e preferências dos investidores sejam levadas em conta pelos principais gestores da organização. Para isto, é necessário que estes executivos tenham contato direto com os diversos agentes do mercado acionário através das atividades de relações com investidores.

O desenvolvimento deste trabalho tem a seguinte organização: na seção 1, são descritos o problema desta pesquisa, sua justificativa e seus objetivos; na seção 2, é apresentada uma revisão da literatura pertinente; na seção 3, é descrito o método utilizado na pesquisa; na seção 4, é analisada a amostra; na seção 5, são apresentados os resultados e, por fim, na seção 6, são feitas as considerações finais.

1 DEFINIÇÃO DE PESQUISA

1.1 PROBLEMA

Apesar da prática e da teoria sobre Relações com Investidores – RI – estarem atraindo cada vez mais a atenção em pesquisas acadêmicas, ainda se conhece muito pouco sobre as características dos departamentos de RI nas companhias brasileiras e seus impactos no comportamento das ações.

Diversos estudos internacionais examinaram como o *disclosure* e determinadas atividades de RI impactam atributos das ações das companhias, tais como: liquidez das ações, cobertura de analistas e participação de investidores institucionais nas bases acionárias das empresas (LANG e LUNDHOLM, 1996; FRANCIS et al., 1997; HEALY, HUTTON e PALEPU, 1999; BUSHEE e NOE, 2000; HONG e HUANG, 2005; BUSHEE e MILLER, 2009). Porém, no Brasil, a literatura sobre relações com investidores ainda é escassa. As pesquisas brasileiras possuem em sua maioria caráter exploratório e descrevem a área de RI e o seu valor na percepção de profissionais da área utilizando o método de questionários (ROCHA e PROCIANOY, 2004; MIGUEL, 2009; DEL LAMA, 2009; ALI, 2010). Pouco realmente se sabe sobre os efeitos das estruturas e atividades dos departamentos de relações com investidores no comportamento das ações no mercado brasileiro.

Através da prestação de informações, são objetivos centrais das RI: promover a valorização das ações e aumentar sua liquidez, enquanto expande a cobertura de analistas e constrói uma base acionária de investidores institucionais. Mas será que a estrutura e as atividades dos departamentos de RI são realmente fatores explicativos dos níveis de valorização, liquidez, cobertura de analistas e participação de investidores institucionais para as companhias brasileiras? Este estudo responde a estas indagações verificando a significância e o tipo das relações existentes entre as variáveis referentes à estrutura e atividades dos departamentos de RI, características da própria empresa e consecução dos objetivos de RI acima mencionados.

Conforme Brennan e Tamarowski (2000), embora as empresas façam investimentos significativos no relacionamento com investidores, existem poucos estudos sobre os programas de RI como um todo. Possuir um departamento de RI com mais funcionários, que possua um gerência de RI e um diretor que se dedique exclusivamente ao relacionamento com

investidores é custoso para as empresas. Da mesma forma, atividades como manter um *website* especializado de RI e organizar reuniões públicas com analistas, tomam tempo e recursos das companhias. Por exemplo, segundo estudo conduzido por Hong e Huang (2003), para empresas pequenas ou recém-listadas as atividades de RI chegam a exigir, aproximadamente, de 20 a 25% do tempo do presidente executivo e 50% do tempo do diretor financeiro.

Entretanto, a literatura carece de estudos que busquem mensurar os benefícios de possuir uma área de RI mais estruturada e que se engaja em mais atividades. As pesquisas tanto internacionais quanto nacionais ou não buscaram estabelecer relações entre as RI e o comportamento das ações ou o fizeram analisando apenas uma de suas características por vez. Este estudo engloba um número maior de características julgadas relevantes a respeito dos departamentos de RI e de suas atividades e as analisa simultaneamente para uma melhor compreensão dos efeitos dos programas de relações com investidores. É necessário avaliar estas relações para determinar se os custos que as empresas incorrem na organização das RI trazem benefícios para as companhias através de uma maior liquidez e valorização dos papéis, maior cobertura de analistas e maior número de investidores institucionais na carteira de acionistas. Ainda, por não se tratar de uma *survey*, este trabalho pôde contar com uma amostra de tamanho superior às demais pesquisas brasileiras consultadas, com 186 empresas fazendo parte deste estudo.

1.2 JUSTIFICATIVA

O departamento de RI e suas atividades aparecem como essenciais para as perspectivas de captação de recursos e investimento das empresas. Se os investidores avaliarem a empresa como sem valor, os recursos se tornarão escassos para a empresa e esta terá dificuldades em financiar novos projetos através do mercado de capitais. É, portanto, essencial que as visões e preferências dos investidores sejam levadas em conta pelos principais gestores da organização. Para isto, é necessário que estes executivos tenham contato direto com os diversos agentes do mercado acionário através das atividades de relações com investidores.

Para Dolphin (2004), as relações com investidores tornaram-se reconhecidas como uma ferramenta estratégica, na medida que as organizações perceberam a necessidade

crecente de serem entendidas pelos públicos chave que lhes fornecem capital. Conforme a Bolsa de Valores de Londres (2010), entrar em diálogo e desenvolver relacionamentos com a comunidade de investimentos para que seus participantes tornem-se cientes da empresa e de sua proposta de investimentos é geralmente visto como um exercício que vale a pena na tentativa de conquistar acesso ao capital eficiente e de baixo custo. Segundo Bandeira (2009):

A figura de um RI de peso é fundamental. Vamos partir do seguinte princípio. Uma empresa aberta, o produto que ela tem são suas ações. Daí deriva tudo. Então se as minhas ações não são boas eu não consigo captar recursos, eu não levanto dinheiro em banco, não consigo fazer investimento. O que eu mais posso vender é a imagem da empresa. A ponta avançada disso é o RI.

Daí a importância de se investigar como a organização e as atividades da área de RI impactam o comportamento das ações das companhias. As empresas, o mercado de capitais brasileiro e a academia se beneficiam ao conhecer mais sobre os departamentos responsáveis pelo relacionamento das companhias com o mercado acionário.

As conclusões deste trabalho são relevantes para os investidores e analistas, os quais avaliam a gerência e as informações corporativas, e para as áreas de relações com investidores, que auxiliam na criação e difusão das comunicações gerenciais. Identificar as principais características dos departamentos de RI e de suas atividades e como estas se relacionam com as características do comportamento de suas ações, facilitará o reconhecimento de padrões, orientando as companhias no planejamento dos seus programas de relacionamento com o mercado de capitais.

Este estudo contribuirá também para o desenvolvimento da emergente literatura sobre relações com investidores. Conforme Laskin (2009), as pesquisas publicadas sobre RI raramente se concentram nas relações com investidores em si e nos seus profissionais. As análises frequentemente são substituídas por exposições sobre “como fazer”, no formato de manuais. Cabe lembrar também que, sendo uma função ainda recente no Brasil, atualmente a literatura brasileira sobre relações com investidores é bastante escassa, justificando o desenvolvimento desta pesquisa.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo geral

Obter uma melhor compreensão dos efeitos das estruturas e atividades dos departamentos de RI no Brasil no comportamento das ações.

1.3.2 Objetivos Específicos

- a) Conhecer as características dos departamentos de RI das companhias abertas brasileiras, tais como: número de funcionários, indicações a prêmios de qualidade, existência de uma gerência de RI, cargos e experiência do diretor de RI, número de reuniões Apimec realizadas e *website* de RI;
- b) Determinar a significância e o tipo das relações existentes entre as características: dos departamentos, das empresas e do comportamento das ações;
- c) Verificar se a estrutura e atividades dos departamentos de RI são fatores explicativos da liquidez, valorização das ações, cobertura de analistas e participação de investidores institucionais para as companhias brasileiras;

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A fundamentação teórica consiste, primeiramente, de uma breve revisão das teorias da Economia da Informação e do *Disclosure*. Após, é realizada uma descrição da atividade de Relações com Investidores. Por fim, são analisadas as estruturas e atividades dos departamentos de RI nas companhias a luz da literatura existente.

2.1 A TEORIA DA ECONOMIA DA INFORMAÇÃO E AS RELAÇÕES COM INVESTIDORES

Segundo Milgrom (1981), a Economia da Informação é o estudo de situações nas quais diferentes agentes econômicos tem acesso a informações diferentes. Conforme Stiglitz (2000), no campo da economia, talvez a mais importante ruptura com o passado está na teoria da Economia da Informação. Ainda de acordo com o autor, é hoje reconhecido que a informação nos mercados é imperfeita, a obtenção de informação pode ser cara, existem assimetrias de informação importantes e a extensão das assimetrias de informação é afetada pelas ações das firmas e dos indivíduos.

A assimetria de informação é uma característica não só das interações de mercado, mas das interações sociais como um todo e acontece quando uma das partes conhece um fato relevante que a outra parte desconhece. Relações contratuais entre indivíduos em um contexto de assimetria de informação podem dar origem aos chamados problemas de agência.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), o problema da agência tem origem na separação entre propriedade e gestão, onde surgem conflitos de interesses em um contexto de assimetria de informação. Ou seja, é difícil para o principal (acionista) monitorar o comportamento dos agentes (gestores). Surge então um problema de risco moral (*moral hazard*), onde o agente pode agir de modo não apropriado ou não aprovado pelo principal, fazendo com que este último incorra em perdas e custos de monitoração.

Os agentes podem ter interesses que divergem daqueles do principal, como minimização do esforço, maximização da segurança do emprego, aumento de reputação, consumo de mordomias, entre outros. Neste cenário, os mecanismos de governança corporativa surgem para reduzir os problemas de agente-principal.

Arrow (1985) distingue dois tipos de problemas de agência: (i) problemas de ação oculta, chamados também de *moral hazard*; e (ii) problemas de informação oculta, chamados de seleção adversa. As atividades de RI podem auxiliar a companhia a mitigar tanto os problemas de assimetria de informação advindos de situações de *moral hazard*, onde acionistas não podem verificar o nível de esforço aplicado pelos gestores, quanto de situações de seleção adversa, onde os investidores não conseguem distinguir empresas de boa qualidade das empresas de má qualidade, atribuindo um valor médio para suas ações. O relacionamento da companhia com os analistas de ações e a mídia especializada é de responsabilidade do departamento de RI e auxilia na redução do problema de seleção adversa no mercado financeiro, já que os analistas e a imprensa promovem uma maior disseminação das informações corporativas. Tendo um melhor e maior acesso às informações, investidores conseguem com mais facilidade distinguir a qualidade das empresas, atribuindo um valor adequado às diferentes ações.

Os mecanismos de governança corporativa, por sua vez, surgem para reduzir os problemas de *moral hazard*. A oferta de transparência (*disclosure*) das informações corporativas é parte importante do melhor processo de governança corporativa e da obtenção do valor justo para os ativos negociados. A governança corporativa pode ser descrita como um conjunto de regras e padrões que regulam a maneira como uma organização é administrada, com o objetivo de tornar a sua gestão o mais transparente possível perante seus acionistas, clientes, credores, fornecedores, funcionários e instituições reguladoras.

O papel do RI e sua atuação são fundamentais para execução das boas práticas de governança corporativa acima citadas, pois o departamento de relações com investidores é o responsável pela comunicação da companhia com o mercado de capitais. Uma das principais obrigações do departamento é de respeitar e assegurar o tratamento igualitário de todos os seus acionistas. As informações relevantes precisam ser divulgadas de forma homogênea e transparente a todos os detentores de ações.

Alguns exemplos de mecanismos de governança são o Conselho de Administração e o sistema de remuneração dos executivos. É importante que além da companhia implantar tais mecanismos de controle interno ela também divulgue, por exemplo, a composição do Conselho e sua relação com a companhia e também detalhes sobre o sistema de remuneração adotado. É aí que o RI entra promovendo a disseminação destas informações. Desta forma, o público externo à companhia terá condições de avaliar tais mecanismos de governança e sua eficácia na redução do problema agente-principal.

O trabalho a ser desenvolvido pelo RI encontra-se desta maneira intimamente ligado tanto ao desempenho financeiro da companhia, através de suas oportunidades de captação, quanto a sua reputação corporativa, a qual é fruto do nível de governança presente nas práticas de empresa perante todos seus *stakeholders*. Segundo Ali (2010, p.4):

O RI se encontra dentro da questão do custo de agência e da assimetria de informações, uma vez que atua como retroalimentador entre empresa e mercado, auxiliando ainda no monitoramento da administração por meio da concessão de informações ao mercado.

O departamento de relações com investidores também tem papel importante, não só na divulgação propriamente dita da informação corporativa, como na explicação destas informações para o mercado. O contato freqüente entre os profissionais de RI e analistas e investidores visa melhorar o entendimento das operações da empresa pelo mercado acionário. Conforme Iudícibus (2004, p. 124):

[...] não se pode esperar e seria tolice pensar que boas decisões de investimento pudessem emanar de um leitor com vagas noções de Contabilidade e de negócios. A interpretação dos demonstrativos contábeis é tarefa única e exclusivamente reservada aos experts em Contabilidade e Finanças, que deveriam ser os intermediários entre as empresas e os donos de recursos, assessorando estes últimos nas análises.

Desta forma, o departamento de RI trabalha para tornar a informação clara tanto para os próprios investidores como para os analistas de mercado e para a mídia especializada, pois estes últimos prestam serviços aos investidores disseminando e analisando as informações corporativas.

Apenas disponibilizar a informação às vezes não é suficiente, por isso o departamento de RI encontra-se constantemente engajado na organização de reuniões e eventos para os agentes do mercado. Nestes encontros, o RI exerce uma função muito importante de tornar claro o que os indicadores contábeis e financeiros significam em termos de oportunidades de crescimento e investimento.

Também é papel do RI determinar quais informações são relevantes para os diferentes públicos do departamento. Nem sempre mais é melhor. Conforme Godoy e Costa (2007, p. 154): “uma quantidade excessivamente grande ou demasiadamente pequena de informações não permite a avaliação precisa de tendências por parte de quem interpreta as demonstrações.” Portanto, o departamento de RI também é responsável por filtrar as informações corporativas relevantes, auxiliando o departamento contábil na determinação do método e dos itens a serem incluídos nos demonstrativos.

Desta forma, pode-se dizer que o RI tem as funções de divulgar as informações corporativas, respeitar a igualdade de todos os investidores no recebimento destas

informações e explicar como estas informações traduzem-se em perspectivas para a companhia, filtrando as informações relevantes para os investidores.

Os resultados de Agarwal et. al (2008) são consistentes com as previsões da teoria da agência, que propõem que as melhores comunicações corporativas reduzem o risco de informação ou problemas de agência causados pela informação assimétrica. Os achados dos autores indicam que as empresas nomeadas com prêmios de qualidade de RI experimentaram um aumento na liquidez das ações e um menor custo de capital próprio.

2.2 TEORIA DO *DISCLOSURE*

A presença de assimetria informacional entre gestores e acionistas cria a demanda por divulgação e transparência das informações corporativas. Conforme Verrecchia (2001), não existe uma teoria única e exaustiva sobre *disclosure*, pois este como um tópico envolve as literaturas de contabilidade, finanças e economia, apropriando para si características destas três correntes. Como um primeiro passo em direção a uma unificação da teoria, Verrecchia (2001) categoriza as pesquisas sobre *disclosure* em três modelos:

- a) Divulgação baseada em associação: busca examinar a relação e os efeitos dos *disclosure* nos agentes do mercado de capitais;
- b) Divulgação baseada em eficiência: visa analisar se existem arranjos eficientes no *disclosure* que seriam preferidos incondicionalmente;
- c) Divulgação baseada em julgamento: analisa a discricionariedade que os gestores exercem com relação às decisões de *disclosure*.

Segundo Leuz e Verrecchia (2000), a teoria econômica sugere que o compromisso de uma empresa com o aumento dos níveis de divulgação deve reduzir o componente referente à assimetria de informação no custo de capital da empresa. Ainda de acordo com os autores, um breve esboço do modelo econômico por trás dos impactos do aumento do *disclosure* (em quantidade ou qualidade) no custos de capital das empresas é o seguinte: i) as assimetrias de informação geram custos através da introdução de seleção adversa em transações entre compradores e vendedores de ações, e a seleção adversa é tipicamente manifestada em níveis reduzidos de liquidez para as ações das firmas; ii) para superar a relutância de potenciais investidores em comprar ações em mercados sem liquidez, as empresas devem emitir ações

com um desconto no preço; iii) este desconto resulta em custos mais elevados de capital; iv) um compromisso com o aumento dos níveis de *disclosure* reduz a possibilidade de assimetrias de informação, quer entre a empresa e seus acionistas, ou entre potenciais compradores e vendedores das ações da companhia; v) o aumento do *disclosure*, por sua vez, reduz o desconto pelo qual as ações das firmas são vendidas, e portanto, reduz os custos de emissão de capital e aumenta a liquidez.

O departamento de relações com investidores, por ser legalmente responsável pela divulgação das informações corporativas, é o órgão nas companhias que operacionaliza a redução da assimetria informacional através da promoção do *disclosure*. Uma melhor prestação de serviços pelo departamento de RI teria como resultado, então, um maior e melhor *disclosure*. Este, por sua vez, ocasionaria uma redução na assimetria informacional, aumentando o preço das ações e a sua liquidez em bolsa.

2.3 A ATIVIDADE DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES

Segundo o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI, relações com investidores é: “[...] uma atividade estratégica de marketing corporativo que combina as disciplinas de finanças e comunicações, promovendo a disseminação de informações que possibilitem uma avaliação do desempenho atual e perspectivo da companhia”. De acordo com Mahoney (2007), a principal atribuição das relações com investidores é manter um fluxo contínuo de informações de qualidade entre a empresa e o mercado de investimentos.

Conforme Treiger (2009), a atividade de relações com investidores iniciou-se no Brasil em meados da década de 1990, ainda de forma embrionária e em poucas empresas, com o objetivo de cumprir exigências meramente legais. Nesta época, os departamentos de RI eram subordinados a outras áreas das organizações, tinham o nome de “Relações com o Mercado” e suas atividades eram exercidas, de forma esporádica, pelo diretor financeiro.

Do ponto de vista normativo, a Instrução CVM número 202, de 6 de dezembro de 1993, com redação dada pela Instrução CVM número 309, de 10 de junho de 1999, estabelece a necessidade e as responsabilidades do diretor de relações com investidores:

Para a companhia ser registrada na CVM, o estatuto social ou o Conselho de Administração deve atribuir a um diretor a função de relações com investidores, que poderá ou não ser exercida cumulativamente a outras atribuições executivas. O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de informações ao

público investidor, à CVM e, caso a companhia tenha registro em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, a essas entidades, bem como manter atualizado o registro de companhia.

Porém, a importância do RI vai muito além da existência legal de um diretor que se responsabilize pela distribuição de informações ao mercado. Como se pode verificar na figura 1, o RI é o porta-voz da empresa no mercado e do mercado na empresa.

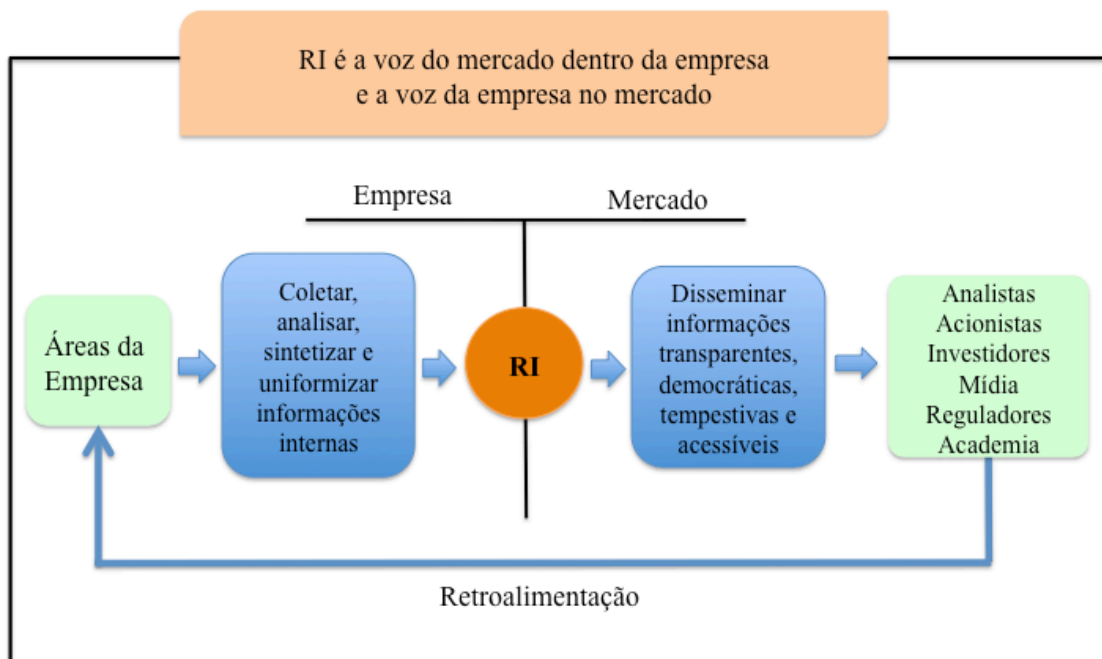


Figura 1 – O fluxo de informações de RI

Fonte: Guia IBRI-Bovespa de Relações com Investidores (2007, p.18).

Segundo Treiger (2009), as principais responsabilidades da área de RI são:

- a) Atuação como porta-voz da companhia na comunicação com o mercado e com a imprensa econômica;
- b) Relacionamento com os órgãos reguladores, entidades e instituições do mercado, bolsas de valores e mercados de balcão;
- c) Ampliação da base acionária;
- d) Avaliação contínua das respostas do mercado à atuação da companhia e promoção de reflexões internas com outras áreas da empresa;
- e) Contribuição para definir a estratégia corporativa e idéias que agreguem valor;
- f) Desenvolvimento da cultura de companhia aberta junto ao público interno;
- g) Integração do programa de comunicação entre as diversas áreas da empresa;
- h) Planejamento e execução da divulgação de informações obrigatórias e voluntárias;
- i) Acompanhamento das avaliações e análises feitas sobre a companhia, bem como das condições de negociação dos valores mobiliários da empresa;

- j) Coordenação e acompanhamento dos serviços aos acionistas e respectivas assembleias; e
- k) Realização de reuniões públicas e individuais com analistas de investimento, acionistas e investidores potenciais.

Através destas diversas atribuições de RI, observa-se a abrangência multidisciplinar e a importância destas atividades para a companhia. Conforme Reiter (2009), a área de relações com investidores, cada vez mais, se caracteriza como importante órgão integrador da empresa com seu ambiente externo, validando a estratégia empresarial através de seu relacionamento com os diversos agentes do mercado.

Para Bushee e Miller (2009), o papel do RI deve ser o de criar um círculo de influência, aumentando a visibilidade da empresa através do relacionamento com analistas, mídia e investidores. De acordo com a Bolsa de Valores de Londres (2010), a missão do RI não é apenas a de criar consciência e entendimento sobre a empresa na comunidade de investimentos, mas também a de ajudar as empresas a ganhar acesso ao capital e conquistar liquidez na avaliação justa das suas ações, conforme pode-se observar na figura 2 a seguir.

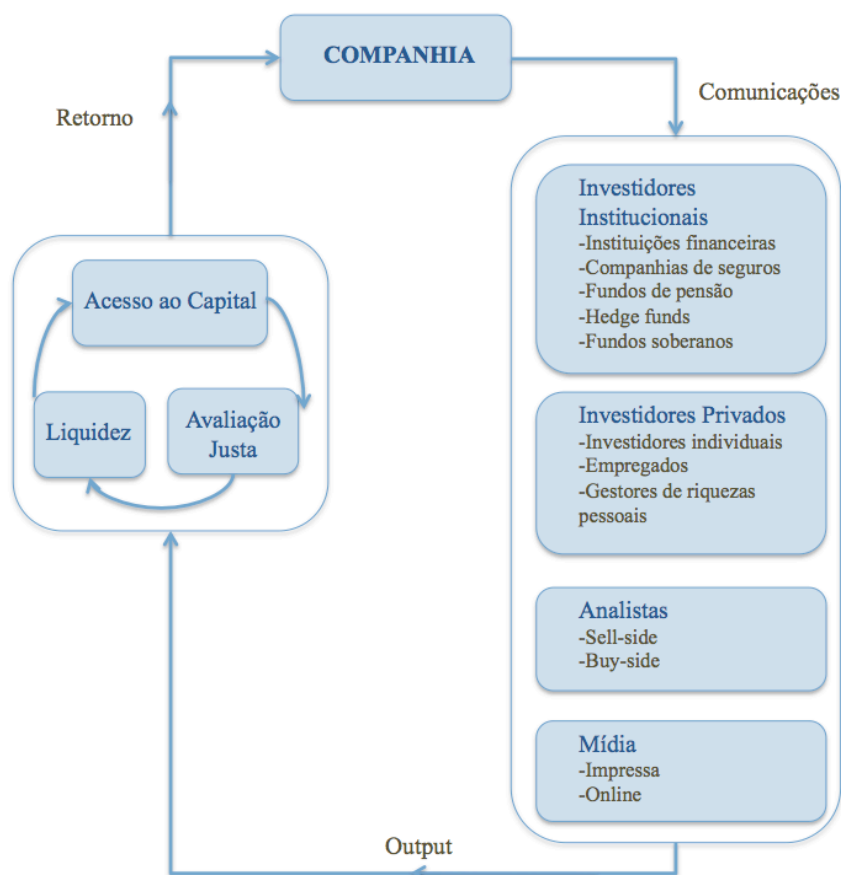


Figura 2 – Círculo de influência do RI
Adaptado de Bolsa de Valores de Londres (2010, p.9)

De acordo com Falcão e Stefano (2007), os relacionamentos com os investidores, analistas e mídia são baseados na confiança, principal ativo das relações com investidores. A responsabilidade do RI é assegurar que esta confiança seja desenvolvida e fortalecida, aumentando o padrão de reputação corporativa da companhia e, conseqüentemente, o seu valor. O RI e a empresa que satisfizerem as necessidades dos seus investidores alcançarão a excelência nos relacionamentos (FALCÃO e STEFANO, 2007).

As relações com investidores são desta forma parte importante da estrutura de geração de valor de uma empresa. De acordo com Mahoney (2007), o RI executa o papel de assessor da equipe executiva da empresa, fornecendo informações de como o mercado avalia a empresa e auxiliando a cúpula administrativa a formular estratégias em um contexto de melhor geração de valor para o acionista.

Conforme Wong (2009), uma maior abertura e compreensão dos investidores por parte da gerência pode trazer benefícios substanciais para as companhias, incluindo uma maior flexibilidade na estruturação de seus conselhos, menos angústia sobre a remuneração e uma maior aceitação de outras medidas relacionadas com a governança corporativa (incluindo desvios das melhores práticas estabelecidas). Melhor comunicação reforçará também o apoio dos investidores em tempos turbulentos, protegendo a empresa contra o ativismo dos acionistas.

É o diretor de RI que, na maioria dos casos, utiliza o contato no dia-a-dia com os investidores para entender suas preocupações e gerenciar suas expectativas sobre o desempenho da companhia. Enquanto o diretor financeiro e o presidente executivo geralmente fazem apresentações em grandes reuniões com analistas e teleconferências, o diretor de RI conduz reuniões *one-on-one* com analistas e gerentes de fundos, incluindo os diretores de investimento de grandes fundos públicos (THOMPSON, 1996).

Como se pode constatar, as atividades que permeiam o exercício da função de RI são diversas e demandam bastante tempo e reflexão por parte dos profissionais de RI. Não basta apenas executar as diversas atribuições diárias. Para que a função de RI de fato seja estratégica para as companhias como mencionado, é imperativo que os altos executivos reflitam não apenas sobre como a companhia divulgará suas informações, mas também de que forma as demandas e as informações provenientes do contato com os investidores nortearão as decisões futuras da empresa. Nesse cenário, as características da estrutura do departamento, como existência de uma gerência de RI e de um diretor de RI exclusivo, aparecem como importantes para uma melhor execução e reflexão sobre as atividades de relacionamento com investidores.

2.3.1 Os objetivos das relações com investidores

Conforme Hockerts e Moir (2004), o papel das RI é o de garantir que o patrimônio das empresas está sendo avaliado a um preço justo e, portanto, a eficácia das relações com os investidores pode ser considerada em grande parte a partir da perspectiva dos analistas de mercado e do comportamento dos preços das ações.

Os achados de Chang et. al (2008) para companhias abertas australianas mostram que firmas com programas menos extensivos de RI, analisados através de seus *websites* de RI, eram caracterizadas como tendo também menor cobertura de analistas, menor participação de investidores institucionais na base acionária, menores retornos nos preços das ações, menor volume de negociação de seus papéis e menor valor de mercado.

De acordo com Treiger (2009, p.11), são exemplos de metas quantitativas das RI: o aumento do número de analistas cobrindo a empresa, o aumento da liquidez dos papéis, o aumento no número de investidores institucionais, entre outros. Nesta subseção, são analisados estes objetivos da gestão de RI a luz da literatura existente.

2.3.1.1 Valorização dos papéis

Conforme Fama (1991), o preço da ação em um mercado de capitais eficiente, é ajustado assim que informações relevantes tornam-se publicamente disponíveis. Fama (1970) prevê três formas de eficiência: fraca, semiforte e forte. Na forma fraca, os preços incorporam completamente as informações contidas nas cotações históricas. Na forma semiforte, os preços também se ajustam às informações obviamente públicas, como divulgações de resultados. Já na forma de eficiência forte, os preços das ações no mercado refletem todas as informações existentes no mercado, sejam elas históricas, públicas ou privadas. Considerando que a eficácia do departamento de relações com investidores está relacionada às perspectivas de captação de recursos da empresa, pode-se pensar que o mercado reconhece as informações referentes à qualidade do RI com preços de ações mais elevados.

Treiger (2009) afirma que a função de relações com investidores é parte estratégica da alta administração e tem como principal objetivo amplificar a credibilidade da companhia, impactando positivamente em seu valor de mercado e reduzindo seus custos de capital. A

atividade de RI pode contribuir para a justa precificação do valor de mercado da companhia enquanto reduz seus custos para obter recursos no mercado de capitais, o que em última instância transforma a empresa em um *player* muito mais competitivo.

De acordo com Bragg (2010), o objetivo principal da função de relações com investidores é maximizar o valor de mercado da companhia, porém os profissionais de RI devem direcionar atenção especial aos objetivos que suportam um maior valor de mercado. Tais objetivos são os seguintes: alterar a percepção da companhia pelos agentes do mercado acionário, aumentar a cobertura de analistas e gerir o relacionamento com os atuais investidores.

Os retornos esperados das ações dependem de outros fatores que não apenas o risco de mercado e incluem os custos da informação incompleta (KAROLYI, 2001). Sendo assim, as relações com investidores, através da disseminação de informações corporativas, podem aumentar a visibilidade da empresa no mercado e reduzir descontos resultantes dos custos de informação incompleta, influenciando o preço das ações.

Conforme Brown e Hillegeist (2007), o quociente *market-to-book*, representado pela razão entre o valor de mercado das ações e o patrimônio líquido, aumenta com os ativos intangíveis não registrados e com a quantidade de oportunidades de crescimento. Os resultados de Bushee e Miller (2009) apontaram aumentos na valorização das ações, utilizando como *proxy* o quociente *market-to-book*, para empresas norte-americanas que expandiram seus programas de RI entre 1998 e 2004. Bushee, Jung e Miller (2011) encontraram relação significativa e negativa entre o quociente *book-to-market* e o fato da empresa ter participado de conferências com analistas e investidores no período de 1999 a 2007. O resultado dos autores sugere que as empresas mais valorizadas são mais propensas a participar destes encontros com os agentes do mercado de capitais. Os resultados de Frankel, Johnson e Skinner (1999) e Tasker (1998) sugerem que empresas que realizam teleconferências voluntárias com analistas e investidores tendem a ter quocientes *market-to-book* relativamente altos.

Desta forma, é coerente pensar que as melhores relações com investidores possam influenciar os quocientes de valorização das ações, pela redução dos descontos referentes a informação incompleta e pela solidificação das relações com analistas e investidores, que podem ser consideradas ativos intangíveis. Deephouse e Wiseman (2000) afirmam que assim como o relacionamento com clientes, fornecedores e consumidores, as relações com os investidores e a reputação da empresa constituem recursos intangíveis, os quais são capazes

de aumentar a habilidade da empresa de superar seus concorrentes em termos de criação de valor de longo prazo.

2.3.1.2 Liquidez dos papéis

Uma forma através da qual as relações com investidores podem diminuir a volatilidade nos preços das ações, além de diminuindo a incerteza através da disseminação da informação e diversificando a carteira de acionistas, é promovendo o aumento da liquidez dos papéis. Conforme Stewart (2007), a elevação da liquidez é um dos meios para diminuir a volatilidade, pois enquanto alguns investidores querem sair da ação, há provavelmente outros com dinheiro na mão esperando para iniciar suas posições. O objetivo é ter liquidez suficiente para que compradores e vendedores possam se encontrar.

De acordo com Amihud e Mendelson (2012), as ações de uma empresa podem ser consideradas líquidas na medida em que podem ser negociadas de forma rápida e com baixo custo. Ainda segundo os autores, incrementos na liquidez das ações podem reduzir o custo de capital da companhia e aumentar seu valor de mercado. O raciocínio é o seguinte: a compra e venda de ações impõem custos da falta de liquidez aos investidores e estes demandarão compensações para arcar com estes custos requerendo retornos mais altos, o que acarreta em um desconto nos preços das ações. Na negociação de ações pouco líquidas, a parte que inicia a transação muitas vezes precisa fazer uma concessão no preço que desejaria negociar – um prêmio na compra ou um desconto na venda – para conseguir efetuar a transação.

Para Amihud e Mendelson (2012), o custo da falta de liquidez aumenta com o nível de assimetria de informação. Quanto maior a assimetria entre as partes envolvidas na transação, maior o risco da parte que está iniciando a negociação tirar vantagem de sua contraparte, e maior a compensação exigida pela contraparte para realizar o negócio. Desta forma, as relações com investidores, através da divulgação de informações e atração de investidores, podem aumentar a liquidez das ações, reduzindo os custos associados a falta de liquidez e aumentando o valor de mercado da companhia.

Os resultados de Lang, Lins e Maffet (2010) sugerem que a liquidez é um canal importante através do qual a transparência das informações corporativas afeta a avaliação da firma e o custo de capital próprio. Os autores analisaram uma amostra de 97.799 firma-ano observações em 46 países e encontraram resultados indicando que a transparência está

associada a uma maior liquidez dos papéis e a maior liquidez se associa a uma maior valorização das ações.

Segundo a Bolsa de Valores de Londres (2010), um dos resultados que as empresas esperam de suas relações com investidores é atrair liquidez – frequência de negociação para suas ações. Explicar a empresa para a comunidade de investimentos em uma base contínua pode ajudar a criar uma maior consciência sobre a empresa. Programas efetivos de RI estão relacionados a aumentos no volume e na liquidez os ativos negociados (HEALY, HUTTON e PALEPU, 1999; HONG e HUANG, 2005). As relações com investidores podem aumentar a visibilidade, a atenção, o conhecimento e a demanda pelas ações e, conseqüentemente, aumentar a liquidez dos papéis da companhia. Lang e Lundholm (1996) e Francis et al. (1997) relatam que a maior liquidez para ações de empresas com melhores relações com investidores pode ser atribuída à maior cobertura de analistas de mercado promovida pelas atividades de RI.

2.3.1.3 Cobertura de analistas

Conforme Treiger (2009, p. 37): “os analistas buscam oportunidades de investimento e preparam, continuamente, relatórios de recomendação de compra, manutenção ou venda das ações de empresas de capital aberto”. Os relatórios dos analistas são disponibilizados para seus clientes: investidores institucionais e individuais. Os analistas trabalham principalmente para corretoras de valores e bancos, chamados de *sell side*. O *sell side* é quem recebe e executa as ordens de compra e venda de ações dos investidores.

Os analistas ajudam a companhia na disseminação de suas informações corporativas e aumentam a visibilidade da empresa no mercado. A cobertura de analistas pode tanto auxiliar na correta precificação das ações das empresas como no aumento da liquidez dos papéis. Segundo os resultados de Brennan e Subrahmanyam (1995) e de Roulstone (2003), o número de analistas cobrindo a empresa está positivamente relacionado com a liquidez das ações. Roulstone (2003) também observou que, em companhias onde a cobertura de analistas mudou ao longo do tempo, o aumento na cobertura precedeu o aumento na liquidez, sugerindo uma relação de causalidade.

Desta forma, um dos principais objetivos de RI concentra-se na atração de analistas de *sell side*, aumentando o número de relatórios sendo divulgados sobre a empresa. Segundo

resultados de Ali (2010), os profissionais de RI classificam o número de casas cobrindo a empresa como a principal forma de mensurar os efeitos do trabalho de RI.

Segundo Arya e Mittendorf (2007), para acompanhar uma empresa, primeiramente, o analista se assegura de que a recomendação que realizará no relatório (de compra, venda ou neutra) tem uma probabilidade baixa o suficiente de erro de previsão. O melhor relacionamento e abertura da empresa com seus investidores e analistas aprimora a precisão das projeções de analistas e, portanto, ajuda a atrair a cobertura de analistas.

Bhushan (1989) constatou que o nível de cobertura de analistas para uma empresa associa-se positivamente com a variabilidade dos retornos dos papéis, com a correlação entre o retorno das ações da companhia e retorno de mercado e com o tamanho da empresa. O autor encontrou ainda uma associação negativa com a participação de acionistas majoritários e com a diversificação industrial. A classe industrial da empresa também foi significativa.

Conforme os resultados de Bushee e Miller (2009), firmas que aumentaram suas atividades de RI (utilizando como *proxy* a contratação de serviços terceirizados de RI) também exibiram aumentos no *disclosure*, participação de investidores institucionais e cobertura de analistas e da mídia.

O fato do nível de cobertura de analistas se relacionar com diversos fatores importantes para as empresas, como a liquidez e a precificação de seus papéis, torna interessante a inclusão de uma variável de cobertura de analistas quando se busca analisar os efeitos das relações com investidores.

2.3.1.4 Atração de investidores institucionais

Conforme Amihud e Mendelson (2012), a liquidez das ações das companhias podem ser melhorada aumentando a sua base de investidores. De acordo com Treiger (2009), os investidores institucionais constituem o público prioritário e especial de RI. Os investidores institucionais são basicamente os analistas e gestores de fundos de investimentos, fundos de pensão, seguradoras, *hedge funds*, administradores de carteiras e bancos. São, portanto, profissionais que atuam na ponta compradora, administrando recursos que, geralmente, não os pertencem.

Segundo Rao (1997), há um incentivo cada vez maior para que os gestores criem departamentos de relações com investidores voltados para prover os investidores

institucionais com a informação de que necessitam e para ganhar a sua aprovação. Healy, Hutton e Palepu (1999) argumentam que um dos benefícios de uma melhor divulgação das informações corporativas é a atração de investidores institucionais. Os resultados de Bushee e Noe (2000) indicam que firmas com melhor *disclosure* das informações corporativas apresentam maior participação de investidores institucionais em sua base acionária. Os resultados do *survey* de Laskin (2009) com empresas norte-americanas indicam que o público mais importante para os departamentos de RI são os investidores institucionais, seguidos pelos analistas de mercado.

Conforme Bushee (2004), investidores institucionais, como um grupo, são mais propensos a enxergar além dos óbvios resultados financeiros, entendendo os direcionadores de valor que estão além dos lucros reportados. Para isto, porém, estes investidores exigem mais tempo e atenção da gerência para a obtenção de informações mais detalhadas sobre a empresa. Conforme Treiger (2009), investidores institucionais necessitam de um fluxo de informações contínuo e abrangente para alimentar os modelos matemáticos que os auxiliam em suas análises decisórias.

Diversos estudos relacionam características das firmas com a participação de investidores institucionais, encontrando evidências que investidores institucionais preferem empresas maiores e participantes de índices de mercado (O'BRIEN e BHUSHAN, 1990; FALKENSTEIN, 1996; BUSHEE, 2001; GOMPERS e METRICK, 2001).

Os achados de Chang et. al (2008) para companhias abertas australianas indicam que firmas com maior participação de investidores institucionais são mais propensas a investir tempo e recursos significativos para desenvolver suas relações com investidores. Conforme os resultados de Bushee e Miller (2009), firmas que investiram no aumento das atividades de RI além de aumentarem a participação de investidores institucionais na sua base acionária, também experienciaram uma mudança na composição de sua carteira de investidores institucionais, com aumento de investidores mais distantes geograficamente da companhia.

Desta forma, é coerente pensar que companhias com melhores programas de RI possuam mais investidores institucionais, tornando importante a inclusão de uma variável referente à participação de investidores institucionais na carteira de acionistas da empresa quando se analisa o exercício da função de RI.

2.4 DEPARTAMENTO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES

De acordo com Schoonraad, Grobler e Gouws (2005), o gerenciamento e a organização das relações com investidores dentro das organizações é um assunto de debate contínuo. Para Rocha e Procianoy (2004), independente do cargo que ocupe, o executivo responsável pelas relações com investidores deve ter acesso direto à presidência e diretorias e conhecer bem as operações da empresa.

Conforme Marston (1996), profissionais de diversos graus de senioridade podem deter a responsabilidade pelas relações com investidores, mas é recomendável que diretores estejam envolvidos na gestão e execução do programa. Para Regester (1990), a nomeação de um membro do Conselho de Administração - ou, pelo menos, um executivo sênior - para o papel de relações com investidores é ideal do ponto de vista do investidor, dado o valor estratégico desta função para a empresa.

Os achados de Marston (2004) indicam que a maioria (90%) das 189 empresas européias participantes de sua pesquisa possuía um executivo exclusivo de RI. A autora alega ainda que no início do desenvolvimento das relações com investidores, muitas vezes as atividades de RI eram realizadas pelo diretor financeiro, como parte de suas funções. No Reino Unido, em 1991, apenas 19,5% das 500 maiores empresas tinham um executivo exclusivo de relações com investidores (MARSTON, 1993).

Conforme resultados de Rocha e Procianoy (2004) em pesquisa realizada com 65 empresas brasileiras em 2001, a maioria dos departamentos estava subordinada ao diretor financeiro (38,5%) seguida daqueles subordinados ao presidente (35,4%). Os resultados do *survey* conduzido por Ali (2010) indicam que, na percepção dos profissionais de RI, é importante que a área esteja subordinada ao presidente executivo e que sua estratégia seja traçada na Diretoria Executiva. Segundo Geraldo Soares, presidente executivo do IBRI, em depoimento presente na publicação “O Estado da Arte das Relações com Investidores no Brasil” do IBRI (2008):

Se pensarmos em termos internacionais, hoje um diretor de RI nos Estados Unidos ou na Inglaterra desempenha apenas essa função, não acumula outros cargos. No Brasil, a profissão vem crescendo numa velocidade muito grande. [...] Se olharmos a grande tendência mundial, temos o diretor de RI desempenhando exclusivamente essa função. No Brasil, já temos as áreas de RI, mas não o diretor exclusivo de RI. Algumas empresas começam a ligar o diretor de RI à presidência da companhia diretamente, sem intermediário.

De acordo com Marston (2004), as pressões da globalização se traduzem em uma situação na qual as companhias estão competindo em um mercado de capitais internacional onde a qualidade das relações com investidores tem atingir o mesmo nível dos competidores internacionais. Segundo a pesquisa realizada pelo IBRI em 2010, a existência nas companhias abertas brasileiras da figura do diretor estatutário exclusivo de RI é recente, mas vem crescendo e apareceu em 13,5% das empresas da amostra, contra 11% das respostas em 2008 e nenhuma menção em 2006. Além do crescimento no número de empresas com diretores exclusivos de RI nas respostas da pesquisa, cresceu também o número de empresas com diretores de RI que também são presidentes executivos, de 16% em 2008 para 21,6% em 2010. A discussão sobre a quem deve ser destinada a função de diretor de RI está longe de um consenso. Para Batista (2007):

Hoje, ainda é muito comum que as funções do Diretor de RI sejam desempenhadas pelo Diretor Financeiro ou que haja um executivo para exercer exclusivamente esse papel. Essa situação pode trazer inconvenientes, como a falta de informação ao RI. A experiência de outros mercados, como o americano, tem demonstrado que muitas vezes o mais aconselhável é que a atividade seja acumulada pelo Presidente Executivo. Nesse formato, é mais fácil que não aconteçam casos em que o RI não detenha alguma informação relevante e seja responsabilizado pela falha.

Ou seja, a acumulação da função de diretor de RI com a de presidente executivo facilitaria o fluxo de informações, tendo em vista que em muitas situações, como fusões e aquisições, o detentor das informações relevantes é o principal executivo da companhia.

Entretanto, é possível que a determinação do profissional mais adequado para exercer a função de RI dependa das características de cada empresa. Por exemplo, a escolha entre a acumulação ou a diferenciação de cargos pode ser função do tamanho atual da companhia ou também de expectativas futuras de crescimento e investimentos. Empresas grandes ou com elevadas expectativas de investimento podem ser mais propensas a segregar funções entre pessoas distintas. Nestes dois casos, o exercício tanto das atividades de Diretoria Financeira ou Presidência Executiva quanto das atividades de RI exigiriam mais tempo do executivo, inviabilizando a acumulação de cargos por um só profissional. Empresas maiores também teriam mais condições de arcar com os custos de remuneração de dois executivos distintos para a execução das funções.

Todavia, é importante avaliar não apenas qual cargo ocupa o executivo principal de RI, mas também qual o tamanho e estrutura da equipe de profissionais de RI que auxilia este alto executivo. Conforme os resultados de Rocha e Procianoy (2004), o número de profissionais atuando no departamento de RI varia de acordo com o faturamento, empresas com maior faturamento possuíam número maior de funcionários na área de RI. O raciocínio é

que quanto maior a empresa, maior seria a complexidade de suas operações e o número de grupos com os quais a companhia precisa se comunicar. Empresas maiores então beneficiar-se-iam mais das relações com investidores e estariam dispostas a investir em departamentos maiores.

Conforme a Bolsa de Valores de Londres (2010), empresas maiores ou com bases acionárias mais dispersas internacionalmente normalmente terão um executivo exclusivo de RI. Em empresas menores, é tipicamente o diretor financeiro que detém a responsabilidade de RI. Os resultados de Chang et. al (2008) para companhias abertas australianas e os de Marston (2004) para empresas européias reforçam o argumento de que firmas com maior valor de mercado são mais propensas a investir tempo e recursos significativos para desenvolver suas relações com investidores. Os achados de Marston (1993) para empresas britânicas indicam ainda que os esforços de RI são positivamente relacionados com o fato da firma possuir ações listadas internacionalmente.

Outro fator importante além do número de funcionários é a existência de uma gerência de RI. O gerente ou superintendente de RI teria a autoridade para executar atividades de planejamento, execução e supervisão das atividades de RI, liberando tempo para que o diretor de RI atenda investidores e analistas relevantes.

Porém, é importante lembrar que com o rápido crescimento do mercado de capitais brasileiro nas últimas décadas e o *boom* de aberturas de capital ocorrido a partir de 2004, profissionais de RI qualificados tornaram-se cada vez mais escassos, caros e disputados. Batista (2008), relata: “temos problemas de reposição. Os salários aumentaram e as empresas já estabelecidas estão perdendo seus profissionais”. Como há poucos profissionais prontos para assumir a função de relações com investidores, as empresas passaram a disputá-los com as concorrentes e os salários subiram. Segundo Marrey (2007, p. 58): “O resultado é um mercado muitíssimo aquecido, com um grande número de analistas, gerentes e diretores de RI migrando de lá para cá”.

A dificuldade em atrair profissionais com experiência em RI pode ter levado as empresas, principalmente as menores, a optarem por desenvolver profissionais com as competências necessárias para o exercício desta função internamente. O candidato natural para o cargo de diretor de RI tem sido o executivo financeiro, por, teoricamente, este já estar habituado com as técnicas de avaliação utilizadas pelos investidores e por possuir melhor conhecimento do funcionamento do mercado de capitais do que profissionais de outras áreas da empresa.

O pequeno número de cursos preparatórios em relações com investidores no Brasil também corrobora para a dificuldade de atrair profissionais com conhecimento prévio na área. O primeiro curso de especialização em RI no Brasil teve início em 2001 em iniciativa da Fipecafi com o IBRI. Em 2009 a Fundação Getúlio Vargas – FGV – também lançou seu curso de RI. Em 2011, a parceria IBRI-Fipecafi lançou o primeiro curso sobre RI à distância. Os cursos em sua maioria são de pequena duração e concentram-se principalmente nas cidades do Rio de Janeiro e São Paulo.

Com a escassez de profissionais experientes em RI no mercado, a escolha natural das empresas foi designar esta função a executivos que já possuíam outros cargos na companhia, como a diretoria financeira. Porém, conforme Lameira, Ness e Da Motta (2005), indica-se como boa prática de governança a separação entre os cargos de diretor financeiro e diretor de relações com investidores. Desta forma, pode ser esperada uma relação entre o nível de governança corporativa de uma empresa e o fato dela possuir ou não um diretor exclusivo de RI. Segundo Lameira (2007, p.48): “entende-se que um diretor com funções específicas de relacionamento com investidores pode promover uma percepção mais acurada do valor da ação da empresa no mercado, e isso pode aumentar o valor e diminuir o risco percebido pelo mercado”.

Lameira, Ness e Da Motta (2005) conduziram um estudo onde foi construído um índice de governança corporativa para uma amostra de 30 empresas de capital aberto brasileiras. Uma das variáveis constituintes do índice de governança construído pelos autores refere-se a uma variável binária representando a acumulação ou diferenciação dos cargos de diretor de RI e diretor financeiro. O objetivo do estudo era de verificar o impacto das melhores práticas de governança corporativa no risco da empresa observado pelo mercado. Os resultados do estudo não indicaram significância estatística para a variável de acumulação de funções de diretor de RI e financeiro, porém os autores esperam a variável possa se mostrar relevante em estudos com amostras maiores.

Desta forma, os principais fatores a serem considerados na avaliação da estrutura dos departamentos de relações com investidores são o cargo e as qualificações do principal executivo de RI, a existência de uma gerência de RI e o número de funcionários da área.

2.4.1 Profissionais de RI

As características dos profissionais responsáveis pela função de RI nas companhias são muito importantes. Conforme o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (2008):

Os meios para que a empresa consiga manter um conjunto cada vez mais diversificado e exigente de pessoas bem informadas, em tempo real, passam necessariamente pela eficiência da área de RI. Essa, por sua vez, está diretamente vinculada ao perfil dos profissionais que compõem sua equipe.

Para Treiger (2009), o profissional de RI não é apenas um repassador oficial de informações contábeis, longe disso. De acordo com o autor, o DRI deve “vender bem o seu peixe”. Por peixe, deve-se entender a empresa e suas vantagens competitivas como boa oportunidade de investimento. Não se trata apenas de repassar informações, mas de repassar informações com credibilidade. Para isso, torna-se necessário que o executivo de RI tenha grande habilidade de comunicação e de relacionamento interpessoal, além de conhecimento de todas as áreas da empresa, não só a financeira. Para Laskin (2009), os conhecimentos de administração fornecem os executivos de RI com termos especializados, equações e jargões enquanto os conhecimentos de comunicação contribuem para o desenvolvimento de estratégias e táticas para entregar esta mensagem altamente especializada.

Conforme *survey* realizado com 108 empresas brasileiras por Del Lama (2009), a competência gerencial mais importante para um profissional de RI, segundo percepção dos respondentes, é a capacidade de comunicação. A ordem por grau de importância das demais competências segundo classificação dos respondentes foi: capacidade de comprometer-se com os objetivos da organização, capacidade de relacionamento interpessoal, visão do mundo ampla e global, capacidade de lidar com situações novas e inusitadas, capacidade de gerar resultados efetivos e capacidade de negociação.

De acordo com Treiger (2009, p. 23) o profissional de RI: “não pode ser tímido. O RI é uma pessoa que conversa muito, ouve muito e faz apresentações em público”. O diretor de RI é a face pública da empresa e deve ser um comunicador experiente e de personalidade para os investidores individuais, profissionais de investimento, órgãos reguladores e governo. Conhecimentos de contabilidade, finanças, direito e marketing são pré-requisitos essenciais, mas o que diferenciará o alto executivo de RI serão suas habilidades de comunicação e negociação, pois este deverá ser capaz de “vender” a companhia como uma boa oportunidade de investimento à comunidade de analistas e investidores. Excelentes habilidades de

comunicação verbal e escrita, capacidade de explicar a estratégia do negócio da empresa, boa organização e capacidade analítica são muito importantes para este profissional.

A posição de diretor de relações com investidores requer também uma visão ampla da estrutura corporativa, uma compreensão geral dos mercados financeiros, competências de relações públicas, habilidades de comunicação e uma compreensão abrangente das leis federais e estaduais e os regulamentos relativos aos valores mobiliários. Igualmente importantes são habilidades bem desenvolvidas de planejamento estratégico e de gestão de operações. Conforme o IBRI (2008), tais habilidades exigidas dos diretores de RI podem ser obtidas pela formação acadêmica – graduação e pós-graduação – mas boa parte é conquistada no dia-a-dia do trabalho, através da experiência profissional em RI e no setor de atuação da empresa.

A teoria dos escalões superiores de Hambrick e Mason (1984) sugere que a primeira área de atuação profissional do executivo afeta suas decisões posteriores. Estas experiências iniciais moldam as lentes pelas quais o profissional enxerga problemas e oportunidades atuais. Diversos estudos confirmam através de evidências empíricas que os gestores tendem a buscar soluções e estratégias de acordo com a sua especialidade profissional (SMITH e WHITE, 1987; THOMAS et. al, 1991; JENSEN e ZAJAC 2004; BAMBER et. al, 2010).

Ge, Matsumoto e Zhang (2008) analisaram o efeito de características individuais dos diretores financeiros, como gênero, idade e formação acadêmica, nas decisões a respeito da estratégia de reporte das informações financeiras. Os resultados encontrados pelos autores indicam que os fatores específicos do diretor financeiro são determinantes significativos das escolhas de reporte financeiro.

Já as evidências empíricas encontradas por Bamber et. al (2010) sugerem que os estilos dos altos executivos exercem influência única e economicamente significativa sobre as práticas de divulgação voluntária de suas empresas. Ainda segundo Bamber et. al (2010), os estilos de divulgação dos gestores são associados com características demográficas observáveis das suas origens pessoais. Gestores promovidos de finanças e contabilidade, conforme estudo destes autores, desenvolvem estilos de comunicação que refletem elementos de conservadorismo e aversão a ambigüidade, com número menor de divulgações e informações mais precisas e que tendem a subestimar os lucros futuros. Estes estudos prévios analisaram a influência das características individuais dos diretores financeiros, presidentes executivos e conselheiros sobre decisões de divulgação de informações corporativas, encontrando evidências de relações significativas.

Segundo pesquisa realizada pelo IBRI em 2010 com 112 respondentes, a formação acadêmica predominante entre os profissionais de RI (analistas, gerentes e diretores) é em cursos de Administração, com 37% dos profissionais, seguido pelos cursos de Economia com 25%. A maioria (67%) dos profissionais da amostra possui pós-graduação, sendo o MBA o curso escolhido por 43%. A experiência em RI da maioria dos profissionais da amostra é de mais de cinco anos, com 46% das respostas. O tempo de empresa de 42% dos profissionais é de dois a cinco anos. A faixa etária predominante entre os profissionais é de 30 a 45 anos, com 48% das respostas. Quanto ao gênero, 39% dos profissionais são do sexo feminino.

Conforme os resultados da pesquisa citada acima, pode-se perceber que o perfil dos profissionais de RI brasileiros é, em sua maioria, de administradores e economistas, pós-graduados, com experiência prévia na área de RI de mais de cinco anos e com percentual significativo de mulheres. Porém, a pesquisa citada não distingue as características dos diferentes profissionais de RI (analistas, gerentes ou diretores) e tampouco relaciona tais atributos às características das empresas nas quais estes profissionais atuam. Analisar as características individuais dos altos executivos de RI e das empresas pode trazer informações relevantes e valiosas para as companhias e para o mercado de capitais.

2.4.2 As atividades de RI e o tempo

Conforme Mahoney (2007, p.50): “o tempo é o bem mais precioso que o profissional de Relações com Investidores tem. A maneira como administra o tempo determina a eficácia da função”. Investidores institucionais querem cada vez mais contato face a face com a gerência. Para os diretores financeiros e de RI, isto significa que é necessário limpar mais espaço na agenda para atividades com investidores. De acordo com Mahoney (2007, p. 49):

O departamento de RI pode ser muito atarefado. Somente a tarefa de atender as dúvidas e solicitações do público pode ocupar um dia inteiro. Junte-se a isso um conjunto de tarefas rotineiras como: redigir comunicados à imprensa, comandar / participar da elaboração do relatório anual, organizar e conduzir reuniões, elaborar textos e sessões de perguntas e respostas (Q&A), providenciar teleconferências trimestrais, montar apresentações para investidores, atualizar o *kit* do investidor, enviar relatórios às autoridades reguladoras, realizar análises periódicas de acionistas, reunir informações sobre mercado e concorrentes, elaborar relatórios para a administração e conselho. A lista não tem fim.

Obviamente, o diretor de RI não será o responsável pela execução de todas estas atividades, existe uma equipe de profissionais a cargo destas atribuições. Porém, o diretor de

RI deverá supervisionar e conduzir estas tarefas, já que é legalmente responsável por todo relacionamento da empresa com o mercado de capitais.

De acordo com *survey* conduzido por Rocha e Procianoy (2004), os principais serviços prestados pela área de RI de empresas listadas na Bovespa são a realização de reuniões (com 76,9%), a elaboração de publicações informativas (64,6%) e a realização de apresentações (61,5%). Segundo resultados de Ali (2010), as reuniões públicas foram consideradas relevantes pelos três grupos participantes da pesquisa (profissionais de RI, analistas e investidores institucionais). Esta realidade é similar para empresas norte-americanas, como demonstram os resultados do estudo de Laskin (2009) com as 500 maiores empresas dos Estados Unidos. Os resultados deste autor indicam que as atividades que os executivos de RI mais participam são *roadshows*, apresentações e conferências e o atendimento a pedidos de acionistas, analistas e corretores. Os achados de Holland e Doran (1998) e Barker (1998) para entrevistas com gestores de RI, analistas de mercado e investidores institucionais britânicos indicam que os contatos face a face com a gerência são altamente valorizados pelos agentes do mercado acionário.

Tanto a realização de reuniões como de apresentações são atividades presenciais que demandam quantidade significativa de tempo e são, na maioria das vezes, conduzidas pelo diretor de RI ou pelos demais altos executivos da companhia. Conforme estudo conduzido por Hong e Huang (2003), para empresas pequenas ou recém-listadas as atividades de RI chegam a exigir, aproximadamente, de 20 a 25% do tempo do presidente executivo e 50% do tempo do diretor financeiro.

Em uma companhia onde a função de Relações com Investidores está a cargo de um diretor exclusivo de RI ou que possui um gerente especializado de RI, estes profissionais, além de atenderem a reuniões e apresentações, podem também trabalhar como facilitadores e selecionadores da comunicação, determinando quais investidores devem ou não ter acesso às demais Diretorias. Devido ao aumento da competição entre os gestores de fundos de investimento e da demanda por mais informações das companhias, tem se tornado cada vez mais importante para as empresas determinar como gerenciarão um recurso cada vez mais escasso: o tempo.

Lafond (2008), diretor financeiro da companhia norte-americana Gartner, explica a abordagem de Relações com Investidores de sua empresa:

Nós certamente não podemos impedir as pessoas ou fundos de investirem na nossa empresa, nem iríamos. Mas podemos decidir onde investiremos nosso tempo. Não gastaremos muito tempo e atenção com pessoas que sabemos que comprarão e venderão as posições na empresa muito rapidamente. Assim, ao nosso diretor de

relações com investidores foi dada indicações claras de que parte de sua função é ter certeza de que estamos gastando tempo com as pessoas certas. Ele não agenda reuniões com fundos de curto prazo, de alta rotatividade para mim, nosso CEO, ou para qualquer outro executivo. Se eles pedem pelo nosso tempo, ele diz que ele ficará feliz em passar tempo com eles, mas ele vai se recusar marcar um horário conosco.

Esta declaração torna clara a tendência de racionamento do tempo dos gestores. De um lado, esta postura adotada pela Gartner pode ser um exemplo de como a diferenciação de funções, a gerência de RI e o apoio dos demais profissionais do departamento podem auxiliar os executivos principais da empresa a gerenciarem melhor o seu tempo. Por outro lado, muitos investidores alegarão que o diretor ou gerente de RI não serão capazes de fornecer o mesmo nível de conforto e segurança na resposta de algumas questões tal qual executivos como o diretor financeiro, o presidente executivo ou até o presidente do Conselho de Administração.

Segundo a revista Business Finance de fevereiro de 2007, os investidores institucionais colocam a acessibilidade à Diretoria e a credibilidade do presidente executivo e do diretor financeiro no topo da sua lista de fatores que constituem um programa de RI de sucesso. Informações e impressões obtidas em conversas diretas com a gestão da empresa estão tendo mais peso para esses investidores do que as recomendações de analistas de pesquisa, também conhecidos como analistas de *sell-side*. A função de pesquisa está sendo internalizada pelos investidores institucionais.

Desta forma, a tendência de aumento nas demandas de informações corporativas por parte dos agentes externos à organização torna a administração do tempo dos diretores de RI algo de extrema relevância e tem impacto direto na decisão de atribuir a diretoria de RI a diretores exclusivos, possuir um gerente de RI especializado ou departamentos de RI com mais funcionários.

3 MÉTODO

Esta pesquisa pode ser classificada como um estudo descritivo *ex-post facto*. Para Gil (2008, p. 42), “as pesquisas descritivas tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre as variáveis.” Já como pesquisa *ex-post facto* o autor define: “neste tipo de pesquisa o estudo é realizado após a ocorrência de variações na variável dependente no curso natural dos acontecimentos.” (op. cit. p.49).

A abordagem desta pesquisa caracteriza-se como quantitativa, pois foram realizadas a coleta e análise de dados marcadas pelo uso de procedimentos estatísticos. Este estudo tem caráter amostral e foram selecionadas para participar da amostra todas aquelas empresas de capital aberto brasileiras que tiveram as informações necessárias para a construção das variáveis mencionadas na seção 3.2.1 disponibilizadas nas bases de dados utilizadas, mencionadas na seção 3.1.

A investigação empírica foi realizada em duas etapas. Na primeira, foram mapeadas e analisadas as estruturas e atividades dos departamentos de RI e das companhias brasileiras da amostra, com o objetivo de, primeiramente, conhecer melhor a organização dos departamentos e, posteriormente, entender como suas características se associam com aquelas das empresas e do comportamento das ações. Para avaliar a significância estatística das correlações entre as variáveis foi utilizado o coeficiente de correlação de Pearson.

Na segunda etapa, através de regressões lineares múltiplas, verificou-se se a estrutura e atividades dos departamentos de RI são fatores explicativos da liquidez e valorização das ações e da cobertura de analistas e participação de investidores institucionais na base acionária das companhias brasileiras.

3.1 FONTES DE DADOS

Para informações a respeito da volatilidade dos retornos, liquidez em bolsa, valor de mercado e quociente *market-to-book* foram utilizados dados da base Economática[®].

Para obtenção de informações a respeito da cobertura de analistas foi utilizada a base de dados da Thomson One[®].

Para informações a respeito dos currículos dos executivos, controle, *free float*, número de investidores institucionais e tempo no mercado acionário foi utilizada a base de dados da CVM, seção “formulário de referência”.

Informações sobre o segmento de listagem foram coletadas no *website* da Bovespa.

Dados sobre número de profissionais na equipe de RI, gerência de RI e existência de *website* especializado de RI foram coletados nos *websites* das empresas.

Informações sobre o número de reuniões Apimec realizadas por cada empresa foram obtidas junto a gerência administrativa da Apimec Nacional via correio eletrônico.

3.2 REGRESSÕES MULTIVARIADAS

Conforme Hair et. al (2005), a análise multivariada é um método que visa analisar simultaneamente múltiplas variáveis referentes a um mesmo objeto de estudo e seu contexto. O objetivo da análise multivariada é medir, explicar ou predizer o grau de relação entre variáveis e combinações de variáveis. Técnicas de análise multivariadas são úteis para verificar regularidades no comportamento de variáveis e para testar modelos de associações entre as variáveis estudadas.

3.2.1 Variáveis

As variáveis utilizadas neste estudo podem ser divididas entre aquelas que dizem respeito aos objetivos de RI, aos departamentos de RI e às empresas. Os dados para cada variável são referentes a dezembro de 2011.

3.2.1.1 Variáveis referentes aos objetivos de RI

- a) **Valorização - MKTPL** – como *proxy* para a valorização dos preços das ações da empresa foi considerado o quociente *market-to-book* também conhecido como *price-to-book*, definido como a razão entre o valor de mercado do total das ações emitidas e o valor contábil do patrimônio líquido da companhia em 31 de dezembro de 2011. Empresas com este índice muito alto indicam que os agentes do mercado acionário possuem alta expectativa por seus resultados futuros. Espera-se que as variáveis referentes às características dos departamentos de RI apresentem relação positiva com esta variável. Ou seja, empresas que investem mais nas suas relações com investidores são reconhecidas com preços de ações mais elevados em relação ao valor contábil de seu patrimônio líquido.
- b) **Liquidez – LIQ** – como *proxy* para a liquidez das ações foram utilizados os índices de liquidez em bolsa das ações entre 31 de dezembro de 2010 e 31 de dezembro de 2011, conforme equação do Economática (2012) abaixo.

$$LIQ = 100 * \frac{p_i}{P} * \sqrt{\frac{n_i * v_i}{N * V}}$$

onde:

p_i = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação i dentro do período escolhido

P = número total de dias do período escolhido

n_i = número negócios com a ação i dentro do período escolhido;

N = número de negócios total da Bovespa dentro do período escolhido

v_i = volume financeiro gerado pelos negócios com a ação i dentro do período escolhido

V = volume financeiro total da Bovespa dentro do período escolhido

No caso da empresa possuir ações de mais de uma classe, foram utilizadas as informações referentes às ações da classe de maior liquidez em bolsa no período de dezembro de 2010 a dezembro de 2011. Espera-se relação positiva desta variável com as variáveis referentes aos departamentos de RI. Supõe-se que as empresas com departamentos de RI mais estruturados e com mais atividades, sejam capazes de atender melhor os seus investidores e analistas, aumentando o interesse do mercado por seus papéis e conseqüentemente elevando a sua liquidez. Espera-se também relação positiva desta variável com a variável de tamanho da empresa e *free float*.

- c) **Número de investidores institucionais na base acionária – INST** – foi considerado o número de investidores institucionais na carteira de acionistas das empresas em 31

de dezembro de 2011. Conforme Amihud e Mendelson (2012), firmas que pretendem aumentar a liquidez de suas ações devem considerar esforços para aumentar a sua base de investidores. Espera-se que empresas com departamentos de RI mais estruturados e com mais atividades atraiam um número maior de investidores institucionais, pelo melhor atendimento que podem prestar a estes agentes.

- d) **Cobertura de analistas** – ANA - será considerado o número de casas de analistas cobrindo as empresas entre 31 de dezembro de 2010 e 31 de dezembro de 2011. Utilizou-se o número de casas (instituições) cobrindo as companhias pelo fato de cada casa elaborar apenas um relatório por período, independente do número de profissionais trabalhando na análise. Considera-se que a divulgação do relatório é que dissemina as informações sobre a empresa e aumenta a sua visibilidade, não o número de analistas que trabalharam em sua confecção. Espera-se esta variável tenha uma relação positiva com a variáveis referentes ao tamanho da equipe de RI, existência de um gerente de RI e de um diretor exclusivo, número de reuniões Apimec realizadas e existência de um site especializado de RI.

3.2.1.2 Variáveis referentes ao departamento de RI

- a) **Indicação a prêmios de qualidade de RI** – PREMRI – variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa tiver sido indicada a pelo menos uma das 18 categorias do prêmio da *IR Magazine* no ano de 2011 e 0, caso contrário. Espera-se uma relação positiva desta variável com os objetivos de RI (variáveis dependentes). Parte-se do pressuposto que empresas com programas de RI percebidos como melhores, possuem maior êxito em aumentar a liquidez e o valor de mercado das companhias, enquanto expandem a cobertura de analistas e a participação de investidores institucionais.
- b) **Número de reuniões Apimec realizadas** – APIM – foi considerado o número de reuniões organizadas pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – Apimec – realizadas pela empresa durante o ano de 2011. Esta variável é considerada útil na mensuração do nível de atividade e do esforço da companhia em suas relações com investidores. Segundo Treiger (2009, p.43): “No Brasil, existe um canal especialmente útil e muito eficiente para atender os

investidores institucionais e analistas, ganhando em exposição e maior cobertura: as reuniões da atual Apimec”. Espera-se que esta variável tenha relação positiva com os objetivos de RI, ou seja, empresas que realizam mais reuniões Apimec investem mais nas suas RI e atraem mais investidores e analistas para suas ações.

- c) **Site de RI – SITE** – variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa possuir *website* especializado de RI e 0, caso contrário. Como *website* especializado de RI foi considerado aquele que trazia informações além daquelas já disponibilizadas obrigatoriamente na base de dados da CVM e Bovespa. Conforme os resultados de Ali (2010), na percepção de profissionais e especialistas em RI o *website* de RI é considerado um importante canal de comunicação. Espera-se relação positiva desta variável com os objetivos de RI. Empresas que investem na criação e manutenção de *websites* especializados de RI demonstram preocupação com seus investidores e tem suas informações disponibilizadas de maneira mais rápida e difusa, reduzindo a assimetria de informação e impactando o comportamento de suas ações.
- d) **Número de pessoas na equipe de RI - NERI** – foi coletada no *website* das companhias a informação sobre o número de pessoas trabalhando no departamento de RI da empresa. Foram excluídas da amostra aquelas empresas que não apresentavam nenhuma informação sobre a equipe de RI nos *websites* corporativos. Espera-se que esta variável apresente relação positiva com os objetivos de RI e com o tamanho da empresa. Parte-se do pressuposto que departamentos com um maior número de funcionários possam realizar um atendimento melhor aos investidores e analistas. Adicionalmente, um maior número de funcionários também indicaria um maior investimento e preocupação da empresa com as suas relações com investidores.
- e) **Gerente de RI – GERI** – variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa possuir um gerente ou superintendente de RI e 0, caso contrário. Espera-se relação positiva desta variável com as variáveis dependentes referentes aos objetivos de RI. Presume-se que o fato da empresa possuir um profissional dedicado à gestão das atividades e da equipe de RI melhoraria o atendimento aos investidores e liberaria tempo do diretor de RI para que este se dedicasse ao planejamento estratégico da área e ao atendimento a investidores e analistas relevantes para a companhia.
- f) **Diretor exclusivo de RI – DERI** – variável *dummy* que assume o valor 1, se a empresa possui um diretor exclusivo de RI, e 0, caso contrário. Espera-se relação positiva desta variável com as variáveis dependentes. Presume-se que diretores que se dedicam

exclusivamente ao departamento de RI prestam um melhor serviço aos investidores e analistas, impactando positivamente o preço, a liquidez, a cobertura de analistas e o número de investidores institucionais na carteira de acionistas.

Conforme Castanias e Helfat (2001), pesquisas sobre altos executivos geralmente analisam traços de personalidade ou experiência funcional e educação. A literatura sobre traços de personalidade e qualidades de liderança tende a se concentrar principalmente sobre as competências genéricas que têm utilidade em muitos setores e empresas. Em contraste, as habilidades adquiridas através da experiência abrangem todas as habilidades na hierarquia aninhada de recursos gerenciais: específicas da empresa e do setor, bem como habilidades genéricas. Por estas razões, neste estudo optou-se por incluir variáveis referentes aos currículos dos diretores no que diz respeito aos seguintes atributos:

- g) **Experiência em RI** – EXPRI – número de anos de experiência do diretor na área de RI até dezembro de 2011. Espera-se relação positiva desta variável com as variáveis dependentes. Parte-se da ideia que diretores de RI com mais experiência na área sejam capazes de dirigir o departamento de uma melhor forma, se comunicando melhor com analistas e investidores e reduzindo a assimetria de informações entre a empresa e o mercado acionário.
- h) **Experiência no setor de atuação da empresa** – EXPSET – número de anos de experiência do diretor no setor de atuação da empresa. Espera-se relação positiva desta variável com as variáveis dependentes. Diretores de RI com mais experiência no setor de atuação da empresa seriam capazes de entender e explicar melhor as operações e estratégias da companhia a investidores e analistas, reduzindo descontos resultantes da assimetria de informação e aumentando o interesse dos agentes do mercado acionário pelas ações.

3.2.1.3 Variáveis referentes às características da empresa (variáveis de controle)

- a) **Tempo no mercado acionário** – TEMPO – número de anos desde a abertura de capital da companhia até dezembro de 2011. Espera-se que empresas com mais tempo no mercado acionário sejam mais conhecidas e tenham melhor relacionamento com

investidores e analistas e por estas razões tenham ações mais líquidas, mais valorizadas, com mais analistas e investidores institucionais. Ou seja, espera-se relação positiva desta variável com as variáveis dependentes do estudo.

- b) **Nível de governança corporativa na Bovespa** - NBOV – variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a empresa estiver listada em um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) e 0, caso contrário. Presume-se que empresas listadas nestes níveis tenham maior preocupação com suas relações com investidores e sejam reconhecidas pela sua melhor governança. Chung, Elder e Kim (2010) encontraram em seu estudo forte associação entre as melhores práticas de governança e o aumento na liquidez das ações. Desta forma, espera-se uma relação positiva desta variável com as variáveis dependentes de valorização das ações, liquidez, cobertura de analistas e número de investidores institucionais.
- c) **Free Float** – FREE – quociente entre a quantidade de ações disponíveis para negociação no mercado e o total de ações emitidas pela companhia em 31 de dezembro de 2011. No caso da empresa possuir ações de mais de uma classe, foram utilizadas informações referentes às ações da classe de maior liquidez em bolsa no período de dezembro de 2010 a dezembro de 2011. Conforme Amihud e Mendelson (2012), a parcela de ações emitidas e disponíveis para negociação tem importância no nível de liquidez das ações. Desta forma, espera-se que empresas com menores *free floats* tenham ações menos líquidas, pelo fato de possuírem menos ações disponíveis para a negociação no mercado.
- d) **Controle** – CONTROL – quociente das ações ordinárias (com direito a voto) em posse dos controladores sobre número total de ações ordinárias emitidas. Espera-se relação negativa desta variável com as variáveis dependentes. Parte-se da ideia que empresas com controladores detendo maior porcentagem das ações com direito a voto estariam menos propensas a se preocupar com as suas relações com investidores e governança corporativa, atraindo menos investidores e analistas, tendo menor liquidez e maiores descontos nos preços das ações.
- e) **Volatilidade** – VOL - serão considerados os desvios padrão dos retornos das ações nos 12 meses do ano de 2011 como *proxy* para a volatilidade das ações. No caso da empresa possuir ações de mais de uma classe, foram utilizadas informações referentes às ações da classe de maior liquidez em bolsa no período de dezembro de 2010 a

dezembro de 2011. Espera-se que esta variável apresente relação negativa com a variável liquidez, pois o menor número de investidores dispostos a negociar as ações pode acarretar mudanças mais bruscas nos preços dos ativos.

- f) **American Depositary Receipts** – ADR – variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a empresa possuir ADRs e 0, caso contrário. Espera-se que empresas com ADRs tenham maior preocupação com suas relações com investidores e sejam mais conhecidas no mercado acionário internacional. Por estas razões, espera-se uma relação positiva desta variável com as variáveis dependentes.
- g) **Formador de mercado** – FORM – variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a empresa possuir formador de mercado para suas ações e 0, caso contrário. Os formadores de mercado são agentes (corretoras, distribuidoras de valores, bancos de investimento ou bancos múltiplos) contratados para garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos previamente credenciados. De acordo com Amihud e Mendelson (2012), as companhias podem também aumentar a liquidez de suas ações contratando formadores de mercado. Desta forma, espera-se relação positiva desta variável com as variáveis de liquidez (LIQ) e de valorização das ações (MKTPL).
- h) **Tamanho** – TAM – como *proxy* para o tamanho das empresas foi utilizado o valor de mercado do total de suas ações em 31 de dezembro de 2011. Levando em conta os achados da literatura prévia, supõe-se que empresas maiores tenham maior visibilidade no mercado e maior cobertura de analistas, participação de investidores institucionais e liquidez das ações. Empresas maiores também teriam melhores condições de arcar com os custos de um departamento de RI maior e com mais atividades.
- i) **Participação no Ibovespa** – IBOV – variável que indica a participação percentual das ações da empresa no índice Ibovespa em 31 de dezembro de 2011. Espera-se que empresas participantes do índice possuam mais visibilidade e liquidez no mercado, tendo assim esta variável relação positiva com as variáveis de valorização, cobertura de analistas e número de investidores institucionais.
- j) **Setor – S1 a S20** - 20 *dummies* para os 20 setores de atuação das empresas. Espera-se que estas variáveis captem as variações nas variáveis dependentes decorrentes das particularidades dos setores de atuação das companhias.

A tabela 1, a seguir, apresenta um resumo das variáveis utilizadas.

Tabela 1 – Resumo das variáveis

Variável	Significado	Fórmula	Período	Fonte de dados	Sinal esperado
MKTPL	Valorização	(Número de ações emitidas*preço da ação)/patrimônio líquido	31.12.11	Economática	Variável dependente
LIQ	Liquidez	$100*(pi/P)*\sqrt{(ni/N*vi/V)}$	31.12.11	Economática	Variável dependente
ANA	Cobertura de Analistas	Número de instituições que divulgaram relatórios de análises das ações	Ano de 2011	Thomson One	Variável dependente
INST	Investidores Institucionais	Número de investidores institucionais na base acionária	31.12.11	Formulário de Referência da CVM	Variável dependente
PREMRI	Qualidade das RI	Dummy: 1 se a empresa foi indicada ao prêmio da IR Magazine em 2011	Ano de 2011	IR Magazine	+
APIM	Número de reuniões Apimec	Número reuniões Apimec	Ano de 2011	Gerência Apimec	+
SITE	Website de RI	Dummy: 1 se a empresa possui website de RI	31.12.11	Websites corporativos	+
NERI	Número de pessoas na equipe de RI	Número de funcionários trabalhando no departamento de RI	31.12.11	Websites corporativos	+
GERI	Gerente de RI	Dummy: 1 se a empresa possui gerente de RI	31.12.11	Websites corporativos	+
DERI	Diretor Exclusivo de RI	Dummy: 1 se a empresa possui diretor exclusivo de RI	31.12.11	Formulário de Referência da CVM	+
EXPRI	Experiência em RI	Número de experiência do Diretor de RI em RI	31.12.11	Formulário de Referência da CVM	+
EXPSET	Experiência no setor	Número de experiência do Diretor de RI no setor da empresa	31.12.11	Formulário de Referência da CVM	+
TEMPO	Tempo no mercado acionário	Número de anos desde a abertura de capital da empresa	31.12.11	Formulário de Referência da CVM	+
NBOV	Listagem em Nível diferenciado de GC	Dummy: 1 se a empresa estava listada em um dos níveis de Governança Corporativa diferenciados da Bovespa	31.12.11	Website da Bovespa	+
FREE	Free Float	Quantidade de ações disponível para negociação no mercado / total das ações emitidas	31.12.11	Formulário de Referência da CVM	+
CONTROL	Controle	Quantidade de ações ordinárias em posse dos controladores / total das ações emitidas	31.12.11	Formulário de Referência da CVM	-
VOL	Volatilidade	Desvios padrão dos retornos das ações	Ano de 2011	Economática	-

Continuação tabela 1

ADR	American Depository Receipts	Dummy: 1 se a empresa possui ADRs	31.12.11	Economática	+
FORM	Formador de mercado	Dummy: 1 se a empresa possui formador de mercado	31.12.11	Website da Bovespa	+
TAM	Tamanho	Número de ações emitidas*preço da ação	31.12.11	Economática	+
IBOV	Participação no Ibovespa	Participação percentual das ações da empresa no índice Ibovespa	31.12.11	Economática	+
S1 a S20	Setores	20 dummies para os 21 setores	31.12.11	Formulário de Referência da CVM	+/-

3.2.2 Modelos de regressão

Os quatro modelos de regressão utilizados nesta pesquisa tem como variável dependente as variáveis referentes aos objetivos de RI: valorização e liquidez das ações, cobertura de analistas e participação de investidores institucionais. As variáveis independentes são aquelas referentes às características das empresas e de seus departamentos de RI, conforme equações abaixo.

$$\begin{aligned} \text{MKTPL} = & \alpha_i + \beta \text{ APIM} + \beta \text{ SITE} + \beta \text{ NERI} + \beta \text{ PREMRI} + \beta \text{ GER} + \beta \text{ DERI} + \\ & \beta \text{ EXPRI} + \beta \text{ EXPSET} + \beta \text{ TEMPO} + \beta \text{ NBOV} + \beta \text{ FREE} + \beta \text{ CONTROL} + \\ & \beta \text{ ADR} + \beta \text{ TAM} + \beta \text{ FORM} + \beta \text{ VOL} + \beta \text{ IBOV} + \beta \text{ ANA} + \beta \text{ INST} + \beta \text{ S1 a S20} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{LIQ} = & \alpha_i + \beta \text{ APIM} + \beta \text{ SITE} + \beta \text{ NERI} + \beta \text{ PREMRI} + \beta \text{ GER} + \beta \text{ DERI} + \\ & \beta \text{ EXPRI} + \beta \text{ EXPSET} + \beta \text{ TEMPO} + \beta \text{ NBOV} + \beta \text{ FREE} + \beta \text{ CONTROL} + \\ & \beta \text{ ADR} + \beta \text{ TAM} + \beta \text{ FORM} + \beta \text{ VOL} + \beta \text{ MKTPL} + \beta \text{ ANA} + \beta \text{ INST} + \beta \text{ S1 a S20} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{ANA} = & \alpha_i + \beta \text{ APIM} + \beta \text{ SITE} + \beta \text{ NERI} + \beta \text{ PREMRI} + \beta \text{ GER} + \beta \text{ DERI} + \\ & \beta \text{ EXPRI} + \beta \text{ EXPSET} + \beta \text{ TEMPO} + \beta \text{ NBOV} + \beta \text{ FREE} + \beta \text{ CONTROL} + \\ & \beta \text{ ADR} + \beta \text{ TAM} + \beta \text{ FORM} + \beta \text{ VOL} + \beta \text{ IBOV} + \beta \text{ S1 a S20} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{INST} = & \alpha_i + \beta \text{ APIM} + \beta \text{ SITE} + \beta \text{ NERI} + \beta \text{ PREMRI} + \beta \text{ GER} + \beta \text{ DERI} + \\ & \beta \text{ EXPRI} + \beta \text{ EXPSET} + \beta \text{ TEMPO} + \beta \text{ NBOV} + \beta \text{ FREE} + \beta \text{ CONTROL} + \\ & \beta \text{ ADR} + \beta \text{ TAM} + \beta \text{ FORM} + \beta \text{ VOL} + \beta \text{ IBOV} + \beta \text{ S1 a S20} + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

Pela possível alta correlação entre as variáveis independentes, foi utilizado o método de estimação *stepwise*, um procedimento pelo qual as variáveis independentes vão sendo acrescentadas à regressão uma a uma. A cada adição de variável as demais são reavaliadas. Aquelas que perdem poder explicativo são excluídas do modelo. Conforme Rencher (2002), o método *stepwise* é indicado para pesquisas exploratórias onde o objetivo é identificar quais são as variáveis relevantes, dentre um conjunto de variáveis, para melhor explicar um fenômeno.

Para avaliação da autocorrelação dos resíduos foi utilizado o teste de Durbin Watson e para averiguar a existência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas foi utilizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*).

3.2.3 Hipóteses

As hipóteses levantadas neste estudo visaram averiguar se as características da estrutura e das atividades dos departamentos de relações com investidores são determinantes da valorização das ações, liquidez, cobertura de analistas e participação de investidores institucionais. As quatro hipóteses testadas encontram-se descritas a seguir.

H₀1: As variáveis referentes à estrutura e atividades dos departamentos de RI não explicam a valorização das ações das empresas em relação ao valor contábil de seu patrimônio líquido.

H₁1: As variáveis referentes à estrutura e atividades dos departamentos de RI explicam a valorização das ações das empresas em relação ao valor contábil de seu patrimônio líquido.

H₀2: As variáveis referentes à estrutura e atividades dos departamentos de RI não explicam o nível de liquidez em bolsa das ações das companhias.

H₁2: As variáveis referentes à estrutura e atividades dos departamentos de RI explicam o nível de liquidez em bolsa das ações das companhias.

H₀3: As variáveis referentes à estrutura e atividades dos departamentos de RI não explicam o número de casas de analistas cobrindo as ações das companhias;

H₁3: As variáveis referentes à estrutura e atividades dos departamentos de RI explicam o número de casas de analistas cobrindo as ações das companhias;

H₀₄: As variáveis referentes à estrutura e atividades dos departamentos de RI não explicam o número de investidores institucionais presentes nas bases acionárias das companhias;

H₁₄: As variáveis referentes à estrutura e atividades dos departamentos de RI explicam o número de investidores institucionais presentes nas bases acionárias das companhias;

Espera-se que as hipóteses nulas H₀₁, H₀₂, H₀₃, H₀₄ sejam rejeitadas e que os coeficientes das variáveis referentes às características dos departamentos de RI sejam significativos para explicar a valorização e liquidez das ações, cobertura de analistas e número de investidores institucionais.

3.3 ANÁLISE DOS DADOS

A abordagem deste estudo é primordialmente quantitativa, com análise estatística dos resultados. As análises multivariadas deste trabalho foram conduzidas através do software estatístico SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*) utilizando os métodos de estimação *enter* e *stepwise*.

4 DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

A amostra deste estudo constituiu todas as empresas com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de dezembro de 2010 a dezembro de 2011 e que possuíam todas informações referentes às variáveis explicitadas na seção 3.1.1 disponíveis nas bases de dados utilizadas. A amostra inicial contava com 340 empresas, número este que foi reduzido para 186 devido à falta de informações a respeito de algumas variáveis, como pode ser verificado na tabela 2 a seguir.

Tabela 2 – Número de empresas com informações disponíveis por variável

Variável	Número de empresas
FORM	340
NBOV	340
TEMPO	340
SITE	340
NERI	230
GER	329
DERI	340
EXPRI	320
EXSET	313
ANA	241
CONTROL	334
INST	333
FREE	330
ADR	340
PREMRI	340
APIM	340
TAM	333
IBOV	340
LIQ	340
VOL	340
MKTPL	327
Válidos	186

De acordo com a tabela 3 a seguir pode-se observar que 28% da amostra final possui formador de mercado, 73% pertence aos níveis diferenciados de governança corporativa, 81% possui *website* de RI, 66% possui gerente de RI, 8% possui diretor exclusivo de RI, 11% possui ADRs e 17% recebeu indicação ao prêmio de RI em 2011. O tamanho médio das equipes de RI é de 3,39 funcionários. Estes achados mostram que apesar da maioria das empresas possuir diretor de RI acumulando funções, grande parte das companhias possui um

gerente para o departamento. Esta característica pode auxiliar na gestão das atividades diárias da área e liberar tempo do diretor. O contato *online* com analistas e investidores através do *website* também parece ser relevante para as empresas da amostra, já que 81% mantém este canal de comunicação especializado. O tamanho das equipes de RI ainda é relativamente pequeno, envolvendo, em média, o diretor e mais dois funcionários.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas da amostra

	N	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio padrão
FORM	186	0	1	0,28	0	0,45
NBOV	186	0	1	0,73	1	0,45
TEMPO	186	1	73	16,61	9	15,64
SITE	186	0	1	0,81	1	0,40
NERI	186	1	8	3,39	3	1,69
GER	186	0	1	0,66	1	0,48
DERI	186	0	1	0,08	0	0,26
EXPRI	186	1	34	5,84	3,50	6,41
EXSET	186	1	55	14,46	11,5	11,85
ANA	186	0	35	9,73	10	8,05
CONTROL	186	0	100	65,33	65,22	25,88
INST	186	0	3.722	408,92	179,50	615,84
FREE	186	0	100	53,78	50,57	28,49
ADR	186	0	1	0,11	0	0,32
PREMRI	186	0	1	0,17	0	0,38
APIM	186	0	21	1,33	1	2,64
TAM	186	572.440	291.564.346.070	9.786.060.903	2.026.608.172	31.926.080.410
IBOV	186	0	8,47	0,45	0	1,15
LIQ	186	0	7	0,42	0,07	0,95
VOL	186	0	50	2,16	1,47	3,98
MKTPL	186	-18,07	560,47	3,35	0,68	41,16
S1	186	0	1	0,01	0	0,10
S2	186	0	1	0,04	0	0,20
S3	186	0	1	0,05	0	0,22
S4	186	0	1	0,06	0	0,24
S5	186	0	1	0,10	0	0,30
S6	186	0	1	0,08	0	0,27
S7	186	0	1	0,10	0	0,30
S8	186	0	1	0,05	0	0,22
S9	186	0	1	0,02	0	0,15
S10	186	0	1	0,03	0	0,16
S11	186	0	1	0,02	0	0,15
S12	186	0	1	0,10	0	0,30
S13	186	0	1	0,02	0	0,15
S14	186	0	1	0,04	0	0,19
S15	186	0	1	0,02	0	0,15
S16	186	0	1	0,06	0	0,24

Continuação tabela 3

	N	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio padrão
S17	186	0	1	0,03	0	0,18
S18	186	0	1	0,03	0	0,18
S19	186	0	1	0,06	0	0,24
S20	186	0	1	0,06	0	0,24
N Válido (listwise)	186					

A média de anos no mercado acionário das empresas é 16,61. A média de anos de experiência em RI dos diretores é de 5,84 e de experiência no setor da empresa é de 14,46 anos, indicando que, em média, os diretores de RI são mais experientes no setor de operações da empresa do que na prática de relações com investidores. As empresas da amostra possuem, em média, 9,73 analistas e 408,92 investidores institucionais. A companhia da amostra com mais casas de análise possui 35 coberturas. Em média, os controladores detêm 65,3% das ações das empresas. As companhias da amostra realizam, em média, 1,33 reuniões ao ano, o que reforça a importância destes eventos para as empresas. A companhia da amostra que mais organizou reuniões Apimec em 2011 realizou 21 eventos.

Quanto aos setores de atuação, as empresas da amostra encontram-se bem distribuídas entre as 21 categorias, como nota-se na tabela 4 a seguir. Nenhum dos setores representa mais de 10% das empresas da amostra, o que é positivo, pois reduz potenciais vieses nos resultados decorrentes de características específicas dos setores. Os setores mais representativos são os de construção, finanças e seguros e outros, com 10% da amostra cada um.

Tabela 4 – Divisão das empresas da amostra por setores

Variável	Sector	Empresas	% da amostra
S1	Agro e Pesca	2	1%
S2	Veículos e Peças	8	4%
S3	Alimentos e Bebidas	9	5%
S4	Comércio	11	6%
S5	Construção	19	10%
S6	Energia Elétrica	15	8%
S7	Finanças e Seguros	19	10%
S8	Imobiliário	9	5%
S9	Madeira e Papel	4	2%
S10	Máquinas	5	3%
S11	Mineração	4	2%
S12	Outros	19	10%
S13	Petróleo e Gás	4	2%
S14	Química	7	4%
S15	Saúde	4	2%
S16	Siderurgia e Metalurgia	11	6%
S17	Tecnologia da Informação	6	3%

Continuação tabela 4

Variável	Sector	Empresas	% da amostra
S18	Telecomunicações	6	3%
S19	Têxtil	11	6%
S20	Transporte	11	6%
	Água e Saneamento	2	1%
	Total	186	100%

A respeito do tamanho das empresas, a maioria das companhias da amostra é de pequena capitalização (*small caps*) com 59% das companhias, conforme gráfico 1 a seguir. Foram consideradas *small-caps* aquelas companhias com valor de mercado menor do que R\$ 3 bilhões, *mid-caps* entre R\$ 3 bilhões e R\$ 15 bilhões e *large-caps* maior de R\$ 15 bilhões.

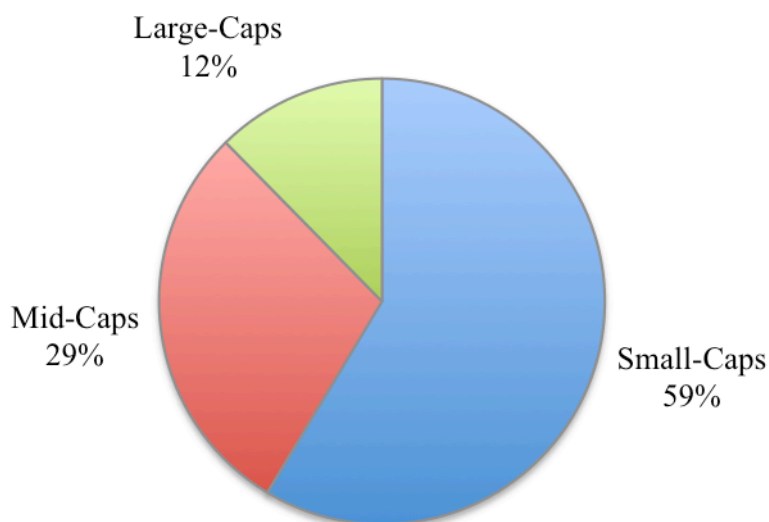


Gráfico 1 – Distribuição das empresas da amostra por tamanho

Conforme o gráfico 2 a seguir, 29% das empresas da amostra faz parte do Ibovespa. Por sua vez, as empresas da amostra participantes do Ibovespa representam 84,82% do índice, indicando a representabilidade da amostra nas negociações realizadas na Bovespa.

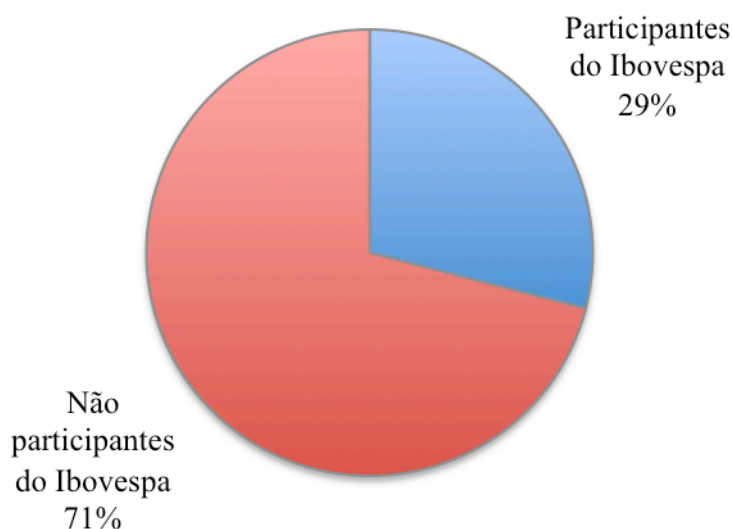


Gráfico 2 – Distribuição das empresas da amostra por participação no Ibovespa

A maioria das empresas da amostra (56%) possui o diretor financeiro a frente do departamento de RI, em segundo lugar aparece o presidente executivo com 20%. Apenas 8% das companhias da amostra possui diretor exclusivo de RI. Estes achados divergem dos encontrados pela pesquisa IBRI-Fipecafi realizada em 2010 os quais mostraram que 13,5% das empresas respondentes possuíam diretor exclusivo de RI. Esta diferença pode ser decorrente do tempo transcorrido entre uma pesquisa e outra, das amostras coletadas ou dos critérios para denominação de diretor exclusivo de RI. Neste estudo, foram considerados exclusivos aqueles diretores de RI que não desempenhavam outros cargos de diretoria tanto na companhia quanto em suas controladoras e controladas. Isto pode ter acarretado a redução no número de diretores exclusivos em relação à pesquisa do IBRI-Fipecafi. Porém, acredita-se que o critério adotado neste estudo seja adequado, tendo em vista que, assim como aqueles que acumulam cargos na mesma companhia, os diretores que acumulam cargos em outras instituições também não dedicam-se exclusivamente às atividades de RI.

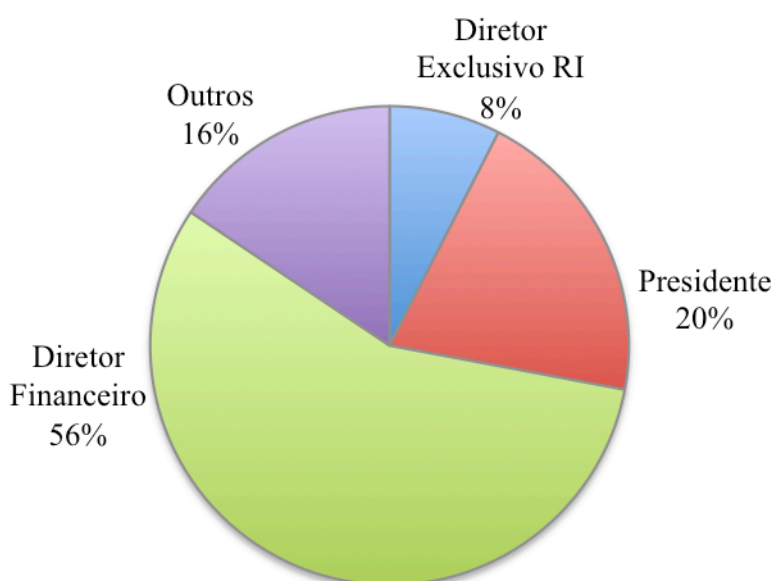


Gráfico 3 – Distribuição das empresas da amostra por cargos ocupados pelo diretor de RI

Pode-se observar na tabela 4 a seguir que a idade, a experiência e o tempo no cargo tendem, em média, a ser maiores para os diretores de RI que também são presidentes executivos, enquanto o percentual de mulheres ocupando a posição, a equipe média de RI, o número médio de reuniões Apimec realizadas em 2011 e os percentuais de companhias com sites de RI, gerentes de RI e indicações ao prêmio de RI são menores para estas mesmas empresas. Estes achados contradizem a ideia de Batista (2007) de que empresas nas quais o diretor de RI também é o presidente estariam mais preocupadas com suas relações com investidores. Pelo menos para as empresas brasileiras, presidentes acumulam o cargo de diretor de RI em companhias com departamentos menores e com menos atividades.

É interessante perceber que, relativamente, um percentual maior de mulheres ocupa a posição de diretor exclusivo de RI do que diretor de RI acumulando cargos. Outro fato relevante é que 29% das empresas com diretores exclusivos foram indicadas ao prêmio de RI, percentual relativamente maior do que para as empresas com diretores acumulando funções. Isto pode ser um sinal de que analistas e investidores valorizam esta prática nas empresas, indicando-as ao prêmio.

Cabe também destacar que todas as empresas com diretores exclusivos de RI possuíam *websites* especializados contra 79% das demais empresas. Este fato, porém, pode ser decorrente do tamanho das companhias, tendo em vista que 100% das empresas *mid* e *large-caps* possuíam *website* de RI, conforme nota-se na tabela 6.

Tabela 5 – Cargos dos diretores de RI e características dos diretores e dos departamentos de RI

Características / Cargos Diretor RI	Diretor Exclusivo	Presidente	Diretor Financeiro	Outros
Número de empresas (N)	14	38	105	29
Idade média do diretor	43	55	45	50
% de mulheres	21%	0%	5%	3%
Tempo médio no cargo	3	9	3	7
Experiência média em RI	6	10	5	5
Experiência média no setor	10	23	12	16
% com gerente de RI	79%	42%	77%	48%
Equipe média de RI	4	2	4	3
% com <i>website</i> de RI	100%	47%	93%	69%
Nº médio de Apimecs	1	0,4	2	2
% com indicação ao prêmio de RI	29%	11%	18%	17%

Os estudos de Rocha e Procianoy (2004), Marston (2004) e Chang et. al (2008) apontam que empresas maiores são mais propensas a investir em seus departamentos de RI. Como pode ser observado na tabela 6 a seguir, as empresas da amostra com maior capitalização são realmente aquelas que apresentam maior percentual com diretor exclusivo de RI, maior percentual com gerente de RI, maiores equipes, maior número de reuniões Apimec realizadas em 2011 e maior percentual de empresas indicadas ao prêmio de RI.

Tabela 6 – Características do departamento de RI pelo tamanho da empresa

Tamanho	N	% com Dir. Exclusivo de RI	% com Gerente de RI	Equipe média	% site	Apimec média	% prêmio
Small-Caps	109	6%	47%	3	67%	0,7	10%
Mid-Caps	54	4%	89%	4	100%	1,4	17%
Large-Caps	23	22%	100%	5	100%	4,2	52%

A tabela 7 a seguir apresenta as características dos departamentos de RI daquelas empresas que fazem ou não parte dos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Como é possível notar, as empresas listadas nos níveis diferenciados possuem maior percentual de diretores exclusivos de RI, maior percentual de gerentes de RI, maiores equipes, maior número de reuniões Apimec realizadas em 2011 e maior percentual de empresas indicadas ao prêmio de RI. Estes achados são coerentes com a idéia de que as empresas mais preocupadas com as melhores práticas de governança corporativas também são aquelas que mais investem nas suas relações com investidores.

Tabela 7 – Características do departamento de RI pelo segmento de listagem

Tamanho	N	% com DERI	% com Gerente	Equipe média	% site	Apimec média	% com prêmio
Nível Diferenciado de GC	135	10%	81%	4	99%	1,7	23%
Tradicional	51	2%	25%	2	31%	0,1	2%

A tabela 8 a seguir apresenta os coeficientes de correlação de Pearson para as variáveis independentes. As correlações mais fortes foram encontradas entre as variáveis TAM e IBOV (0,79), NBOV e SITE (0,77), ANA e NERI (0,77), NERI e SITE (0,69), GER e SITE (0,68) e NERI e GER (0,67), todas significativas ao nível de 1%. As variáveis relativas aos setores de atuação das empresas (S1 a S20) não apresentaram correlação acima de 0,5 para nenhum dos pares de variáveis, sendo assim excluídas da tabela.

Conforme Cohen e Holliday (1982), são consideradas correlações moderadas aquelas entre 0,4 e 0,69; fortes aquelas entre 0,7 e 0,89 e muito fortes aquelas entre 0,9 e 1. Desta forma, nenhum dos pares de variáveis independentes apresentou correlação muito forte.

Como pode-se observar, algumas variáveis referentes aos departamentos de RI (NERI, SITE e GER) possuem correlações moderadas. Tal resultado é esperado, já que as companhias que se preocupam com suas relações com investidores são propensas a investir simultaneamente em diversos aspectos dos seus programas de RI com o objetivo de melhorar a prestação de informações e o atendimento a investidores e analistas.

Tabela 8 – Correlação de Pearson para as variáveis independentes

(** significativo ao nível de 1%; * significativo ao nível de 5%)

	FORM	NBOV	TEMPO	SITE	NERI	GER	DERI	EXPRI	EXSET	ANA	CONTR OL	INST	FREE	ADR	PREMR I	APIM	TAM	IBOV	VOL
FORM	1,00																		
NBOV	0,38***	1,00																	
TEMPO	-0,34***	-0,56***	1,00																
SITE	0,30***	0,77***	-0,50***	1,00															
NERI	0,17**	0,46***	-0,25***	0,69***	1,00														
GER	0,17**	0,52***	-0,30***	0,68***	0,67***	1,00													
DERI	0,05	0,13	-0,08	0,14	0,06	0,08	1,00												
EXPRI	-0,08	-0,26***	0,26***	-0,38***	-0,16**	-0,20***	-0,01	1,00											
EXSET	-0,14**	-0,34***	0,32***	-0,45***	-0,30***	-0,27***	-0,11	0,38***	1,00										
ANA	0,27***	0,44***	-0,30***	0,59***	0,77***	0,59***	0,14	-0,13	-0,22***	1,00									
CONTR OL	-0,20***	-0,48***	0,34***	-0,46***	-0,26***	-0,25***	0,04	0,27***	0,34***	-0,32***	1,00								
INST	0,10	0,20***	0,00	0,33***	0,58***	0,38***	0,126*	-0,08	-0,18***	0,64***	-0,19***	1,00							
FREE	-0,05	0,19***	0,11	0,27***	0,27***	0,21***	-0,10	-0,12	-0,08	0,21***	-0,39***	0,22***	1,00						
ADR	-0,03	-0,01	0,14	0,17**	0,41***	0,22***	-0,04	0,03	0,01	0,42***	-0,05	0,47***	0,21***	1,00					
PREMR I	0,03	0,25***	-0,03	0,22***	0,27***	0,24***	0,09	0,02	0,01	0,34***	-0,09	0,24***	0,07	0,20***	1,00				
APIM	0,04	0,21***	0,04	0,25***	0,30***	0,22***	-0,04	0,00	0,11	0,32***	0,00	0,33***	0,10	0,35***	0,33***	1,00			
TAM	-0,07	-0,03	0,11	0,15**	0,33***	0,20***	-0,01	0,00	0,07	0,43***	0,02	0,50***	0,11	0,48***	0,32***	0,44***	1,00		
IBOV	0,05	0,11	0,06	0,19***	0,44***	0,26***	-0,01	0,02	-0,01	0,55***	-0,17**	0,67***	0,22***	0,42***	0,35***	0,38***	0,79***	1,00	
VOL	-0,03	-0,06	0,04	-0,01	0,06	0,03	-0,02	0,13	0,04	0,08	0,01	0,05	0,14	0,08	0,00	-0,01	0,07	0,06	1,00

5 RESULTADOS

Conforme explicitado na seção de método, neste estudo foram estimados quatro modelos de regressões lineares multivariadas com variáveis dependentes referentes à valorização das ações, liquidez em bolsa, cobertura de analistas e participação de investidores institucionais. Os modelos foram estimados utilizando os métodos *enter* e *stepwise*. O método *enter* insere todas as variáveis na regressão, independente de sua significância e correlação com as demais variáveis. O método *stepwise*, por sua vez, é um método de regressão adaptativo, as variáveis vão sendo adicionadas conforme seu poder explicativo em relação à variável dependente.

A tabela 9, a seguir, apresenta os resultados para o primeiro modelo utilizando o método *enter*. A variável dependente deste modelo é a MKTPL que indica a relação entre o valor de mercado da companhia e o seu patrimônio líquido. Como pode-se observar, as variáveis que apresentaram coeficientes de explicação estatisticamente significativos foram as referentes à experiência do diretor de RI nas atividades de relacionamento com investidores (EXPRI) e no setor de atuação da companhia (EXPSET). Ambos coeficientes apresentaram sinal positivo, ou seja, quanto maior a experiência do diretor em RI e no setor da companhia, maior a valorização das ações da companhia em relação ao valor contábil de seu patrimônio líquido. Os coeficientes padronizados também são economicamente relevantes, apresentado valores de 0,28 e 0,19. Isto significa que quando as variáveis EXPRI e EXPSET variam em um desvio padrão a variável MKTPL varia em 0,28 e 0,19 desvio padrão, respectivamente. Estes achados sugerem que diretores mais experientes exerçam melhor sua função no relacionamento com investidores e analistas, reduzindo os descontos resultantes da informação incompleta e promovendo a valorização dos preços das ações no mercado acionário.

Grande parte do trabalho do diretor de RI é explicar as operações e estratégias da empresa a agentes externos à organização. A familiaridade tanto com setor da empresa quanto com a própria área de RI resultaria em domínio não só sobre as operações da companhia mas também sobre as práticas de comunicação e relacionamento com investidores e analistas.

Tabela 9 – Regressão 1 utilizando o método *enter* e variável dependente MKTPL

N	R	R quadrado	R quadrado ajustado	F	Desvio padrão da estimativa	Durbin-Watson	
186	0,449	0,201	-0,012	0,943	41,409	1,990	

Modelo 1 Método Enter	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Desvio Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	-15,871	40,012		-0,397	69%		
FORM	-6,962	8,377	-0,076	-0,831	41%	0,652	1,533
NBOV	-5,038	13,877	-0,055	-0,363	72%	0,241	4,157
TEMPO	0,074	0,319	0,028	0,232	82%	0,373	2,679
SITE	15,067	18,256	0,145	0,825	41%	0,177	5,643
NERI	-0,399	3,891	-0,016	-0,102	92%	0,215	4,646
GER	-1,602	10,379	-0,019	-0,154	88%	0,379	2,637
DERI	-2,224	12,870	-0,014	-0,173	86%	0,800	1,251
EXPRI	1,816	0,600	0,283	3,024	0%	0,626	1,596
EXSET	0,690	0,340	0,199	2,028	4%	0,570	1,753
ANA	0,089	0,821	0,017	0,109	91%	0,212	4,713
CONTROL	-0,018	0,178	-0,012	-0,104	92%	0,435	2,299
INST	0,008	0,009	0,117	0,880	38%	0,311	3,215
FREE	-0,168	0,141	-0,116	-1,188	24%	0,573	1,745
ADR	-0,944	13,969	-0,007	-0,068	95%	0,472	2,120
PREMRI	-0,618	10,066	-0,006	-0,061	95%	0,639	1,566
APIM	-1,037	1,591	-0,067	-0,652	52%	0,525	1,903
TAM	0,000	0,000	0,010	0,067	95%	0,244	4,097
IBOV	-3,194	6,288	-0,090	-0,508	61%	0,175	5,730
VOL	-0,882	0,839	-0,085	-1,052	29%	0,832	1,202
S1	13,202	45,703	0,033	0,289	77%	0,415	2,410
S2	0,421	37,428	0,002	0,011	99%	0,160	6,255
S3	-1,946	36,791	-0,010	-0,053	96%	0,148	6,761
S4	-0,985	37,476	-0,006	-0,026	98%	0,118	8,477
S5	30,775	35,752	0,227	0,861	39%	0,079	12,717
S6	1,277	35,165	0,008	0,036	97%	0,101	9,945
S7	5,361	36,077	0,040	0,149	88%	0,077	12,949
S8	14,123	37,558	0,074	0,376	71%	0,142	7,046
S9	9,170	39,677	0,032	0,231	82%	0,278	3,593
S10	4,814	39,481	0,019	0,122	90%	0,226	4,423
S11	6,316	41,248	0,022	0,153	88%	0,257	3,884
S12	-0,011	36,273	0,000	0,000	100%	0,076	13,090
S13	5,329	44,263	0,019	0,120	90%	0,224	4,472
S14	-6,298	38,087	-0,029	-0,165	87%	0,175	5,699
S15	5,662	40,269	0,020	0,141	89%	0,270	3,702
S16	-5,568	37,135	-0,032	-0,150	88%	0,120	8,324
S17	4,813	38,366	0,021	0,125	90%	0,201	4,985
S18	-2,887	39,777	-0,012	-0,073	94%	0,187	5,358
S19	-4,524	37,464	-0,026	-0,121	90%	0,118	8,472
S20	0,228	35,778	0,001	0,006	99%	0,129	7,726

As demais variáveis referentes ao departamento de RI não apresentaram significância estatística para a regressão 1. Analisando o sinal dos coeficientes, as variáveis SITE, ANA e INST obtiveram coeficientes positivos, como o esperado. As variáveis NERI, GER e DERI, por sua vez, apresentaram coeficientes negativos, contrariando a expectativa, porém com valores bastante próximos de zero, traduzindo um pequeno impacto na variável dependente. O poder explicativo desta regressão, medido pelo valor do R quadrado ajustado, é bastante baixo com valor de -0,012. O pequeno poder de explicação do modelo indica que variáveis relevantes para explicar a valorização das ações tenham sido omitidas. Diversos fatores, observáveis e não observáveis, afetam a precificação das ações no mercado, o que pode tornar complexa a delimitação das variáveis explicativas. Apresentaram VIF elevado algumas variáveis referentes aos setores de atuação das empresas, indicando a presença de multicolinearidade.

A tabela 10 a seguir apresenta os resultados da regressão 1 estimados através do método *stepwise*. Além das variáveis EXPRI e EXSET, que já apresentaram significância na regressão anterior, foi também selecionada a variável referente ao setor de construção (S5). A construção é um ramo de atuação que encontra-se aquecido no Brasil atualmente. As boas perspectivas em relação ao setor podem levar as ações das companhias a apresentarem valorização superior às ações de empresas dos demais setores. Os coeficientes das três variáveis possuem valores economicamente significantes, de 0,24, 0,21 e 0,16, indicando que variações nestas características possuem impacto importante na valorização das ações.

O poder explicativo desta regressão, medido pelo valor do R quadrado ajustado, é de 0,151. Ou seja, as variáveis independentes escolhidas explicam 15,1% das variações encontradas para a variável dependente MKTPL. O poder explicativo do modelo é relativamente baixo, indicando a necessidade de inclusão de outras variáveis relevantes na análise sobre a valorização das ações. O valor da estatística de Durbin-Watson indica que os resíduos não são autocorrelacionados. Os valores do VIF não indicam a presença de multicolinearidade para as variáveis incluídas nesta regressão.

Tabela 10 – Regressão 1 utilizando o método *stepwise* e variável dependente MKTPL

N	R	R quadrado	R quadrado ajustado	F	Desvio padrão da estimativa	Durbin-Watson
186	0,406	0,165	0,151	11,971	37,923	1,976

Modelo 1	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Desvio Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	-16,767	4,692		-3,574	0%		
EXPRI	1,568	0,474	0,244	3,306	0%	0,842	1,187
S5	28,555	9,243	0,211	3,089	0%	0,987	1,013
EXSET	0,556	0,256	0,160	2,173	3%	0,846	1,182

A tabela 11 a seguir apresenta os resultados da regressão 2 utilizando o método *enter*. A variável dependente deste modelo foi a liquidez em bolsa das ações das companhias no ano de 2011 (LIQ). Pode-se observar que para esta regressão um número maior de variáveis apresentou significância estatística.

A variável referente ao fato da empresa estar listada em algum dos níveis diferenciados de governança corporativa (NBOV) apresentou coeficiente positivo de 0,13 e significativo ao nível de 5%, indicando que as empresas listadas nos segmentos comprometidos com as melhores práticas de governança corporativa possuem ações mais negociadas no mercado.

A variável referente ao percentual das ações com direito a voto na posse dos acionistas controladores (CONTROL) apresentou coeficiente com sinal negativo e significativo estatisticamente ao nível de 5%. Este resultado indica que o controle da empresa se relaciona negativamente com a liquidez das ações. Porém, o valor do coeficiente é relativamente baixo (-0,09) indicando que apesar de relacionadas, as mudanças no controle afetam pouco as variações na liquidez das ações.

Consistente com a literatura, o tamanho da empresa também aparece como fator explicativo da liquidez de suas ações, com coeficiente da variável referente ao valor de mercado (TAM) positivo e significativo ao nível de 1%. O valor do coeficiente, de 0,56, é expressivo e economicamente relevante. Empresas maiores atraem mais a atenção de investidores e analistas para suas ações, aumentando a liquidez das mesmas no mercado.

Ainda coerente com a teoria sobre *disclosure* e relações com investidores, aparecem como fatores explicativos significativos do nível de liquidez em bolsa das ações o número de casas de analistas cobrindo as ações (ANA) e o número de investidores institucionais na base acionária (INST). Os coeficientes para as duas variáveis foram positivos e significativos

estatisticamente ao nível de 5% e 1% e com valores relevantes também economicamente de 0,16 e 0,27, indicando que quanto maior o número de analistas e investidores institucionais, maior a liquidez das ações.

Quanto às variáveis referentes a estrutura e atividades dos departamentos de RI, apresentaram significância estatística as variáveis SITE e NERI. A variável SITE apresentou coeficiente com sinal negativo, contrariando o esperado, indicando que o fato da empresa possuir *website* especializado de RI tem relação negativa com a sua liquidez. Este resultado pode ser fruto de justamente de um esforço que as empresas com menor visibilidade e liquidez no mercado estejam empregando nas suas relações com investidores na tentativa de atrair a atenção dos agentes do mercado acionário. A variável NERI apresentou coeficiente com significância ao nível de 10% e sinal positivo, indicando que quanto maior o número de funcionários trabalhando no relacionamento com investidores, maior a liquidez das ações.

Apareceram ainda como significativos os coeficientes do setores de mineração (S11) e petróleo e gás (S13), ambos com sinal positivo. Este achado decorre do fato de duas das empresas com ações mais negociadas na Bovespa - Petrobrás e Vale – fazerem parte destes setores.

As variáveis EXPRI, TEMPO, FREE e PREMRI, apesar de não significativas estatisticamente, apresentaram coeficientes com sinais positivos, como o esperado. Já as variáveis GER, DERI e EXPSET apresentaram coeficientes negativos, indicando relação inversa destas características com a liquidez das ações.

O poder de explicação do modelo, medido pelo R quadrado ajustado, foi de 0,826, indicando que as variáveis independentes explicam 82,6% das variações no índice de liquidez em bolsa das ações das companhias da amostra. O teste de Durbin-Watson indica que não há autocorrelação dos resíduos. Apresentaram VIF elevado algumas variáveis referentes aos setores de atuação das empresas, indicando a presença de multicolinearidade.

Tabela 11 – Regressão 2 utilizando o método *enter* e variável dependente LIQ

N	R	R quadrado	R quadrado ajustado	F	Desvio padrão da estimativa	Durbin-Watson
186	0,928	0,862	0,826	24,103	0,395	2,034

Modelo 2 Método Enter	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Desvio Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	-0,022	0,382		-0,057	95%		
FORM	0,062	0,080	0,029	0,777	44%	0,654	1,530
NBOV	0,286	0,131	0,135	2,192	3%	0,247	4,044
TEMPO	0,002	0,003	0,030	0,598	55%	0,374	2,676
SITE	-0,554	0,169	-0,232	-3,272	0%	0,188	5,328
NERI	0,063	0,037	0,112	1,700	9%	0,217	4,607
GER	-0,023	0,099	-0,011	-0,230	82%	0,379	2,637
DERI	-0,180	0,122	-0,050	-1,469	14%	0,807	1,239
EXPRI	0,007	0,006	0,048	1,253	21%	0,633	1,580
EXSET	-0,003	0,003	-0,038	-0,944	35%	0,572	1,749
ANA	0,019	0,008	0,157	2,404	2%	0,220	4,552
CONTROL	-0,003	0,002	-0,091	-1,976	5%	0,444	2,252
INST	0,000	0,000	0,271	5,373	0%	0,371	2,699
FREE	0,000	0,001	0,012	0,298	77%	0,574	1,742
ADR	-0,117	0,133	-0,039	-0,878	38%	0,474	2,111
PREMRI	0,142	0,096	0,057	1,474	14%	0,640	1,563
APIM	-0,007	0,015	-0,019	-0,445	66%	0,525	1,903
TAM	0,000	0,000	0,567	11,667	0%	0,399	2,507
VOL	0,002	0,008	0,008	0,244	81%	0,832	1,202
S1	0,069	0,436	0,008	0,159	87%	0,415	2,408
S2	0,160	0,357	0,034	0,450	65%	0,160	6,241
S3	-0,168	0,351	-0,038	-0,478	63%	0,148	6,760
S4	0,036	0,358	0,009	0,100	92%	0,118	8,468
S5	0,302	0,340	0,097	0,888	38%	0,079	12,605
S6	-0,056	0,336	-0,016	-0,167	87%	0,101	9,945
S7	0,263	0,344	0,084	0,765	45%	0,078	12,898
S8	-0,059	0,359	-0,013	-0,165	87%	0,142	7,045
S9	-0,056	0,379	-0,009	-0,149	88%	0,279	3,589
S10	0,041	0,377	0,007	0,108	91%	0,226	4,421
S11	0,688	0,390	0,106	1,763	8%	0,262	3,811
S12	0,153	0,346	0,049	0,442	66%	0,077	13,056
S13	1,014	0,414	0,156	2,452	2%	0,234	4,282
S14	-0,137	0,364	-0,028	-0,377	71%	0,176	5,696
S15	-0,044	0,384	-0,007	-0,115	91%	0,270	3,701
S16	0,357	0,353	0,089	1,013	31%	0,121	8,242
S17	0,060	0,366	0,011	0,164	87%	0,201	4,981
S18	-0,408	0,379	-0,076	-1,077	28%	0,187	5,344
S19	0,240	0,357	0,060	0,673	50%	0,119	8,428
S20	0,010	0,342	0,002	0,028	98%	0,129	7,725

Como observa-se na tabela 12 a seguir, na regressão 2 estimada utilizando o método *stepwise*, foram incluídas as mesmas variáveis que apresentaram significância no modelo anterior, com exceção das variáveis NBOV e NERI. Adicionalmente, foram incluídas variáveis referentes aos setores de telecomunicações (S18) com sinal negativo, e construção (S5), siderurgia e metalurgia (S16) e finanças e seguros (S7) com sinais positivos. Outra variável que não havia aparecido como significante na regressão anterior é a variável referente à indicação ao prêmio de RI (PREMRI), que nesta regressão apresentou sinal positivo e significante ao nível de 5%. Todavia, o coeficiente padronizado da variável apresentou valor pequeno de 0,08, sugerindo que a indicação ao prêmio afeta pouco as variações na liquidez das ações. As variáveis com os maiores coeficientes foram novamente o tamanho e o número de investidores institucionais, indicando que estas duas variáveis tem impacto economicamente relevante na liquidez das ações. Os valores do VIF não indicam a presença de multicolinearidade para as variáveis incluídas nesta regressão.

Tabela 12 – Regressão 2 utilizando o método *stepwise* e variável dependente LIQ

N	R	R quadrado	R quadrado ajustado	F	Desvio padrão da estimativa	Durbin-Watson
	0,916	0,840	0,828	75,448	0,392	1,877

Modelo 2 Método Stepwise	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Desvio Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	0,295	0,137		2,149	3%		
TAM	0,000	0,000	0,520	12,784	0%	0,560	1,786
INST	0,000	0,000	0,290	6,594	0%	0,478	2,092
S18	-0,500	0,175	-0,094	-2,856	0%	0,864	1,157
S13	0,959	0,216	0,147	4,436	0%	0,843	1,187
ANA	0,020	0,006	0,174	3,546	0%	0,387	2,587
CONTROL	-0,004	0,001	-0,118	-3,219	0%	0,691	1,448
S11	0,722	0,206	0,111	3,505	0%	0,929	1,077
PREMRI	0,201	0,084	0,080	2,389	2%	0,822	1,216
S5	0,288	0,099	0,092	2,903	0%	0,919	1,088
S16	0,319	0,125	0,080	2,546	1%	0,948	1,055
SITE	-0,317	0,100	-0,132	-3,182	0%	0,535	1,869
S7	0,234	0,100	0,075	2,348	2%	0,907	1,103

Brennan e Subrahmanyam (1995), Roulstone (2003), Mahoney (2007), Treiger (2009) e Ali (2010) sugerem que os analistas são um público-alvo importante do departamento de RI, pois os relatórios elaborados e publicados pelos analistas aos seus

clientes aumentam a visibilidade da empresa no mercado, atraindo a atenção dos investidores e aumentando a liquidez das ações. Para avaliar como a estrutura e as atividades do departamento de RI influenciam o nível de cobertura de analistas estimou-se a regressão 3, com variável dependente referente ao número de casas de analistas cobrindo as ações das empresas em 2011.

Como pode-se notar na tabela 13 a seguir, apareceram como determinantes significativos do nível de cobertura de analistas o fato da empresa possuir formador de mercado (FORM), o tempo da empresa no mercado acionário (TEMPO), o número de funcionários da equipe de RI (NERI), o fato da empresa possuir gerente de RI (GER) e diretor exclusivo de RI (DERI), o fato da empresa ter sido indicado ao prêmio de RI em 2011 (PREMRI), o percentual das ações com direito a voto em posse dos acionistas controladores (CONTROL), a participação no Ibovespa (IBOV) e todos os setores de atuação (S1 a S20).

Os formadores de mercado são agentes contratados pelas empresas com o objetivo de garantir certo nível de liquidez às ações. Na regressão 3, a variável FORM apresentou relação significativa e positiva com a variável dependente de cobertura de analistas. A contratação do formador de mercado, além de estimular a liquidez das ações pode ser visto como algo positivo pelos agentes do mercado acionário, aumentando a visibilidade da empresa e atraindo mais analistas.

A variável referente ao número de anos da empresa no mercado acionário (TEMPO) apresentou coeficiente negativo, contrariando o esperado. Ou seja, empresas com menos tempo desde a abertura de capital atrairiam maior número de analistas.

Coerentes com o esperado apareceram os sinais dos coeficientes para o controle acionário (CONTROL) e para participação no Ibovespa (IBOV). Quanto maior o percentual de ações ordinárias sob a custódia dos controladores, menor o número de analistas, o que se mostra condizente com a idéia de que empresas com maior controle estejam menos preocupadas com as melhores práticas de governança corporativa e de *disclosure*, atraindo um número menor de analistas. A participação no Ibovespa, por sua vez, apresenta relação positiva com o número de analistas cobrindo a ação, o que pode indicar que o aumento na visibilidade proporcionado pela inclusão no índice atraia analistas. Porém, o contrário também é possível, por ter impacto na liquidez das ações, o aumento na cobertura de analistas pode acarretar a inclusão das ações no índice.

A respeito das variáveis correspondentes à estrutura e atividades do departamento de RI, a variável número de funcionários (NERI) apresentou coeficiente positivo e significativo estatisticamente ao nível de 1%, indicando que quanto maior o departamento de RI, maior o

número de analistas. O valor do coeficiente padronizado de 0,43 também é relevante economicamente. Este resultado é coerente com a idéia de Treiger (2009) de que a expansão da cobertura de analistas é um dos objetivos centrais das RI, e que este objetivo é alcançado com o maior esforço das companhias no relacionamento com o mercado de capitais.

Apresentaram também relação positiva e significativa a 5% e 1%, as variáveis GER e DERI, indicando que as companhias que possuem gerentes e diretores exclusivos de RI possuem também maior cobertura de analistas. Estes achados corroboram o raciocínio que departamentos de RI que possuem um gerente especializado ou um diretor exclusivo cuidando das relações com investidores conseguem prestar um melhor atendimento aos analistas, expandindo a sua cobertura. Gerentes e diretores exclusivos podem planejar estratégias para perseguir ativamente um aumento na cobertura de analistas, através de atividades focadas nestes agentes.

A variável de indicação ao prêmio de RI também apresentou coeficiente positivo e significativo ao nível de 10%, indicando que as empresas com RI percebidas como melhores também possuem maior cobertura de analistas. Este resultado sugere que as melhores relações com investidores acarretam um maior número de casas de analistas cobrindo as empresas. Porém, como analistas de mercado participam das escolhas para a indicação ao prêmio, é possível também que analistas privilegiem em sua escolha aquelas empresas já cobertas por suas casas, exatamente por conhecerem melhor como é o atendimento destes departamentos de RI.

As variáveis EXPSET e TAM, apesar de não significativas estatisticamente, apresentaram coeficientes com sinais positivos, como o esperado. Já as variáveis SITE e APIM apresentaram novamente relação inversa com a variável dependente. Apresentaram VIF elevado algumas variáveis referentes aos setores de atuação das empresas, indicando a presença de multicolinearidade.

Tabela 13 – Regressão 3 utilizando o método *enter* e variável dependente ANA

N	R	R quadrado	R quadrado ajustado	F	Desvio padrão da estimativa	Durbin-Watson
186	0,883	0,780	0,725	14,164	4,225	2,392

Modelo 3 Método Enter	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Desvio Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	13,817	3,909		3,535	0%		
FORM	2,104	0,836	0,118	2,516	1%	0,681	1,468
NBOV	-1,494	1,409	-0,083	-1,060	29%	0,243	4,118
TEMPO	-0,053	0,032	-0,103	-1,666	10%	0,386	2,589
SITE	-0,107	1,858	-0,005	-0,058	95%	0,178	5,618
NERI	2,063	0,357	0,432	5,780	0%	0,266	3,753
GER	2,045	1,045	0,121	1,957	5%	0,389	2,570
DERI	3,177	1,267	0,104	2,508	1%	0,859	1,165
EXPRI	-0,020	0,061	-0,016	-0,329	74%	0,631	1,584
EXSET	0,030	0,035	0,044	0,866	39%	0,577	1,732
CONTROL	-0,042	0,018	-0,134	-2,334	2%	0,451	2,218
FREE	-0,003	0,014	-0,009	-0,176	86%	0,574	1,742
ADR	0,005	1,407	0,000	0,004	100%	0,484	2,065
PREMRI	1,792	1,011	0,084	1,773	8%	0,659	1,516
APIM	-0,029	0,162	-0,009	-0,179	86%	0,531	1,885
TAM	0,000	0,000	0,045	0,575	57%	0,246	4,058
IBOV	2,080	0,562	0,299	3,699	0%	0,227	4,402
VOL	0,076	0,085	0,037	0,885	38%	0,837	1,195
S1	-10,312	4,583	-0,132	-2,250	3%	0,430	2,328
S2	-12,116	3,683	-0,306	-3,290	0%	0,172	5,818
S3	-8,784	3,677	-0,235	-2,389	2%	0,154	6,488
S4	-9,346	3,734	-0,275	-2,503	1%	0,124	8,084
S5	-12,182	3,502	-0,459	-3,479	0%	0,085	11,721
S6	-6,579	3,542	-0,223	-1,857	7%	0,103	9,696
S7	-10,599	3,567	-0,400	-2,972	0%	0,082	12,159
S8	-11,186	3,707	-0,299	-3,018	0%	0,152	6,593
S9	-6,611	3,997	-0,119	-1,654	10%	0,285	3,503
S10	-10,050	3,939	-0,202	-2,551	1%	0,236	4,230
S11	-10,266	4,114	-0,185	-2,495	1%	0,269	3,712
S12	-11,930	3,558	-0,450	-3,353	0%	0,083	12,102
S13	-15,238	4,339	-0,275	-3,512	0%	0,242	4,128
S14	-11,155	3,709	-0,264	-3,008	0%	0,193	5,192
S15	-8,462	4,034	-0,153	-2,097	4%	0,280	3,569
S16	-10,627	3,682	-0,312	-2,886	0%	0,127	7,862
S17	-8,253	3,844	-0,182	-2,147	3%	0,208	4,808
S18	-7,815	3,922	-0,172	-1,993	5%	0,200	5,004
S19	-11,719	3,696	-0,344	-3,171	0%	0,126	7,919
S20	-8,562	3,573	-0,251	-2,396	2%	0,135	7,401

A tabela 14 a seguir apresenta os resultados para a regressão 3 estimada através do método *stepwise*. Foram mantidas na regressão as variáveis NERI, IBOV, TEMPO, FORM, DERI, PREMRI e S6 (setor de energia elétrica). As variáveis NERI e IBOV apresentaram os maiores coeficientes, 0,51 e 0,26, respectivamente, sugerindo que variações nestas variáveis tem impactos consideráveis na cobertura de analistas.

Foi incluída a variável ADR, com sinal positivo, indicando que a listagem das ações na Bolsa de Valores de Nova Iorque acarreta a expansão da cobertura de analistas. O aumento da visibilidade no mercado de capitais internacional atrairia a atenção dos analistas, aumentando a cobertura.

O poder da regressão destas variáveis independentes para explicar as variações no número de coberturas é de 70,7%, medido pelo R quadrado ajustado. A estatística de Durbin-Watson indica que não há autocorrelação dos resíduos. Os valores do VIF não indicam a presença de multicolinearidade para as variáveis incluídas nesta regressão.

Tabela 14 – Regressão 3 utilizando o método *stepwise* e variável dependente ANA

N	R	R quadrado	R quadrado ajustado	F	Desvio padrão da estimativa	Durbin-Watson
186	0,848	0,720	0,707	56,835	4,358	2,269

Modelo 3 Método Stepwise	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Desvio Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	0,232	1,002		0,231	82%		
NERI	2,461	0,244	0,515	10,074	0%	0,605	1,653
IBOV	1,831	0,339	0,264	5,406	0%	0,666	1,502
TEMPO	-0,076	0,023	-0,148	-3,281	0%	0,779	1,284
FORM	1,904	0,763	0,106	2,497	1%	0,872	1,147
DERI	2,967	1,228	0,097	2,416	2%	0,973	1,028
ADR	2,537	1,196	0,100	2,121	4%	0,712	1,404
S6	2,762	1,224	0,094	2,257	3%	0,919	1,088
PREMRI	1,878	0,919	0,088	2,043	4%	0,849	1,178

Mahoney (2007), Treiger (2009), Bushee (2004) e Laskin (2004) apontam que outro grupo de interesse para os departamentos de RI são os investidores institucionais. Para mensurar como a estrutura e atividades do departamento de RI impactam a participação de investidores institucionais na carteira de acionistas, foi estimada a regressão 4, que tem como variável dependente a variável INST.

A tabela 15 traz os resultados da regressão 4 utilizando o método *enter*. Apresentou coeficiente positivo e significativo ao nível de 5% a variável referente ao fato da empresa

possuir ações listadas na bolsa de valores de Nova Iorque (ADR). Este achado sugere que companhias com ações listadas internacionalmente atraem mais investidores institucionais. Conforme a BM&FBOVESPA (2011), os investidores estrangeiros foram responsáveis por 39% do volume financeiro negociado na Bovespa em dezembro de 2011. Desta forma, tornar a empresa mais conhecida no mercado internacional pode acarretar um maior número de investidores institucionais em posse das ações na Bovespa.

A variável de participação no Ibovespa (IBOV) também aparece com coeficiente positivo de 0,6 e significativo, indicando que empresas participantes do Ibovespa possuem mais investidores institucionais. Novamente, a visibilidade provocada pela participação no índice pode aumentar o interesse dos investidores institucionais, mas também o aumento no número de investidores institucionais pode acarretar aumento na liquidez, levando à inclusão no índice.

As variáveis correspondentes ao departamento de RI que apresentaram significância estatística foram as variáveis NERI e DERI. A variável NERI apresentou coeficiente com sinal positivo e valor de 0,22, indicando que quanto mais funcionários trabalhando na equipe de RI, maior o número de investidores institucionais na base acionária da empresa. Este achado é coerente com a idéia de que departamentos de RI com mais profissionais prestam um melhor serviço aos investidores atraindo a sua participação.

O coeficiente da variável referente ao fato da empresa possuir diretor exclusivo de RI (DERI) também apresentou sinal positivo, indicando que empresas com diretores exclusivos de RI tendem a possuir maior número de investidores institucionais. Este resultado corrobora o raciocínio de que diretores exclusivos dedicam mais tempo e atenção ao relacionamento com os investidores, o que acarreta a expansão da carteira de investidores.

Também apresentaram significância os setores de química (S14) e telecomunicações (S18), indicando que o fato da companhia fazer parte destes setores está relacionado positivamente com o número de investidores institucionais. Empresas com bastante visibilidade no mercado acionário brasileiro como Braskem, Brasil Telecom e TIM Participações fazem parte destes setores e possuem os números mais altos de investidores institucionais da amostra, justificando este achado.

Apesar de não significativo estatisticamente, o coeficiente da variável APIM apresentou sinal positivo, como esperado, pela primeira vez. Também apresentaram os sinais esperados as variáveis FORM, NBOV, TEMPO e GER. Contrariaram a expectativa, os sinais negativos de TAM, PREMRI, SITE, EXPRI e EXPSET.

Tabela 15 – Regressão 4 utilizando o método *enter* e variável dependente INST

N	R	R quadrado	R quadrado ajustado	F	Desvio padrão da estimativa	Durbin-Watson	
186	0,823	0,677	0,596	8,390	391,208	1,800	

Modelo 4 Método Enter	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Desvio Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	-92,83	361,99		-0,26	80%		
FORM	78,80	77,43	0,06	1,02	31%	0,68	1,47
NBOV	41,41	130,48	0,03	0,32	75%	0,24	4,12
TEMPO	3,52	2,96	0,09	1,19	24%	0,39	2,59
SITE	-139,26	172,09	-0,09	-0,81	42%	0,18	5,62
NERI	79,65	33,04	0,22	2,41	2%	0,27	3,75
GER	59,98	96,79	0,05	0,62	54%	0,39	2,57
DERI	304,57	117,33	0,13	2,60	1%	0,86	1,16
EXPRI	-6,09	5,65	-0,06	-1,08	28%	0,63	1,58
EXSET	-2,72	3,19	-0,05	-0,85	40%	0,58	1,73
CONTROL	-0,83	1,66	-0,03	-0,50	62%	0,45	2,22
FREE	0,49	1,33	0,02	0,37	71%	0,57	1,74
ADR	253,75	130,25	0,13	1,95	5%	0,48	2,07
PREMRI	-87,16	93,59	-0,05	-0,93	35%	0,66	1,52
APIM	17,03	14,96	0,07	1,14	26%	0,53	1,88
TAM	0,00	0,00	-0,09	-0,93	36%	0,25	4,06
IBOV	321,16	52,07	0,60	6,17	0%	0,23	4,40
VOL	-1,20	7,90	-0,01	-0,15	88%	0,84	1,20
S1	-18,23	424,36	0,00	-0,04	97%	0,43	2,33
S2	-32,72	341,02	-0,01	-0,10	92%	0,17	5,82
S3	85,66	340,49	0,03	0,25	80%	0,15	6,49
S4	161,40	345,75	0,06	0,47	64%	0,12	8,08
S5	1,61	324,28	0,00	0,00	100%	0,09	11,72
S6	76,57	328,03	0,03	0,23	82%	0,10	9,70
S7	99,54	330,28	0,05	0,30	76%	0,08	12,16
S8	149,45	343,23	0,05	0,44	66%	0,15	6,59
S9	259,76	370,11	0,06	0,70	48%	0,29	3,50
S10	1,20	364,76	0,00	0,00	100%	0,24	4,23
S11	114,65	380,97	0,03	0,30	76%	0,27	3,71
S12	85,99	329,50	0,04	0,26	79%	0,08	12,10
S13	-310,42	401,75	-0,07	-0,77	44%	0,24	4,13
S14	586,81	343,44	0,18	1,71	9%	0,19	5,19
S15	230,50	373,59	0,05	0,62	54%	0,28	3,57
S16	14,31	340,96	0,01	0,04	97%	0,13	7,86
S17	173,03	355,98	0,05	0,49	63%	0,21	4,81
S18	770,50	363,17	0,22	2,12	4%	0,20	5,00
S19	-33,59	342,21	-0,01	-0,10	92%	0,13	7,92
S20	130,67	330,82	0,05	0,39	69%	0,14	7,40

O poder de explicação da regressão, medido pelo R quadrado ajustado, é de 0,596. Ou seja, as variações nas variáveis independentes explicam 59,6% das variações no número de investidores institucionais nas bases acionárias das companhias da amostra. O teste de Durbin-Watson aponta que não há autocorrelação entre os resíduos.

A tabela 16 a seguir apresenta os resultados para a regressão 4 estimada através do método *stepwise*. Foram mantidas na regressão as seguintes variáveis que apresentaram coeficientes significantes na regressão anterior: IBOV, NERI, DERI, S18 e S14. Destacaram-se novamente os valores relevantes economicamente dos coeficientes de IBOV e NERI de 0,56 e 0,26, respectivamente. Foi excluída a variável ADR e incluída a variável S13 (setor de petróleo e gás).

Com exceção do coeficiente de S13, todos os coeficientes das variáveis incluídas no modelo são positivos, apontando que companhias participantes do Ibovespa, com mais funcionários de RI e que possuem diretor exclusivo possuem maior número de investidores institucionais. Os valores do VIF não indicam a presença de multicolinearidade para as variáveis incluídas nesta regressão.

Tabela 16 – Regressão 4 utilizando o método *stepwise* e variável dependente INST

N	R	R quadrado	R quadrado ajustado	F	Desvio padrão da estimativa	Durbin-Watson
186	0,805	0,647	0,633	46,655	372,895	1,833

Modelo 4 Método Stepwise	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Desvio Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	-127,59	65,41		-1,95	5%		
IBOV	296,63	30,15	0,56	9,84	0%	0,62	1,62
NERI	96,32	19,36	0,26	4,97	0%	0,71	1,42
S18	666,39	159,81	0,19	4,17	0%	0,94	1,07
S14	509,84	144,49	0,16	3,53	0%	0,99	1,01
S13	-459,62	205,02	-0,11	-2,24	3%	0,85	1,18
DERI	263,14	104,42	0,11	2,52	1%	0,99	1,02

É interessante notar que as variáveis NERI e DERI apresentaram coeficientes positivos e significativos tanto na regressão para o número de analistas quanto na regressão para o número de investidores institucionais. Este achado sugere que o tamanho do departamento e o fato de este possuir diretor exclusivo são fatores importantes na atração e manutenção de investidores e analistas.

5.1 EXCLUSÃO DOS *OUTLIERS*

Com o intuito de tornar os resultados mais robustos, foi realizada uma análise das observações para quais os valores se distanciavam muito da média amostral (*outliers*). Para determinar os limites inferiores e superiores para cada variável foi utilizada a equação de Hoffmann (1991) abaixo.

$$\bar{X} - Z\sigma \leq \mu \leq \bar{X} + Z\sigma$$

onde:

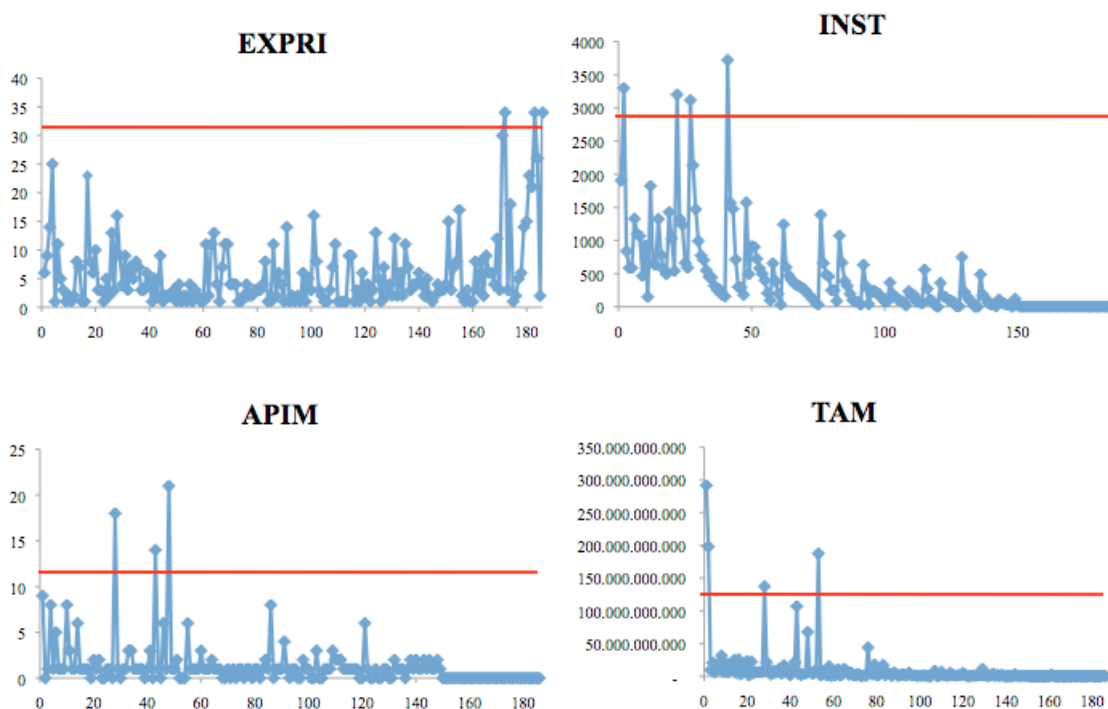
\bar{X} = média amostral

σ = desvio padrão amostral

μ = intervalo de confiança

Neste estudo, optou-se por utilizar o valor de $Z = 4$. Ou seja, foram excluídas da amostra as empresas que possuíam o valor de pelo menos uma das variáveis quatro desvios padrão acima ou abaixo da média amostral.

A exclusão dos *outliers* se justifica pelo fato de ter sido encontrado um número pequeno de empresas (14) com valores de variáveis que se distanciavam bastante dos valores médios, como pode-se observar nos gráficos a seguir. A linha horizontal nos gráficos indica o limite superior do intervalo de confiança. As empresas com valores acima deste limite foram excluídas da amostra. Não foram encontrados valores abaixo dos limites inferiores.



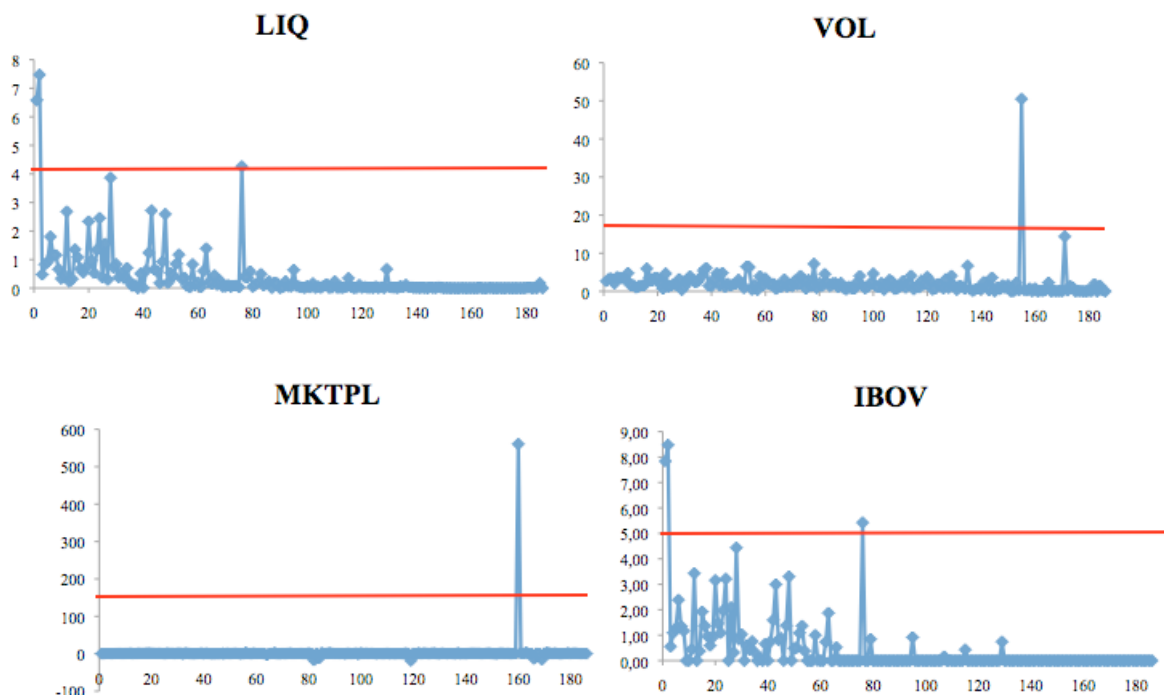


Gráfico 4 – Detecção de outliers

Para a variável EXPRI, foram encontradas 3 empresas com valores acima de 34 anos. Para a variável INST, foram encontradas 4 empresas com mais de 2.872 investidores institucionais. Já para a variável APIM, 4 empresas da amostra realizaram mais de 12 reuniões em 2011. Foram consideradas *outliers* para a variável TAM, 4 empresas com valores de mercado superiores a 137 bilhões de reais. Para a variável LIQ, foram consideradas *outliers* 3 empresas com liquidez em bolsa superior a 4,2. Para a variável VOL, foi encontrada uma empresa com valor superior a 18,07. Para a variável MKTPL, apenas uma empresa apresentou valor superior a 168. E, por fim, para a variável IBOV, foram encontradas 3 empresas com participação superior a 5,09%.

No total, foram realizadas 14 exclusões. As regressões 1, 2, 3 e 4 foram estimadas novamente para verificar se os resultados permaneceriam consistentes com os encontrados para a amostra completa.

A tabela 17 a seguir traz os resultados das regressões utilizando o método *enter* e a tabela 18, os resultados obtidos pelo método *stepwise*. Como pode-se observar, para a regressão 1, apresentaram significância estatística as variáveis referentes à existência de um site especializado de RI (SITE), ao *free float* das ações (FREE) e ao setor têxtil (S19). O coeficiente da variável SITE apresentou sinal positivo de 0,48, indicando que o fato da empresa possuir um site de RI relaciona-se positivamente com o seu índice *market-to-book*.

As variáveis NERI, GER, DERI e PREMRI, apesar de não significativas estatisticamente, nesta regressão, ao contrário da realizada com a amostra completa,

apresentaram os sinais positivos esperados. A variável referente ao número de reuniões Apimec realizadas pela empresa (APIM) permaneceu com coeficiente negativo. As variáveis EXPRI e EXSET, que haviam apresentado coeficientes positivos e significativos na regressão com a amostra completa, agora apresentaram coeficientes negativos e não significantes. Estes achados indicam que a relação positiva e significativa anteriormente encontrada entre a experiência do diretor de RI e a valorização das ações das empresas era fruto dos resultados dos *outliers*.

Para a regressão 2, os resultados com a amostra sem *outliers* foram mais consistentes com aqueles encontrados para a amostra completa. Permaneceram significantes e com os mesmos sinais os coeficientes das variáveis SITE, ANA, CONTROL, INST, TAM, S5 e S16. A variável PREMRI, que havia apresentado coeficiente significativo para a regressão *stepwise* com a amostra completa, não permaneceu significativa após a exclusão dos *outliers*. Estes achados reforçam a relevância das variáveis tamanho, cobertura de analistas, participação de investidores institucionais e controle para explicar as variações observadas na liquidez em bolsa das ações das companhias brasileiras.

Os resultados da regressão 3 após a exclusão dos *outliers* também foram bastante consistentes com aqueles encontrados para a amostra total. Mantiveram seus sinais e significância os coeficientes das variáveis FORM, TEMPO, NERI, PREMRI e IBOV. Estes resultados enfatizam a importância da equipe de RI e da qualidade das relações com investidores na expansão da cobertura de analistas. As variáveis DERI e GER apenas apresentaram significância na regressão pelo método *enter*. As variáveis TAM e VOL, que não haviam apresentado significância estatística para a amostra completa, obtiveram coeficientes significativos e positivos nesta regressão, indicando que quanto maior o tamanho da empresa e a volatilidade dos preços de suas ações, maior a cobertura de analistas.

A regressão 4, por sua vez, apresentou resultados que confirmam a significância das variáveis IBOV e NERI para o método *stepwise*, mas que não reiteram a relevância da variável DERI. Coerente com a teoria, apresentou desta vez sinal positivo e significância o coeficiente da variável tamanho (TAM), indicando que empresas maiores possuem mais investidores institucionais. A variável EXPSET também apresentou coeficiente significativo, porém negativo. Este resultado pode ser decorrente do fato de muitos dos diretores mais experientes serem também presidentes e acionistas controladores das companhias, os quais desde jovens participam das operações da empresa. Esta situação tende a ser comum para empresas menores e com departamentos de RI menos estruturados.

Tabela 17 – Regressões para a amostra sem outliers utilizando o método enter

Os asteriscos indicam a significância estatística dos coeficientes ao nível de 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Método ENTER	Coeficientes Padronizados			
	Reg. 1 Var. Dep: MKTPL	Reg. 2 Var Dep: LIQ	Reg. 3 Var. Dep.: ANA	Reg. 4 Var. Dep. INST
FORM	0,019	0,077	0,100**	-0,008
NBOV	-0,157	0,090	-0,061	-0,054
TEMPO	-0,058	0,016	-0,128**	-0,064
SITE	0,483***	-0,226**	-0,027	-0,036
NERI	0,033	0,028	0,329***	0,121
GER	0,023	-0,002	0,101*	0,027
DERI	0,025	-0,079*	0,088**	0,061
EXPRI	0,007	0,042	-0,022	-0,018
EXSET	-0,001	0,013	0,025	-0,085
ANA	-0,170	0,279***		
CONTROL	-0,118	-0,133**	-0,090	-0,034
INST	-0,032	0,514***		
FREE	-0,196**	0,057	-0,002	0,095*
ADR	0,010	0,089*	-0,046	-0,092*
PREMRI	0,037	-0,033	0,121***	-0,024
APIM	-0,008	-0,078	0,055	0,007
TAM	-0,120	0,149*	0,122*	0,429***
IBOV	0,136		0,267***	0,425***
VOL	0,087	-0,010	0,117***	0,010
S1	-0,029	0,092	-0,132**	-0,084
S2	-0,023	0,178*	-0,307***	-0,099
S3	-0,017	0,146	-0,240**	-0,111
S4	-0,092	0,197*	-0,293***	-0,091
S5	-0,120	0,375***	-0,473***	-0,147
S6	-0,022	0,140	-0,253**	-0,142
S7	0,000	0,287**	-0,373***	-0,136
S8	-0,082	0,092	-0,266***	-0,057
S9	0,053	0,080	-0,122	0,063
S10	0,018	0,127	-0,214***	-0,082
S11	0,013	0,136*	-0,147**	-0,057
S12	-0,165	0,292**	-0,483***	-0,155
S13	-0,022	0,128*	-0,181***	-0,103
S14	0,007	0,140	-0,266***	-0,050
S15	-0,063	0,078	-0,1483**	-0,032
S16	0,046	0,299***	-0,355***	-0,102
S17	-0,062	0,152*	-0,217***	-0,112
S18	-0,004	0,060	-0,158**	-0,123
S19	-0,503***	0,247**	-0,350***	-0,178
S20	-0,075	0,154	-0,270***	-0,044
R ² Ajustado	0,286	0,715	0,734	0,705
F	2,758***	12,271***	13,756***	12,024***
Durbin-Watson	1,318	1,491	2,394	1,878

Tabela 18 – Regressões para a amostra sem *outliers* utilizando o método *stepwise*

Os asteriscos indicam a significância estatística dos coeficientes ao nível de 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Método STEPWISE	Coeficientes Padronizados			
	Reg. 1 Var. Dep: MKTPL	Reg. 2 Var Dep: LIQ	Reg. 3 Var. Dep.: ANA	Reg. 4 Var. Dep. INST
FORM			0,120***	
TEMPO			-0,172***	
SITE	0,371***	-0,219***		
NERI			0,393***	0,127**
EXSET				-0,121***
ANA		0,239***		
CONTROL		-0,144***		
INST		0,535***		
FREE	-0,139**	0,0967**		
PREMRI			0,110***	
TAM		0,138**	0,239***	0,379***
IBOV			0,193***	0,460***
VOL			0,097**	
S5		0,163***		
S9				0,109***
S16		0,102**		
S19	-0,449***			
R ² Ajustado	0,376	0,723	0,720	0,723
F	35,302***	56,835***	63,754***	90,349***
Durbin-Watson	1,205	1,552	2,271	1,783

A análise dos resultados após a exclusão dos *outliers* serviu ao propósito de substanciar os achados que revelam a importância do tamanho da equipe de RI para a expansão da cobertura de analistas e da participação de investidores institucionais, fatores que indiretamente afetam a liquidez das ações, como demonstrado na regressão 2.

A variável referente ao site especializado de RI apresentou significância tanto estatística quanto econômica para explicar as variações na valorização das ações para a amostra sem *outliers*, sugerindo que os esforços para criar e manter um site de RI contribuam para a disseminação de informações e valorização das ações. A variável referente à indicação ao prêmio de RI, por sua vez, mostrou relação positiva com a cobertura de analistas para as duas amostras, como o esperado. Ainda coerente com a teoria, os resultados indicam que empresas maiores possuem ações mais líquidas e com mais analistas e investidores institucionais.

Em suma, mostraram-se como fatores explicativos relevantes da liquidez, o número de casas de análise cobrindo as ações das empresas e o número de investidores institucionais.

Estes dois fatores, por sua vez, foram em parte explicados pelo número de funcionários na equipe de RI, pela qualidade das RI e pela presença de um diretor exclusivo.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi estabelecer uma melhor compreensão a respeito dos efeitos das estruturas e atividades dos departamentos de RI no Brasil no comportamento das ações. Através de regressões multivariadas verificou-se se a estrutura e atividades dos departamentos de RI são fatores explicativos da valorização das ações, liquidez em bolsa, cobertura de analistas e participação de investidores institucionais para as companhias abertas brasileiras.

Os resultados indicam que, para amostra estudada de 186 empresas, os departamentos de RI são relativamente pequenos, com média de 3 funcionários trabalhando no departamento. Ainda também é pequeno o número de empresas que possuem diretor exclusivo de RI (8% da amostra). Porém, a maioria das companhias (66%) possui um gerente de RI, o que pode contribuir para a melhor distribuição e gestão das atividades de RI, liberando tempo do diretor para as atividades consideradas estratégicas.

A respeito das atividades de RI, a maioria das empresas (81%) mantém um canal *online* de comunicação com seus investidores e analistas através de um *website* especializado de RI. O contato presencial com os públicos de RI também parece ser relevante para as companhias, que realizaram, em média, uma reunião pública Apimec no ano de 2011.

Este mapeamento das características dos departamentos de RI indica uma preocupação das empresas em prestar informações aos agentes do mercado, através do *website* e das reuniões, mas talvez sem um número de profissionais adequado para realizar as diversas atribuições de RI. Os resultados de Rocha e Procianoy (2004) na sua *survey* com 65 companhias abertas brasileiras em 2001 encontrou uma média de 4 funcionários na área de RI, achado que não difere muito do encontrado para o presente estudo, realizado uma década depois.

Os resultados das regressões sugerem que as características referentes ao tamanho do departamento de RI e à qualidade de suas atividades, medida pela indicação ao prêmio de RI, são fatores explicativos indiretos da liquidez das ações, uma vez que impactam a cobertura de analistas e a participação de investidores institucionais.

Apesar de apenas uma variável referente aos departamentos de RI ter apresentado significância para explicar a liquidez das ações – variável SITE com sinal negativo –, apareceram como fatores explicativos relevantes para a liquidez a cobertura de analistas e número de investidores institucionais. Consistente com a literatura, o tamanho das empresas também apareceu como determinante importante da liquidez das ações. Já nas regressões que

tenham a cobertura de analistas e o número de investidores institucionais como variáveis dependentes, apresentaram significância as variáveis prêmio de RI e número de funcionários na equipe de RI. Estes resultados sugerem que os impactos das relações com investidores na liquidez das ações sejam indiretos, através de uma expansão da cobertura de analistas e da carteira de investidores.

Já a respeito dos cargos de diretor e gerente de RI, as variáveis referentes ao fato da empresa possuir diretor exclusivo de RI e gerente de RI apareceram como fatores explicativos significativos e positivos para o número de analistas. Estes resultados reforçam a importância do gerente e do diretor de RI para a manutenção e atração de analistas, o que em última instância impacta a liquidez das ações.

Os resultados para as regressões que buscavam explicar a valorização das ações não mostraram-se consistentes após a exclusão dos *outliers*, indicando que as variáveis referentes à estrutura e atividades de RI não são sozinhas capazes de explicar as variações na valorização das ações.

Ainda sabe-se pouco sobre as relações com investidores no Brasil e os seus efeitos no comportamento das ações. Este estudo buscou contribuir para uma melhor compreensão das características dos departamentos de RI que são ou não relevantes na tentativa de reduzir a assimetria de informações entre a empresa e o mercado acionário.

A implicação prática dos resultados desta pesquisa é a de que empresas que desejem aumentar a liquidez de suas ações devem prestar atenção aos fatores que contribuem para a expansão da cobertura de analistas e da participação de investidores institucionais. Ações como aumentar a equipe de RI, melhorar a qualidade no atendimento aos analistas e investidores e designar um diretor ou gerente exclusivo podem auxiliar as empresas a atingir o objetivo de aumento da negociabilidade das ações.

Em suma, este estudo aponta que as relações com investidores nas companhias brasileiras ainda estão em desenvolvimento. Entretanto, fatores como o número de funcionários do departamento, a qualidade das RI, seus gerentes e diretores aparecem como significativos para explicar a cobertura de analistas e a participação de investidores institucionais, justificando o contínuo investimento das empresas e a realização de estudos futuros na área de RI.

6.1 LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

Conforme Mahoney (2007, p. 60): “a informação – produto do RI – é intangível por definição”. Delimitar como características particulares e não econômicas dos departamentos influenciam a consecução dos objetivos de RI é uma tarefa difícil.

O fato de diversas variáveis, observáveis e não observáveis, relacionarem-se com o comportamento dos preços das ações torna complexa a delimitação da influência das estruturas e atividades dos departamentos com os objetivos de RI que são mencionados neste trabalho.

Uma das dificuldades potenciais na identificação dos efeitos das características dos departamentos de RI utilizando regressões multivariadas é decorrente das correlações entre estas características e fatores específicos da empresa. Pode-se incorrer em problemas de endogeneidade, não sabendo ao certo qual relação de causalidade se está verificando.

Outra limitação importante do estudo, foi a falta de informações disponíveis para diversas companhias abertas brasileiras. A exclusão destas empresas da amostra pode ter gerado um viés nos resultados, pois apenas aquelas que possuíam as informações foram incluídas, deixando de fora exatamente aquelas empresas com menor *disclosure* e menor preocupação com suas relações com investidores.

Como sugestão para pesquisas futuras coloca-se a utilização de outros métodos de estimação e de amostras maiores. O estudo de como as relações com investidores impactam a volatilidade das ações também se mostra bastante interessante, principalmente para o cenário brasileiro, onde pesquisas sobre o assunto ainda são escassas.

REFERÊNCIAS

ALI, S. A. A. Relações com Investidores e Geração de Valor: Um Estudo Comparativo das Percepções de Profissionais da Área de RI e de Investidores no Brasil. In: SEMEAD, 13, 2010, São Paulo. *Anais...* São Paulo: SEMEAD, 2010. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/13semead/resultado/trabalhosPDF/12.pdf>>. Acesso em: 4 de janeiro 2012.

AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Liquidity, The Value of the Firm, and Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 24, n. 1, p. 17-32, 2012.

AGARWAL, V.; LIAO, A.; NASH, E. A.; TAFFLER, R. J. The Impact of Effective Investor Relations on Market Value. SSRN working paper, 2008.

ARROW, K. J. *Principal and agents: the structure of America business*. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

ARYA A.; MITTENDORF, B. The interaction among disclosure, competition between firms, and analyst following. *Journal of Accounting and Economics*, n. 43, p. 321–339, 2007.

BAMBER, L. S.; JIANG J.; WANG I. Y. What's My Style? The Influence of Top Managers and Their Personal Backgrounds on Voluntary Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, forthcoming, 2010.

BANDEIRA, A. *O profissional de Relações com Investidores é tão importante quanto o presidente da empresa*. Entrevistador: Marcelo Guimarães. *Jornal de Educação Empresarial, Entrevistas*, junho 2009. Disponível em: <<http://educacaoempresarial.wordpress.com/2009/06/16/alvaro-bandeira-o-profissional-de-relacoes-com-investidores-e-tao-importante-quanto-o-presidente-da-empresa/>>. Acesso em: 8 maio 2011.

BARKER, Richard G. The Market for Information: Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers. *Accounting and Business Research*, n. 29, p. 3-20, 1998.

BATISTA, J. P. N. *Ninguém quer evitar punições, mas sim prevenir o vazamento de informações*. Entrevistador: André Háfez. *BM&FBOVESPA*, 2007. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/071213NotA.asp>>. Acesso em: 4 jan. 2012.

BATISTA, J. P. N. *Apagão de talentos*. Entrevistador: Yuki Yokoi. *Revista Capital Aberto*,

ano 5, n. 54, p. 36-39, fevereiro 2008. Disponível em: < http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&i=1778&sec=4>. Acesso em: 15 set. 2010/

BHUSHAN, R. Firm characteristics and analyst following. *Journal of Accounting and Economics*, v. 11, p. 255–274, 1989.

BM&FBOVESPA. Mercados – Ações – Consultas – Participação de Investidores. 2011. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/renda-variavel/BuscarParticipacaoInvestimento.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 30 dez. 2011.

BOLSA DE VALORES DE LONDRES (LONDON STOCK EXCHANGE). *Investor Relations: A Practical Guide*. Londres, 2010.

BRAGG, S. M.. *Running an Effective Investor Relations Department: A Comprehensive Guide*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 258 p., 2010.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM n. 202: registro de companhia para negociações de seus valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão, consolidando e revogando as instruções CVM n. 60/87, 73/87, 118/90 e 127/90*. São Paulo, 1993.

BRENNAN, M. J.; SUBRAHMANYAM, A. Investment Analysis and Price Formation in Securities Markets. *Journal of Financial Economics*, v. 38, p. 361-381, 1995.

_____; TAMAROWSKI, C. Investor Relations, Liquidity, and Stock Prices. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 12, p. 26-37, 2000.

BROWN, S.; HILLEGEIST, S. A. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, v. 12, n. 2 e 3, p. 443-477, 2007.

BUSINESS FINANCE. *CFOs' Investor-Relations Role Grows*. Fev. 2007, v. 13, Issue 2, p. 7-8, 2p, 2007.

BUSHEE, B.; NOE, C. Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. *Journal of Accounting Research*, v. 38, p. 171-202, 2000.

_____. Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? *Contemporary Accounting Research*, n. 18, p. 207–246, 2001.

_____. Identifying and Attracting the “Right” Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 16, n. 4, p. 28-35, 2004.

_____; MILLER, G. Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following. Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=643223>>. Acesso em: 25 ago. 2009.

_____; JUNG, M.; MILLER, G. Conference Presentations and the Disclosure Milieu. *Journal of Accounting Research*, v. 49, p. 1163-1192, 2011.

CASTANIAS, R.; HELFAT, C. The managerial rents model: Theory and empirical analysis. *Journal of Management*, v. 6, p. 661–678, 2001.

CHANG, M.; D’ANNA, G.; WATSON, I.; WEE, M. Does Disclosure Quality via Investor Relations Affect Information Asymmetry? *Australian Journal of Management*, v. 33, n. 2, 2008.

CHUNG, K. H.; ELDER, J.; KIM, J. Corporate Governance and Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 45, 2010.

COHEN, L; HOLLIDAY, M. G. *Statistics for social scientists: An introductory text with computer programs in basic*. Londres: Harper & Row, 1982.

DEEPHOUSE, D.; WISEMAN, R. Comparing alternative explanations for accounting risk-return relations. *Journal of economic behavior & organization*, v. 42, n. 4, p. 463-482, 2000.

DEL LAMA, D. *O Papel da Área de Relações com Investidores nas Empresas de Capital Aberto Listadas na BM&FBOVESPA*. 2009. 107 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Municipal de São Caetano do Sul, São Caetano do Sul, 2009.

DOLPHIN, R. R. The strategic role of investor relations. *Corporate Communications: An International Journal*, v. 9, n. 1, p. 25-42, 2004.

ECONOMÁTICA. Manual – Indicadores - Indicadores Técnicos. 2012. Disponível em: <<http://www.economica.com/support/manual/portugues/whnjs.htm>>. Acesso em: 3 maio 2012.

FALCÃO, H.; STEFANO, R. O novo papel do RI. *Revista RI*, Rio de Janeiro, n.109, p. 20-

25, mar. 2007.

FALKENSTEIN, E. Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings. *Journal of Finance*, n. 51, p. 111-135, 1996.

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

_____. Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.

FRANCIS, J.; HANNER, J. D.; PHILBRICK, D.R. Management Communication with Securities Analysts. *Journal of Accounting and Economics*, v. 24, n.3, p. 363-394, 1997.

FRANKEL, R.; JOHNSON, M.; SKINNER, D. An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. *Journal of Accounting Research*, v. 37, n. 1, p. 133–150, 1999.

GE, W.; MATSUMOTO D.; ZHANG, J. Do CFOs Have Styles of Their Own? An Empirical Investigation of the Effect of Individual CFOs on Financial Reporting Practices. *Working paper*, University of Washington, Seattle, WA, 2008.

GIL, A. C. *Como elaborar Projetos de Pesquisa*, 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GODOY, A. A. J.; COSTA, S. R. C. Evidenciação, divulgação ou disclosure: aspectos teóricos e aplicações ao mercado financeiro. *FCV Empresarial*, v.1, p.151-165, 2007.

GOMPERS, P.; METRICK, A. Institutional Investors and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, n. 116, p. 229-259, 2001.

HAIR, J. F. Jr.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAN, R. L. *Multivariate Data Analysis*. Upper Saddle River: Prentice Hall, 6^a ed., 2005.

HAMBRICK, D. C.; MASON, P. A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers. *Academy of Management Review*, IX, p. 193–206, 1984.

HAMBRICK, D. C. Upper Echelons Theory: An Update. *Academy of Management Review*, v. 32, n. 2, 334–343, 2007.

HEALY, P.; HUTTON, A.; PALEPU, K. Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Increases in Disclosure. *Contemporary Accounting Research*, n. 16, p. 485-529, 1999.

HOCKERTS, K.; MOIR, L. Communicating Corporate Responsibility to Investors: The Changing Role of the Investor Relations Function. *Journal of Business Ethics*, v. 52, p. 85-98, 2004.

HOFFMANN, R.. *Estatística para Economistas*. 2ª Ed., Biblioteca Pioneira de Ciências Sociais, p.423, 1991.

HOLLAND, J. B.; DORAN, P. Financial Institutions, Private Acquisition of Corporate Information, and Fund Management. *The European Journal of Finance*, n. 4, p. 129-155, 1998.

HONG, H.; HUANG, M. Talking up Liquidity: Insider Trading and Investor Relations. *AFA 2003 Washington, DC Meetings*, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES - IBRI. *4a Pesquisa IBRI-Fipecafi sobre o Perfil do Profissional e da Área de Relações com Investidores*. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/download/enquete/Pesquisa_Profissional_de_RI_4.pdf>. Acesso em: 5 maio 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES - IBRI. *5a Pesquisa IBRI-Fipecafi sobre o Perfil do Profissional e da Área de Relações com Investidores*. Disponível em: <<http://www.fipecafi.org/sala-de-imprensa/releases/FIPECAFI-IBRI-divulgam-resultado-5-pesquisa-perfil-area-relacoes-investidores.pdf>>. Acesso em: 10 ago. 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES - IBRI. *Guia de relações com investidores*. São Paulo: IBRI-Bovespa, 2007. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/download/publicacoes/Guia_de_RI.pdf> Acesso em: 6 maio 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES - IBRI. *O Estado da Arte das Relações com Investidores no Brasil*. São Paulo: IBRI, 2008.

IUDÍCIBUS, S. *Teoria da Contabilidade*. 7a. Ed., São Paulo: Atlas, 2004.
JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M.; ZAJAC, E. Corporate elites and corporate strategy: How demographic preferences and structural position shape the scope of the firm. *Strategic Management Journal*, v. 25, n. 6, p. 507–524, 2004.

KAROLYI, G. A. Why Stock Return Volatility Really Matters. *Strategic Investor Relations*, Institutional Investor Journals Series, março 2001.

LAFOND, C. *Better communications for better investors: An interview with the CFO of Gartner*. Entrevistadores: Timothy Koller e Werner Rehm. *The McKinsey Quarterly*, nov. 2008. Disponível em: <https://www.mckinseyquarterly.com/Better_communications_for_better_investors_An_interview_with_the_CFO_of_Gartner_2244>. Acesso em: 16 abril 2012.

LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L.; DA MOTTA, L. F. J. Governança corporativa: existem evidências empíricas de impactos no β e D- β . In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5, 2005. *Anais...* São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.

_____. *Governança Corporativa, Risco e Desempenho das Companhias Abertas Brasileiras – Uma Análise do Relacionamento entre as Práticas de Governança Corporativa, o Risco e o Desempenho das Companhias Abertas Brasileiras*. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

LANG, M. H.; LUNDHOLM, R. J. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *Accounting Review*, v. 4, n. 71, p. 467-492, 1996.

_____; LINS, K.V.; MAFFETT, M. Transparency, Liquidity, and Valuation: International Evidence. *Working paper*, University of North Carolina and University of Utah, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1323514>>. Acesso em: 16 abril 2012.

LASKIN, A. V. A Descriptive Account of the Investor Relations Profession: A National Study. *Journal of Business Communication*, v. 48, p. 208-233, 2009.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, v. 38, p. 91-124, 2000.

MAHONEY, W. F. *Manual do RI: Princípios e Melhores Práticas de Relações com Investidores*. Rio de Janeiro: IMF, 2007.

MARREY, F. Trampolim para iniciantes. *Revista Capital Aberto*, ano 5, n. 51, p. 58-60,

novembro 2007.

MARSTON, C. L. *Company communications with analysts and fund managers: a study of the investor relations activities of large UK quoted companies*. PhD thesis, University of Glasgow, 1993.

_____. The organization of the investor relations function by large UK quoted companies. *Omega* v. 24, n. 4, p. 477-488, 1996.

_____. *A Survey of European Investor Relations*. Edinburgh: The Institute of Chartered Accountants of Scotland, 2004.

MIGUEL, L. F. *Estilos Comportamentais dos Profissionais da Área de Relações com Investidores*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Municipal de São Caetano do Sul, São Caetano do Sul, 2009.

MILGROM, P. R. Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications. *The Bell Journal of Economics*, v. 12, n. 2, p. 380-391, 1981.

O'BRIEN, P.; BHUSHAN, R. Analyst Following and Institutional Ownership. *Journal of Accounting Research*, n. 28, p. 55-76, 1990.

PROCIANOY, J. L.; ROCHA, C. F. P. Disclosure das companhias abertas brasileiras: Um estudo exploratório. *Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, Recife, v. 2, n. 3, p. 169-182, 2004.

RAO, H. The rise of investor relations departments in the Fortune 500 industrials. *Corporate Reputation Review*, v. 1, n. 1/2, Summer/Fall, p. 172-6, 1997.

REGESTER, M. Why investor relations is growing in importance and requires special skills. *International Public Relations Review*, v. 13, n. 1, p. 4-7, 1990.

REITER, N. *As Reuniões Públicas como Importante Ferramenta de Relações com Investidores: Um Estudo de Evento sobre as Reuniões APIMEC*. 2009. 91 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

RENCHER, A. C. *Methods of Multivariate Analysis*, 2ed. New York: Wiley- Interscience, 2002.

ROULSTONE, D. Analyst Following and Market Liquidity. *Contemporary Accounting Research*, V. 20, N. 3, p. 552-578, 2003.

SCHOONRAAD, N.; GROBLER, A. F.; GOUWS, D. G. An inclusive and integrated approach to financial communication: A conceptual model. *Communicatio*, v. 31, n. 2, p. 273-294, 2005.

SMITH, M.; WHITE, M. Strategy, CEO specialization, and succession. *Administrative Science Quarterly*, v. 32, n. 2, p. 263–280, 1987.

STEWART, N. What is volatility? A look at the highs and lows in a quest for the meaning of volatility. *Inside Investor Relations*, 1º de julho de 2007. Disponível em: <http://www.insideinvestorrelations.com/articles/15684/what-volatility/>. Acesso em: 23 set. 2010.

STIGLITZ, J. E. The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics. *Quarterly Journal of Economics*, v. 115, n. 4, p. 1441-1478, 2000.

TASKER, S. Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure. *Review of Accounting Studies*, v. 3, n. 1 e 2, p. 137–167, 1998.
disclosure. *Review of Accounting Studies* 3 (1 & 2), 137–167.

THOMAS, A.; LITSCHERT, R.; RAMASWAMY, K. The performance impact of strategy-manager coalignment: An empirical examination. *Strategic Management Journal*, v. 12, n.7, p. 509–522, 1991.

THOMPSON Jr., L. M. How your investor relations officer can help with director compensation. *Directorship*, 01934279, Jun 96 Supplement, v. 22, n. 6, 1996.

TREIGER, J. *Relações com Investidores: a arte de se comunicar com o mercado e de atrair investidores*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 22, p. 97-180, 2001.

WONG, S. C. Y. Effective Board Engagement with Shareholders. *Brunswick Review*, No. 2, pp. 53-56, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1495846>>. Acesso em: 15 set. 2010.