

---

---

## **DISCLOSURE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS: UM ESTUDO EXPLORATÓRIO**

**Carlos Fernando Paleo da Rocha**  
UFRGS

**Jairo Laser Procianoy**  
UFRGS

**Sumário:** 1. Introdução; 2. O Departamento de Relação com o Mercado; 3. Método de Pesquisa Utilizado; 4. Resultados; 5. Conclusões.

---

---

## RESUMO

Na última década a ordem do dia passou a ser a governança corporativa. Isto decorre das práticas de expropriação e má utilização de recursos por parte de gestores contra seus acionistas, que vêm ocorrendo em todo o mundo. No entanto, muito pouco tem-se discutido para que seja possível reverter a situação e melhorar o relacionamento entre quem gesta e quem compra ações. O departamento de relações com investidores, existente nas empresas, é uma prova disto. Este é um estudo exploratório que visa a traçar o perfil desse departamento em organizações cujas ações são negociadas nas bolsas de valores brasileiras, no período de maio de 1999 a fevereiro de 2000. O instrumental utilizado é produto de uma pesquisa realizada através de envio de questionários pré-testados às empresas deste universo. A amostra final, formada por aquelas que responderam aos questionários, foi composta por 65 empresas. Os resultados encontrados demonstram que estas empresas ainda não conferem a importância devida às suas relações com os investidores, deixando de aproveitar muitas das vantagens que poderiam advir de um vínculo mais consistente com o cliente e do *disclosure* das informações.

**Palavras-chave:** transparência, relações, investidores, mercado e comunicação.

## ABSTRACT

*During the last decade, corporate governance became a very hot issue as a consequence from corporate scandals that happen due to the unfair way that shareholders interests were used by managers. But as we can see, very little work was done on real actions by the companies. The Investor Relations department is a proof of this. This is an exploratory study on the finance field to delineate the profile of investor relations on public firms listed on Brazilian stock exchanges, from May 1999 to February 2000. The survey method was a survey with pre-tested questionnaires sent to the firms on the study's sample. The final sample was formed from those companies whom responded the questionnaires, which were 65. The results found demonstrate that the companies neglect the importance to their investor relations function, not taking advantage of the various benefits that could arise from its correct usage and from the disclosure of their information.*

**Key-words:** disclosure, relations, investors, market and communications.

## 1. INTRODUÇÃO

As decisões de investimento são tomadas pelos investidores de acordo com a quantidade e a qualidade de informações a respeito das empresas disponíveis a eles e ao mercado financeiro como um todo. É, portanto, importante para as empresas que desejem manter o valor de mercado de suas ações e de outros títulos negociáveis o mais próximo possível do justo, o fornecimento destas informações. Esta abertura no canal informativo é conhecida como *disclosure*. Daí a necessidade de um departamento de relações com o mercado como instrumento para o alcance deste objetivo.

Os encarregados pelas relações das empresas com os investidores têm como funções primordiais facilitar o fluxo informativo e ajudar o mercado a fazer a análise das informações corporativas da melhor forma possível. Para que possa ser mantida uma eficiência relativa do mercado de capitais, as informações a respeito das empresas devem ser disseminadas o mais amplamente possível, de forma que possam viabilizar a tomada de decisão dos investidores. Este trabalho pretende explorar o tipo de informações divulgadas pelas empresas e a forma pela qual essa divulgação é feita. O caráter exploratório deve-se ao fato de que muito pouca literatura pode ser encontrada sobre o tema, e de trabalhos com metodologia científica comprovada, no Brasil, serem quase inexistentes. Afirmarções são feitas pelos mais diferentes profissionais ligados ao mercado de capitais brasileiro, mas não encontramos respaldo e testes para elas.

O ofício de um funcionário encarregado pelas relações da empresa com os investidores, como descrita neste estudo, tem origem bem recente (por volta de 1970). Esta função define o processo de comunicação da empresa para com o mercado, que se utiliza de materiais informativos nos quais os investidores confiam, durante o processo de análise e posterior decisão de seus investimentos.

Com este estudo, além de melhorar o pouco conhecimento sobre esse departamento atualmente existente nas organizações, pretendemos abrir um novo campo para pesquisas futuras, como, por exemplo, a verificação dos diversos procedimentos adotados no negócio de ações e seu conseqüente impacto no valor das ações da companhia, ou a comprovação da teoria, no tocante ao aumento da liquidez e melhor precificação dos ativos negociáveis.

Este trabalho é composto por uma revisão bibliográfica sobre o tema, apresentada na seção 2; pelo método de pesquisa utilizado, na seção 3; pelos resultados encontrados, na seção 4. Finaliza-se com as conclusões.

## 2. O DEPARTAMENTO DE RELAÇÃO COM O MERCADO

Conforme Hirshleifer (1970), num mundo de incertezas, para que se possa eliminá-las, a informação se torna uma mercadoria útil e valiosa, sendo considerada prerrogativa para investimentos produtivos, que a ela são sujeitos.

Segundo Brealey e Myers (1992), a noção de um mercado de capitais eficiente depende de uma definição precisa da informação e de seu valor. Contudo, para que uma informação tenha algum valor, ela deve nos dizer algo que ainda não sabemos. Donde se deduz que o valor de uma série histórica de cotações de ativos é zero, pois, para efeito de predição de cotações futuras, uma informação não nos diz nada.

Segundo Mahoney (1997), a informação é o ingrediente-chave do processo de avaliação das ações da empresa. É a qualidade da informação que faz a diferença entre uma boa e uma má decisão de investimento. Ela ajuda os analistas e investidores nas suas tomadas de decisões, traduzindo-se em conhecimento e discernimento que lhes proporcionam os melhores referenciais possíveis para avaliarem a empresa.

Marcus e Wallace (1997) afirmam que deve haver um fluxo consistente de informações entre as empresas e os investidores, que configure um processo dinâmico, e que lhes forneça o que necessitam para a realização de suas previsões. A finalidade das relações com os investidores é a divulgação de informações para ajudar a empresa a alcançar o seu valor justo em seus ativos negociáveis, o que contribui para elevar o valor dessas organizações. Esse fluxo é fonte vital de informações para a comunidade de investimentos.

Conforme Souza (1995), esta divulgação de informações engloba tanto as exigências legais, como as prestadas periodicamente à Comissão de Valores Mobiliários - CVM, quanto as voluntárias, como notas de imprensa, informações adicionais aos relatórios anuais e reuniões com analistas de investimentos.

Segundo Kennedy (1977), a relação com investidores é a função da esfera comunicativa que liga a empresa aos mercados de investimentos relevantes. Ela constitui uma necessidade, e é a arte de comunicar informações valiosas e periódicas a todos os mercados determinantes, para que os investidores possam tomar decisões inteligentes sobre o risco e as possíveis recompensas de possuírem uma posição acionária nas companhias.

Ainda segundo Mahoney (1997), as relações com os investidores constituem um processo dinâmico, que continua a crescer e a se transformar devido à descoberta de novos e melhores métodos de comunicação com os públicos-chave e à contínua mudança dos processos de investimento por parte dos diversos integrantes do mercado de capitais.

Devido ao aumento dos montantes investidos no mercado acionário por parte dos administradores profissionais de fundos (de pensão e outros institucionais) e à alta qualificação destes profissionais, a pressão sobre as administrações das empresas para alcançarem melhores resultados e, em consequência, preços mais altos para suas ações, aumentou. Neste momento, as empresas devem estar cada vez mais concentradas na busca do valor justo de seus ativos negociáveis como investimento para estes recursos que buscam possibilidades de retornos ao menos satisfatórios.

Conforme Mahoney (1997), na medida em que a empresa sustentar a sua capacidade de continuar aumentando os seus rendimentos e lucros operacionais, e divulgando adequadamente este fato ao mercado investidor, o preço das suas ações continuará a subir. Isto reflete uma recompensa do mercado acionário pela atuação positiva da gestão da empresa. Por outro lado, quando os rendimentos e lucros tornam-se estacionários ou entram em baixa, os investidores tendem a vender suas ações daquela empresa e a comprar as de outras companhias, que estejam em crescimento. Também é importante observar que pouco adianta uma empresa ter rendimentos operacionais crescentes e não saber comunicá-los ao mercado.

Quando as informações estiverem disponíveis como consequência de melhores práticas de comunicação com os investidores, isso se refletirá nos preços das ações, que terão atingido o seu preço justo. Fazer com que isto aconteça é a finalidade das relações com investidores.

A função-chave dos departamentos de relações com investidores - DRI é a administração das expectativas dos investidores. O capital destes aplicadores possui um custo, ou seja, eles exigem que o retorno mínimo dos seus investimentos, com

um risco equivalente, seja superior ao que poderiam alcançar colocando o seu dinheiro num ativo livre de risco. Na essência, a eles devem ser fornecidas informações suficientes para tranquilizá-los de que estão tomando uma boa decisão de investimentos e que será melhor investir nas ações da empresa do que em qualquer outro ativo, sendo este raciocínio válido tanto para os acionistas atuais como para os potenciais.

De qualquer forma, o fator principal é a importância que a informação tem para o público investidor. Portanto, a prioridade dos DRI é promover o conhecimento do que é relevante para os investidores, divulgando essas informações, e o seu impacto nos resultados futuros da empresa.

### **2.1. Responsabilidades e Funções de Relações com Investidores**

Segundo Miller (1998), o departamento de relações com investidores de uma empresa deve ser o elo entre os investidores e a organização. Ele sugere que, ao trabalhar-se com analistas de mercado, devemos nos assegurar da existência de um canal de comunicação aberto entre estes profissionais e a alta gestão da empresa.

O responsável pelas relações da empresa com o mercado também deve manter um acompanhamento constante da cotação da ação nas bolsas de valores, onde é negociada, observar as atividades e ações das empresas concorrentes, e monitorar os rumores e outras informações a respeito da empresa com o objetivo de informar ao conselho de administração e demais executivos qualquer acontecimento relevante.

Outra das funções de relações com investidores é a preparação dos relatórios anuais e das outras publicações para os acionistas, sejam provenientes de exigências legais ou de informação adicional. Quanto à publicidade financeira, cabe ao profissional descobrir e desenvolver notícias de interesse dos acionistas.

Conforme Miller (1998), o responsável pelas relações da empresa com o mercado deve elaborar anúncios financeiros e informacionais, cooperando com os executivos financeiros, de marketing e a agência de publicidade contratada - necessária quando há investidores eventuais.

Integra ainda o elenco de incumbências da função de relações com investidores, conduzir pesquisas a respeito do perfil individual dos acionistas da empresa e determinar a distribuição das ações entre os diversos grupos.

Segundo Miller (1998), o responsável pelas relações com investidores deve, ainda, estabelecer correspondência com os acionistas.

As atividades de relações com o mercado são de natureza tão diversa que, na maioria das companhias, vários membros da alta administração (vice-presidentes e diretores) ou seus assessores diretos são chamados a colaborar com elas.

De acordo com Laporte (1967), a função de relações com o mercado nunca deve ser considerada sem importância, nem delegada a pessoas em posições gerenciais intermediárias. Muitos executivos defendem que, independentemente do cargo que ocupe na empresa, o executivo encarregado das relações com investidores deve ter acesso direto à alta administração (presidência e diretorias), entender os objetivos corporativos e estar familiarizado com as atividades da companhia, para poder realizar suas tarefas de forma correta.

### **2.2. O Desenvolvimento de um Programa de Relações com o Mercado**

Segundo Mahoney (1997), não existem dois programas de relações com o mercado idênticos. Cada empresa instituirá um para atender às suas necessidades e às de seus acionistas. Contudo, a maioria desses programas apresentam determinados elementos básicos.

Conforme Miller (1998), para que o profissional dessa área possa desenvolver planos ou programas, é necessário que ele possua conhecimento do seu público-alvo.

Mahoney (1997) enfatiza que devem ser estabelecidos objetivos que conduzam a uma maior conscientização dos investidores e melhor compreensão da empresa, aumentando a cobertura dos analistas e o número de instituições detentoras de ações.

Para Miller (1998), as atividades desenvolvidas pela empresa, baseadas no que foi programado, conduzirão à elaboração de uma política de relações com investidores, que incluirá a divulgação do que precisa ser exposto, e quando e como a informação deve ser fornecida. Devem-se evitar as armadilhas de uma exposição seletiva para guiar os analistas, e considerar seus desejos por informações, bem como os dos investidores profissionais ou individuais e dos repórteres.

## **3. MÉTODO DE PESQUISA UTILIZADO**

Este trabalho teve como público de pesquisa as empresas de capital aberto, cotadas nas Bolsas de Valores de São Paulo – BOVESPA - e do Rio de Janeiro - BVRJ, sendo excluídas da amostra aquelas que efetivamente deixaram de responder aos questionários.

Foi empregado método de pesquisa semelhante ao adotado por Fensterseifer, Galesne e Ziegelmann (1987), Fensterseifer e Saul (1993) e Eid Júnior (1996), que se utilizaram de questionários pré-testados enviados a cada uma das empresas.

Da mesma forma, o nosso instrumento de coleta de dados foi um questionário contendo três partes distintas, a primeira cobrindo dados das empresas, a segunda, os aspectos do funcionamento dos departamentos de relações com o mercado, e a terceira, as suas tendências de evolução. A primeira parte é composta por questões fechadas, dos tipos múltipla escolha ou classificação hierárquica, a exemplo do trabalho realizado por Eid Júnior (1996). A segunda parte, com algumas perguntas abertas do tipo dissertativo, tem o objetivo de capturar as idéias dos responsáveis por estes departamentos. A terceira parte consiste na manifestação dos entrevistados a respeito do funcionamento destes departamentos no passado, considerando-se os 3 anos anteriores, conforme o realizado por Fensterseifer, Galesne e Ziegelmann (1987), uma vez que não existem resultados de pesquisas anteriores com os quais possamos estabelecer comparações. Vale ressaltar que neste caso dependemos de um esforço de memória dos respondentes. O que, segundo Klammer (1972) e Klammer e Walker (1984), permite detectar aquilo que chamamos de "efeito memória", e que consiste na tendência de subestimar as práticas anteriores, causando uma superavaliação da evolução.

Apesar de o questionário estar dividido em três partes, considerando-se o seu conteúdo, fisicamente, o nosso instrumento de pesquisa apresenta-se em duas seções distintas. A primeira seção contém o número de identificação do questionário e todos os dados que caracterizam o respondente, já a segunda seção contém, novamente, o mesmo número de identificação e apenas os dados coletados, especificamente, para a pesquisa, de tal forma que estas seções puderam ficar separadas no momento da análise.

### 3.1. Elaboração do Instrumento de Pesquisa

Foi realizado um teste do questionário antes que a versão final fosse enviada em larga escala aos respondentes, como piloto e pré-testagem. A versão original do questionário, que era bem diferente da final, possuía muitas questões subjetivas, que, de acordo com as respostas obtidas neste teste piloto, transformaram-se em objetivas, na sua maioria. Este pré-teste foi realizado através de entrevistas pessoais com os encarregados de relações com o mercado

de algumas companhias situadas na cidade de Porto Alegre. A maioria dos entrevistados levou entre 15 e 20 minutos para responder às questões, tempo bastante razoável para ser solicitado aos futuros respondentes. Como resultado, várias questões foram modificadas e algumas incluídas.

As respostas das questões objetivas foram tabuladas conforme suas alternativas. Já as das subjetivas que permaneceram no questionário foram tabuladas de forma a elencar tantos grupos quanto necessário, para compor integralmente as idéias que fundamentavam suas respostas. Surgiu daí uma tabulação prévia dos dados, que permitiu a análise das respostas através destes grupos criados.

Finalizada esta fase de coleta e tabulação de dados, iniciou-se a sua análise através do uso do programa estatístico Epi Info 6.04, fornecido gratuitamente pelo Centro de Controle e Prevenção de Doenças (CDC), USA, de acordo com as recomendações do CDC (1997), donde se obteve os resultados. Foi selecionado o qui-quadrado para determinar se havia significância nas diferenças entre dois grupos diversos de respostas, conforme o preconizado por Siegel (1956) e Spiegel (1967). A hipótese testada foi a de que não havia relação entre os dois grupos. Neste estudo criaram-se, através do uso do Epi Info, várias freqüências e tabelas cruzadas para testar as hipóteses. Utilizou-se um nível de significância de 0,001 como nível, no qual e acima do qual a hipótese nula seria rejeitada.

Foram enviados ao todo 372 questionários, sendo que nas empresas-alvo destes questionários, estavam incluídas as componentes dos índices da BOVESPA e da BVRJ, o que torna a amostra altamente representativa em relação ao mercado brasileiro. Destas, 65 enviaram as respostas às questões propostas (17,24%), incluídas neste grupo as empresas participantes do pré-teste piloto.

Dos questionários enviados, 7,43% foram por fax e 87,26% por e-mail. Os 5,31% restantes foram aplicados através de entrevistas pessoais ou telefonemas.

Como em qualquer projeto de pesquisa, algumas limitações resultam do método. Em geral, estas limitações, conforme Joselyn (1977), estão relacionadas: (1) ao foco, à pesquisa e à generalização dos resultados, baseando-se na amostra escolhida para o estudo; (2) à natureza dos conceitos a serem medidos; (3) ao método de coleta de dados; e (4) às limitações de tempo e recursos financeiros. Nesta pesquisa a amostra foi coletada dentre as empresas com ações negociadas na BOVESPA e na BVRJ (em torno de 450), com especial ênfase

às companhias associadas ao IBRI, que conta com 130 associados.

Outra limitação é o método de coleta de dados, uma vez que, após o envio dos questionários, pelo correio, fax ou e-mail, o pesquisador perde o controle sobre eles, o que acarreta problemas, como a possibilidade de índices de resposta inferiores aos satisfatórios. Conforme Wilson (1980), devido ao fato das respostas dos questionários serem, naturalmente, voluntárias, não são comuns altos índices de retorno. Considerando estes fatores, foi realizado um acompanhamento constante das respostas recebidas com o intuito de reforçar as solicitações àquelas empresas que ainda não as haviam enviado, até que os questionários retornassem ou nos fosse informado de que eles não seriam respondidos.

Outro problema foi a necessidade da certeza do pesquisador de que todos os respondentes interpretariam de uma mesma forma as questões a eles apresentadas, o que, baseado nos resultados dos testes (questionário piloto), revelou-se verdadeiro.

Outro ponto associado com a validade da pesquisa seria a possibilidade dos respondentes interpretarem de forma semelhante as escalas para as respostas. Através do questionário piloto, as questões com escalas se mostraram claramente determinadas, com potencial de variação de interpretações minimizado, tornando-se

desnecessária a realização de teste para julgar se as escalas teriam sido interpretadas da mesma forma pelos respondentes.

#### 4. RESULTADOS

A amostra final foi formada pelas 65 empresas que responderam aos questionários.

Nas tabelas a seguir apresentamos a distribuição de nossa amostra. Nos itens onde era permitido assinalar mais de uma resposta por empresa, poderá acontecer de a soma dos percentuais ultrapassarem os 100%.

Quanto aos dados dos respondentes, as próximas quatro tabelas apresentam a sua formação acadêmica, idade, subordinação e áreas do conhecimento. A correspondência foi encaminhada ao Diretor de Relações com Investidores e solicitado que ele mesmo respondesse ao questionário, o que deve ter sido delegado a outro funcionário, segundo pudemos verificar.

A formação acadêmica dos respondentes é preponderantemente Administração de Empresas ou Economia, conforme tabela a seguir:

Tabela 1: Formação Acadêmica

Formação Acadêmica	Quantidade	Percentual
Economia	15	23,08 %
Administração de Empresas	18	27,69 %
Direito	5	7,69 %
Engenharia	5	7,69 %
Ciências Contábeis	4	6,15 %
Sociologia	1	1,54 %
Outras	12	18,46 %
Não responderam	5	7,69 %
<b>Total</b>	<b>65</b>	<b>100,00 %</b>

A idade média e mediana dos respondentes é de 45 anos, variando de um mínimo de 28 até o máximo de 76, com um desvio-padrão de 10 anos. Isto demonstra que os respondentes estão em diversos níveis de suas vidas profissionais. A nossa expectativa era de que não encontrássemos profissionais tão jovens cuja função engloba as responsabilidades enfocadas na pesquisa.

Conforme Laporte (1967) e Miller (1998), o encarregado pelas relações da empresa com os investidores deve ocupar um nível hierárquico mínimo de diretor, além de

deter conhecimentos de diversas áreas da empresa onde atua.

Entretanto, a nossa pesquisa constatou que a maior parte dos encarregados encontra-se em nível hierárquico de gerência, uma vez que 60% dos respondentes eram subordinados a diretores, conforme a tabela 2. Também nos foi possível constatar que havia múltipla subordinação em diversos casos. Contudo, apenas 12,31% dos respondentes declararam estar subordinados a alguém que estivesse abaixo do cargo de diretor da empresa.

Tabela 2: Subordinação

Subordinação	Percentual
Presidente	35.38
Vice- Presidente	10.77
Diretor Financeiro	38.46
Outro Diretor	21.54
Outros	12.31

Conforme Laporte (1967), Miller (1998) e Mahoney (1999), o encarregado pelas relações da companhia com investidores – ERI – deve deter uma gama de conhecimentos muito ampla. Esse domínio

foi constatado através dos ERI das companhias da amostra, nas áreas demonstradas na tabela 3, havendo maior concentração em finanças, contabilidade e gestão empresarial.

Tabela 3: Áreas do Conhecimento

Áreas Conhecimento	Quantidade	Percentual
Finanças	62	95.4 %
Contabilidade	61	93.8 %
Gestão Empresarial	54	83.1 %
Marketing	37	56.9 %
Relações Públicas	28	43.1 %
Pesquisa e Desenvolvimento	26	40.0 %
Produção	24	36.9 %
Recursos Humanos	21	32.3 %
Outras	24	36.9 %

Na tabela abaixo pode-se constatar que o e-mail e o fax representam mais de

50% dos meios através dos quais obtivemos as respostas do questionário.

Tabela 4: Forma de resposta

Forma de resposta	Quantidade	Percentual
E-mail	25	38.46 %
Fax	18	27.69 %
Correio	2	3.08 %
Formulário na Internet	9	13.85 %
Entrevista Pessoal	11	16.92 %
Total	65	100.00 %

Quando aos dados das empresas que responderam ao questionário, apresentamos as próximas cinco tabelas, que nos indicam, respectivamente, o número de empregados, o faturamento, o setor da economia ao qual elas pertencem, os principais administradores e a distribuição das ações entre os diversos grupos de acionistas.

Segundo Laporte (1967), Miller (1998) e Mahoney (1999), há um grande volume e diversidade de serviços a serem prestados pelo DRI. Assim, poderíamos supor que, quanto maior o porte da empresa, maior deveria ser o número de pessoas atuando neste departamento, devido à necessidade de

fornecimento de informações complexas, em linguagens diferentes para grupos diferentes. Para a determinação do porte das empresas, nos utilizamos do conceito legal, ou seja, medimos o porte da empresa pelo seu faturamento (Leis nº 9.317/96 e 9.732/98, bem como os regulamentos do Imposto de Renda e do Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza). Foi este o critério utilizado para avaliar se o número de empregados alocados no DRI variava de acordo com o faturamento. Para tanto, utilizaram-se as faixas constantes nas tabelas a seguir.

Tabela 5: Número de empregados

Número	de	Quantidade	Percentu		
1	6	9,23 %	Número	4,0	
2	22	33,85 %	Desvio	2,8	
3	5	7,69 %			
4	6	9,23 %			
5	16	24,62 %			
6	3	4,62 %			
8	3	4,62 %			
11	2	3,08 %			
14	2	3,08 %			
Total	65	100,00 %			

Quanto ao número de empregados atuando no departamento, constatamos maior incidência em dois e cinco funcionários. Quando um único empregado foi encontrado, imaginamos que tratava-se de empresas que se preocupam apenas em cumprir as determinações legais, enquanto que dois e cinco funcionários representam o porte usual dos departamentos operantes, representando 58,47 % da amostra.

Devemos ter em mente que mesmo empresas com poucos funcionários em seus DRI não se opuseram a responder ao questionário. O caso contrário poderia nos induzir a um *bias*, em função do número de empregados no DRI.

Considerando o faturamento médio mensal das companhias (em dólares), obtivemos as seguintes faixas:

Tabela 6: Faturamento

Faturamento (US\$)	Quantidade	Percentual
Até 3.000.000	3	4,62 %
De 3.000.001 até 6.000.000	4	6,15 %
De 6.000.001 até 10.000.000	5	7,69 %
De 10.000.001 até 20.000.000	3	4,62 %
De 20.000.001 até 50.000.000	6	9,23 %
Acima de 50.000.000	44	67,69 %
Total	65	100 %

Como podemos constatar, existe uma grande concentração de empresas com faturamento acima de US\$ 50.000.000. Isto pode induzir a um erro de *bias* em nossa pesquisa, pois poderíamos imaginar que as grandes empresas têm maiores benefícios em manter um DRI e seus acionistas melhor informados.

Para avaliar a possível existência de relacionamento entre o porte da empresa e o número de empregados do seu DRI, procedemos ao teste do qui-quadrado, para o qual estabelecemos como hipótese nula a de que não havia relação entre as duas variáveis. Considerando-se a grande dispersão entre as faixas menores de faturamento, este foi dividido em apenas dois grupos, valores abaixo e acima de US\$ 50.000.000,00, e os empregados, pelas mesmas razões, também foram divididos em grupos. Para a divisão dos empregados, utilizamos os percentuais estatísticos da amostra, compondo-se, portanto, três grupos distintos. Os grupos de empregados

apresentam-se da seguinte forma: de um a dois empregados, de três a quatro empregados e de cinco a quatorze empregados.

Foi encontrada uma relação significativa entre o número de empregados atuando no DRM e o porte da empresa, corroborando a teoria anteriormente citada. O qui-quadrado obtido foi 16,29, com uma probabilidade de 0,00029039, sendo que o nosso valor crítico para um nível de significância de 0,001, era de 13,82, rejeitando-se a hipótese nula de que não havia relação entre as duas variáveis. Ou seja, quanto maior for o faturamento da empresa maior será o seu DRM.

De acordo com o setor da economia de atuação da empresa, a nossa amostra apresentou-se dispersa, evitando que alguma distorção setorial específica influenciasse os resultados, pois, como podemos verificar, os setores com maior representatividade possuíam apenas 12,31% das observações da amostra, conforme demonstrado a seguir:

Tabela 7: Setor da economia

Setor da Economia	Quantidade	Percentual
Bancário	8	12,31 %
Energia Elétrica	8	12,31 %
Madeira, Papel e Celulose	7	10,77 %
Siderúrgico	7	10,77 %
Petróleo e Gás	6	9,23 %
Telecomunicações	5	7,69 %
Alimentos	5	7,69 %
Eletrônico	4	6,15 %
Automobilístico	3	4,62 %
Comércio	3	4,62 %
Serviços	3	4,62 %
Vestuário	2	3,08 %
Construção e Engenharia	2	3,08 %
Bebidas	1	1,54 %
Químico e Farmacêutico	1	1,54 %
Total	65	100,00 %

No tocante à administração das companhias, nosso questionamento foi sobre a atuação dos acionistas majoritários. Obteve-se como resultado 78,10% das empresas nas quais o acionista majoritário também é o principal administrador,

conforme tabela abaixo. Esta é uma informação bastante relevante, na medida em que o grau de profissionalização das empresas respondentes ainda é baixo e muito influenciado pelos acionistas controladores.

Tabela 8: Principais administradores

Principais	Quantidade	Percentual
Acionista Maioritário	50	78,10 %
Outros	14	21,90 %
Não responderam	1	1,54 %
Total	65	100,00 %

Os respondentes também foram questionados sobre o tipo de informações que eles possuíam a respeito da distribuição das ações da companhia no mercado. Assim,

constatamos maior incidência das informações geográficas (66,2 %) e do número médio de ações por investidor (78,5 %).

Tabela 9: Informações sobre a Distribuição das ações

Informação	Quantidade	Percentual
Geográfica	43	66,2 %
Número médio, por Investidor	51	78,5 %
Sexo dos Acionistas	16	24,6 %
Níveis de Idade dos Acionistas	9	13,8 %
Ocupações dos Acionistas	11	16,9 %
Período que são detidas pelos investidores	16	24,6 %
Outras	18	27,7 %

Quanto à análise do próprio DRM existente, obtivemos respostas distribuídas nas tabelas abaixo, em que encontramos: Mudanças na política, Funções do DRM, Acompanhamento da cotação das ações, Importância do DRM para a companhia, Conteúdo do relatório anual emitido pela empresa, Programa de Relações com Investidores, Meios de divulgação das informações, Uso do computador como instrumento de comunicação, Uso da *internet*, Endereço na *internet* (*Web Site*), Serviços prestados, Medidas adotadas e a

eventual existência de uma comissão de relações com investidores.

Conforme a sensibilidade dos encarregados pelas relações com investidores das companhias entrevistadas, as mudanças ocorreram em 69,23 % delas. A tabela 11 demonstra quais foram as mudanças observadas pelos encarregados nas políticas de relações com o mercado das empresas, nos últimos 3 anos (período compreendido entre 1996 e 1999). Constatou-se como maior índice o aumento da exposição da empresa em 43,59% das observações. Isto é um sinal real de melhoria obtida com o

passar do tempo e de amadurecimento das empresas e do mercado de capitais.

Tabela 10: Mudanças na política

Mudança	Percentual
Aumento da Exposição	43,59 %
Maior Importância	20,51 %
Informações mais trabalhadas	17,95 %
Maior Agilidade	11,54 %
Menor Exposição	6,41 %
Total	100,00 %

O instrumento de pesquisa buscava a identificação das funções do DRM das companhias, apresentando as seguintes opções: a) Cumprir determinações legais; b) Manter o interesse dos acionistas atuais, na empresa; e c) Atrair a atenção de novos investidores para a companhia.

Em 78,46% das empresas, além do cumprimento das determinações legais, os DRM buscavam manter o interesse dos acionistas atuais e atrair a atenção de novos

investidores, e apenas 13,85% limitaram as suas preocupações ao cumprimento das determinações legais.

No tocante ao acompanhamento que o encarregado das relações da empresa com o mercado mantinha das cotações das ações da companhia, obteve-se como resultado que 83,08 % deles mantinham uma observação diária dessas cotações, e apenas 4,62 % não acompanhavam as oscilações de suas ações.

Tabela 11: Acompanhamento da cotação das ações

Acompanhamento	Quantidade	Percentual
Diário	54	83,08 %
Mensal	4	6,15 %
Outro	1	1,54 %
Não mantém	3	4,62 %
Total	65	100,00 %

Foi solicitado aos respondentes que classificassem hierarquicamente os tipos de investidores (funcionários, fundos de pensão, acionistas atuais e outros aplicadores), de acordo com a importância deles para a empresa, atribuindo-se 0 (sem importância) e os algarismos de 1 (o mais importante) a 4 (o menos importante). Obteve-se como

resultado que a importância maior é atribuída aos acionistas atuais, com 90,2%; em segundo lugar, os fundos de pensão, com 39,3%; em terceiro, os outros investidores, com 31,1%; e, em quarto lugar, os funcionários, com 32,7 %, conforme a tabela 14.

Tabela 12: Importância para a companhia

	1	2	3	4	0	Total
Funcionários	20.0	9.1 %	14.5 %	32.7 %	23.6 %	100 %
Fundos de Pensão	31.1	39.3 %	13.1 %	1.6 %	14.8 %	100 %
Acionistas Atuais	90.2	1.6 %	3.3 %	3.3 %	1.6 %	100 %
Outros Investidores	32.8	13.1 %	31.1 %	11.5 %	11.5 %	100 %

No tocante ao relatório anual das empresas, foi questionado sobre quem propunha o seu conteúdo e quem o aprovava. Como resposta, obtivemos que em

69,2% das observações o conteúdo do relatório é proposto pelo ERM e, em 75,4% das observações, é aprovado pelo presidente da empresa.

Tabela 13: Conteúdo do relatório anual

	Propõe	Aprova
Presidente	20.0 %	75.4 %
Encarregado de R.I.	69.2 %	12.3 %
Relações Públicas	23.1 %	3.1 %
Comissão de R. I.	30.8 %	23.1 %

Nesta questão os percentuais não totalizam 100% porque, em muitos casos, o conteúdo do relatório anual não é proposto nem aprovado por apenas uma única pessoa.

Questionou-se a respeito do programa de relações com os investidores,

das companhias, para que fosse avaliado o estágio em que este programa se encontra, e obteve-se que em 70,8% das empresas ele já é operante. Os demais resultados encontram-se a seguir, conforme tabela 16.

Tabela 14: Programa de relações com investidores

Estágio	Quantidade	Percentual
Operante	46	70.8 %
Não existe	11	16.9 %
Em implantação	7	10.8 %
Fase de elaboração	1	1.5 %
Total	65	100.00 %

Segundo Miller (1998) e Braz (1999), a comunicação da companhia com os seus acionistas é muito importante e deve ser realizada através de diversos meios de divulgação. Buscamos identificar se foram

utilizados meios de divulgação de informações além dos obrigatórios, sendo constatada a utilização preponderante do relatório anual e da assembléia geral.

Tabela 15: Meios de divulgação

Meios de divulgação	Percentual
Relatório Anual	90.8 %
Assembléia Geral	73.8 %
Cartas para os acionistas	40.0 %
Reunião para apresentação do Relatório Anual	33.8 %
Outros	78.5 %

São inúmeros os serviços que um departamento de relações com investidores deve prestar, conforme Miller (1998). Constatamos, na nossa amostra, a realização

de reuniões (76,9%), a elaboração de publicações informativas (64,6%), e a realização de apresentações (61,5%) como os principais serviços prestados.

Tabela 16: Serviços prestados

Serviço	Quantidade	Percentual
Reuniões	50	76.9 %
Publicações informativas	42	64.6 %
Apresentações	40	61.5 %
Pesquisas	8	12.3 %
Acompanhamento das cotações	6	9.2 %
Comentários de desempenho	6	9.2 %
Pagamento de dividendos	5	7.7 %
Apenas obrigatórios	4	6.2 %
Terceirizado	2	3.1 %

Os respondentes ainda foram questionados a respeito de quais medidas tomavam para conhecer os seus acionistas.

Constatou-se como principal medida a análise dos cadastros, representando 41,5% das observações.

Tabela 17: Medidas adotadas para Conhecer seus Acionistas

Medidas	Quantidade	Percentual
Banco custodiante	15	23.1 %
Contato pessoal	7	10.8 %
Reuniões	10	15.4 %
Análise de cadastro	27	41.5 %
Nenhuma	15	23.1 %
Pesquisas	7	10.8 %
Relatórios das bolsas de valores	4	6.2 %
Outros	5	7.7 %

Ainda foi questionado se a companhia possuía uma comissão de relações com investidores. Caso afirmativo, foi perguntado

quais os cargos dos participantes da comissão.

Tabela 18: Comissão de relações com investidores

Membro	Quantidade	Percentual
Diretor de Relações com Investidores	13	20,0 %
Toda a Diretoria	3	4,6 %
Diretor Financeiro	6	9,2 %
Auxiliar	7	10,8 %
Diretor Superintendente	5	7,7 %
Outros	6	9,3 %
Não possui comissão	48	73,8 %

De acordo com Wilson (1998), as ações das companhias são avaliadas continuamente pelos investidores dos mercados de capitais. Portanto, para que seja assegurada a eficiência desta precificação, é necessário que um fluxo contínuo de informações úteis e confiáveis alcance os investidores. O ERM é o responsável pela existência deste fluxo de informações, por ser, conforme Kennedy (1977), a conexão entre a empresa e os seus mercados.

Foi constatado ainda durante a pesquisa que 23,1% das companhias que responderam aos questionários tinham as suas ações custodiadas por instituições financeiras, que foram citadas por 73,33% dessas empresas. Estas instituições eram os bancos Itaú (63,64%), Bradesco e HSBC (18,18% cada um).

## 5. CONCLUSÕES

O objetivo desta pesquisa foi realizar um estudo exploratório dos DRM das companhias abertas com ações cotadas na BOVESPA e na BVRJ, verificando-se a ocorrência ou não de alguns aspectos citados na teoria financeira, a partir da coleta de um considerável volume de informações que ainda não haviam sido colocadas sob este enfoque na literatura financeira nacional. Estes aspectos consistiram em: a identificação do nível hierárquico dos ERM; o número de pessoas envolvidas no funcionamento dos DRM; a existência de relação entre o número de empregados atuando no departamento e o porte das empresas; a identificação da opinião dos ERM a respeito das mudanças por eles observadas, no departamento, comparativamente com o que haviam observado nos últimos três anos.

Em vez de testar estatisticamente algum modelo financeiro, que é o procedimento mais comum em estudos da área, o presente trabalho utilizou-se de técnicas de questionário de pesquisas de

marketing, para obterem-se informações sobre a funcionalidade dos DRM e sobre as atribuições dos encarregados destes nas empresas.

Foi constatado em nosso estudo que o nível hierárquico dos ERM é o de Diretor ou Gerente, conforme a estrutura organizacional da empresa, mas, que esse funcionário dispõe de livre acesso à Presidência da empresa e às informações das diversas áreas da organização, conforme preconizado na literatura financeira. Apenas em 12,31% dos casos observados na nossa amostra, este profissional encontrava-se em uma posição inferior à descrita.

No tocante ao número de empregados atuando no DRM foi constatado que a média é de 4 funcionários, ainda que haja variações grandes de uma empresa para outra. Contudo, estas diferenças puderam ser explicadas pela variedade de porte de cada companhia, uma vez que ficou demonstrado haver uma relação significativa entre este e o número de empregados atuando no DRM.

Conforme a sensibilidade dos ERM, houve um aumento do grau de exposição das companhias nos últimos três anos, bem como uma preocupação maior com as informações prestadas pelos DRM e um aumento da importância destes departamentos nas empresas. O DRM foi citado em apenas 30,77% das empresas questionadas a respeito de uma situação sem mudanças significativas.

Ao longo deste trabalho nos foi possível identificar que as empresas de capital aberto, no Brasil, ainda não conferem a importância devida às suas relações com os investidores, nem aproveitam as vantagens que poderiam advir de uma boa postura nessas relações.

Ainda que seja obrigatória a existência de, ao menos, um ERM, em muitas empresas ele existe apenas no papel, uma vez que, nesses casos, não se está imbuído do espírito necessário ao exercício da função, nem existe o interesse de desenvolvê-la. Foi o que ficou claramente demonstrado, pelo baixo retorno de questionários obtido.

Contudo, ainda que não haja um interesse quantitativo por parte do mercado brasileiro no desenvolvimento das relações das empresas com os investidores, ficou claramente demonstrado que há um interesse qualitativo. Este interesse evidencia-se pelo fato de que, mesmo tendo sido numericamente baixa a quantidade de empresas que responderam aos questionários, manifestando o seu interesse pela área, elas são altamente representativas, pois consta deste grupo a maior parte das organizações integrantes dos índices das bolsas de valores.

Apesar da quantidade de questões abordadas neste estudo, ainda existem outras a serem trabalhadas, como as razões que motivam ou desmotivam as empresas a criarem um DRM; ou as diferenças existentes entre os departamentos de companhias de setores diferentes da economia; ou os diversos níveis de endividamento; ou que possua maior ou menor pulverização acionária; ou departamentos pertencentes a grupos nacionais ou estrangeiros; ou empresas públicas versus privadas; e, ainda, empresas grandes versus pequenas.

## BIBLIOGRAFIA

BREALEY, Richard and MYERS, Stewart C. **Princípios de Finanças Empresariais**, McGraw-Hill, 1992.

CENTER FOR DISEASE CONTROL AND PREVENTION, **User's Guide to Epi Info 6.04b**, USA, October 1997.

EID JÚNIOR, William, Custo e Estrutura de Capital: O Comportamento das Empresas Brasileiras, **Revista de Administração de Empresas**, v. 36, n. 4, pp. 51-59, Out./Nov./Dez. 1996.

FENSTERSEIFER, Jaime Evaldo; GALESNE, Alain e ZIEGELMANN, Júlio, A Utilização de Técnicas Analíticas nas Decisões de Investimentos de Capital das Grandes Empresas do Brasil, **Revista de Administração da USP**, v. 22, n. 4, pp. 70-78, Out./Dez. 1987.

FENSTERSEIFER, Jaime E. e SAUL, Nestor, Investimentos de Capital nas Grandes Empresas, **Revista de Administração da USP**, v. 28, n. 3, pp. 3-12, Jul./Set. 1993.

HIRSHLEIFER, J. **Investment, Interest and Capital**, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N. J., 1970, p. 311.

JOSELYN, Robert W., **Designing the Marketing Research Project**, Lexington, New York: Petrocelli/Charter, Inc., 1977, p. 140.

KENNEDY, Robert E., **Discurso para os gerentes distritais da Baldor Electric**

**Company**, Fort Smith, Arkansas, October 1977, citado por Wilson, Mollie Halley, 1980.

KLAMMER, T. P., Empirical Evidence of the Adoption of Sophisticated Capital Budgeting Techniques, **Journal of Business**, v. 45, n. 3, July 1972.

KLAMMER, T. P. and WALKER, M. C., The Continuing Increase in the Use of Sophisticated Capital Budgeting Techniques, **California Management Review**, v. 27, n. 1, Autumn 1984.

LAPORTE, Lowell, **Investor Relations**, Studies in Business Policy, No. 124, New York, National Industrial Conference Board, 1967, p. 49.

MAHONEY, William F., **Relações com Investidores**, IMF Editora Ltda., 1997.

MILLER, Eugene, **Investor Relations**, NTC Business Books, 1998.

MYNERS, Paul, **Performance Measurement in the Digital Age - Adding Value to Corporate Reporting**, The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 1998.

NATIONAL INVESTOR RELATIONS INSTITUTE (NIRI), **Symposium on Corporate Disclosure Impact of Technology and Role of Media**, April, 1998, Lanham, MD: Van Cortlandt Press.

SOUZA, Paulo Roberto, Hierarquização das Fontes de *Corporate Disclosure* – uma Abordagem Comparativa, Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, **Anais da XIX Reunião Anual da ANPAD**, 1995.

SIEGEL, Sidney, **Non-Parametric Statistics for the Behavioral Sciences**, New York, McGraw-Hill Book Company, 1956, pp. 104-111.

SPIEGEL, Murray R., **Estatística: Resumo da Teoria**, Coleção Schaum, Editora Ao Livro Técnico S/A, Rio de Janeiro, 1967, pp. 331-361.

WILSON, Mollie Haley, **The Corporate Investor Relations Function: A Survey**, Research for Business Decisions, No. 30, UMI Research Press, Ann Arbor, Michigan, 1980.

**Carlos Fernando Paleo da Rocha**

Mestre pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (PPGA/EA/UFRGS).

Professor titular da Faculdade da Serra Gaúcha (FSG).

E-mail: [carlos@e-studies.com.br](mailto:carlos@e-studies.com.br)

Rua Henrique Fraeb, nº 57 - Paternon

Cep. 90.660-270 - Porto Alegre/RS –Brasil.

**Jairo Laser Procianoy**

Doutor em Administração pela Universidade de São Paulo (USP).

Professor da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

E-mail: [jlprocianoy@lvbs.edu.br](mailto:jlprocianoy@lvbs.edu.br)

Av. Carlos Gomes, nº 1111, apto 1201 – Auxiliadora.

Cep. 90.480-004 - Porto Alegre/RS – Brasil.