

Área Temática: Governança Corporativa

A Área de Relação com Investidor de Companhias Brasileiras: Uma Avaliação da Efetividade do Atendimento ao Pequeno Investidor

AUTORES

JOSÉ RIOS RODARTE

Faculdade Novos Horizontes

rios.rodarte@gmail.com

MARCOS ANTÔNIO DE CAMARGOS

Faculdade Novos Horizontes e Faculdades IBMEC-MG

marcos.camargos@unihorizontes.br

Resumo:

O objetivo deste artigo é avaliar a efetividade da área de relação com investidores (RI) de 340 empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa, quando solicitada a esclarecer dúvidas e fornecer informações. Na pesquisa empírica foi adotado uma técnica similar à ferramenta de marketing, conhecida como “comprador misterioso”. Baseado nessa técnica, foi enviado para o *e-mail* institucional de RI, uma solicitação de esclarecimento para um possível investimento nas ações da companhia, deixando explícito o perfil de um investidor minoritário e iniciante. Após o prazo de tolerância de 40 dias aguardando as respostas, foi realizada uma análise quantitativa (número de respondentes) e uma análise qualitativa (tempo para resposta e completude), comparando resultados de empresas listadas ou não em algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa (NDGC). Constatou-se que, apesar das iniciativas da CVM e Bovespa, em potencializar a diversificação do mercado de capitais brasileiro, pela inserção de investidores minoritários, baseado em *fairness/equity* e *disclosure*, os resultados apontam, no geral, que a área de RI das empresas pesquisadas, ainda não se interessa em prestar o atendimento adequado a um possível investidor minoritário. Além disso, a adesão em algum NDGC não reflete, de forma prática, em ações diferenciadas de atendimento ao futuro investidor minoritário.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Relação com Investidores e Investidor Minoritário.

Abstract:

This article aims to evaluate the effectiveness of the investor's relation sector (IR) of 340 Brazilian companies listed in the São Paulo Stock Exchange, when requested to clarify doubts and to supply information. In the empirical research a similar technique of marketing known as “buying mysterious” was adopted. Based in this technique, it was sent for the institutional email of IR at each company, a request of clarification for a possible investment of a minority and beginning investor. After the stated period of tolerance of 40 days waiting the answers, was carried through a quantitative analysis (number of respondents) and a qualitative analysis (time for reply and complete answer), comparing resulted of companies listed or not in some Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Although the São Paulo Stock Exchange and CVM initiatives, in increase the diversification of the Brazilian stock market, for the insertion of minority investors, based in fairness/equity and disclosure, the results point, in the generality, that the area of IR at the searched companies, not yet are

interested in giving the adequate attendance to a possible minority investor. Moreover, the adhesion in some NDGC does not reflect, of practical form, in differentiated actions of attendance to the minority investing future.

Key-words: *Corporate Governance, Investors Relation e Minority Investors.*

1. INTRODUÇÃO

Percebe-se há alguns anos no mercado de capitais brasileiro um esforço dos seus órgãos reguladores e operadores em estabelecer instrumentos para atrair novos investidores. Isso está sendo possível devido a algumas práticas de proteção e reconhecimento da importância do investidor no fornecimento de recursos para financiar as atividades produtivas das companhias que têm a bolsa de valores como provedora de fundos. Com isso, assistiu-se no desenrolar desta década, até o início de 2008 (crise financeira mundial), a um aumento do número de pessoas físicas que passaram a investir na bolsa. Paralelo a isso, o tema governança corporativa (GC) ganhou destaque e passou a estar na pauta de discussão tanto no meio acadêmico, quanto empresarial.

Desde os escândalos envolvendo grandes corporações norte-americanas no início dos anos 2000, as chamadas “boas práticas de GC” têm sido reforçadas e disseminadas por diversos órgãos do mercado de capitais do mundo todo. Um exemplo desse esforço foi a promulgação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOx) em 2002, que além de garantir maior transparência às operações do mercado de capitais, inicialmente nos Estados Unidos e depois em outros países, visava atrair os investidores afugentados com os escândalos. No Brasil, a Bovespa instituiu os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), intencionada em promover, entre outras coisas, a pulverização do mercado acionário brasileiro.

Dessa forma, as empresas foram estimuladas a investir no aperfeiçoando de instrumentos de divulgação de informações aos seus diversos *stakeholders*, tanto para atender às exigências legais, como para ampliar sua participação em um mercado, cada vez mais exigente no que se refere à transparência. Nesse contexto, um instrumento empresarial que está ganhando notoriedade e importância é a área de relações com investidores, ou simplesmente RI (MAHONEY, 2003b), que tem como função básica estabelecer um canal de comunicação entre a empresa e o mercado. Grande parte das empresas utiliza um contato por meio remoto, como *links* em *home page* institucional, com objetivo de estreitar o relacionamento com os investidores atuais e potenciais, ressaltando-se que não há obrigatoriedade legal para as empresas de capital aberto em disponibilizar todo um departamento de RI. No entanto, muitas delas não só designam diretores e analistas com dedicação exclusiva, como também criaram diretorias como estratégia de potencializar a comunicação efetiva com o mercado.

Na perspectiva de que as empresas de capital aberto precisam estabelecer comunicação direta com o mercado, além de efetiva divulgação de informações relevantes, de modo que seja compreensível para todos os tipos de investidores, inclusive o pequeno ou iniciante, a criação de áreas de RI emerge como uma função estratégica. A atração de potenciais investidores pode favorecer a diversificação e, conseqüentemente, aumentar a liquidez dos papéis, além de reduzir o custo de novas emissões, entre outros fatores estratégicos para as empresas.

No Brasil, as pesquisas que têm como foco a discussão o elo de interação entre as empresas e os seus diversos *stakeholders* ainda são incipientes. Praticamente não se encontram na literatura nacional trabalhos que abordem e avaliem a efetividade (eficiência e eficácia) da RI como canal de comunicação entre as companhias e o mercado. Nesse sentido, o escopo desta pesquisa está na identificação e análise dos esforços de boas práticas de GC, como premissa de transparência, tratamento justo e igualitário, com práticas na proteção ao pequeno investidor, levando-se em consideração a disseminação de informações e o atendimento a esses potenciais investidores. Nesse contexto, o objetivo principal deste trabalho é avaliar se a área RI de companhias brasileiras de capital aberto cumpre com o papel de prestar informações ao investidor minoritário, avaliando qualitativamente e quantitativamente o seu desempenho.

Na sequência, é apresentado o quadro teórico de referência, seguido dos procedimentos metodológicos e análise e discussão dos resultados nas seções 2, 3 e 4, respectivamente. Encerra-se com as considerações finais e conclusão na seção 5, seguida das referências.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Instituição de boas práticas de governança corporativa

Segundo Shleifer e Vishny (1997) a GC constitui-se de um dos mecanismos mediante o qual os fornecedores de capital da empresa asseguram o retorno sobre o investimento que realizaram. Grinblatt e Titman (2001) ampliam essa perspectiva por entenderem que a estratégia global de uma empresa sofre influência do ambiente em que ela opera e, sendo, portanto, influenciada também por *stakeholders* não-financeiros (clientes, fornecedores, empregados e comunidade). Dessa forma, os executivos se sentem como representantes dos diversos interessados na companhia e, no processo de tomada de decisão, eles deveriam balancear os interesses de todos esses grupos, ao invés de, simplesmente, maximizar o valor dos acionistas.

Há uma expectativa entre vários autores de que o adequado desenvolvimento do mercado de capitais é diretamente impactado pela instituição de boas práticas de GC, pois a elevação do número de empresas que aderem voluntariamente a essas práticas pode não só favorecer o crescimento do mercado de capitais como também acelerar o crescimento econômico local e, conseqüentemente, criar atrativos para os investidores minoritários, majoritários e institucionais (ANDRADE e ROSSETTI, 2006; ROGERS, RIBEIRO e SECURATO, 2006). Na perspectiva da Bovespa e CVM, as empresas listadas em algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa (NDGC) apresentam como diferenciais a melhoria da imagem institucional, aumento na procura por seus papéis, valorização das ações emitidas, menor custo de capital e maior grau de proteção aos acionistas minoritários (MARTINS, SILVA e NARDI, 2006).

A reformulação da Lei das Sociedades Anônimas em 2001 incorporou políticas de governança, as quais para boa parte dos participantes do mercado, muito aquém do desejado e necessário para promover o seu avanço sustentável no longo prazo. Mas antes, em dezembro de 2000, a Bovespa contribuiu para a disseminação das práticas de GC ao instituir os NDGC. Na gênese desses níveis havia a preocupação em divulgar informações de forma clara, que atendessem não só acionistas majoritários, como também os demais interessados das empresas (NARDI e NAKAO, 2006).

As exigências elencadas nos NDGC servem para minimizar os conflitos de interesse entre os proprietários e gestores e também dos acionistas majoritários e minoritários. Para Santos *et al.* (2006) esses conflitos podem ser solucionados com a implantação de câmaras de arbitragem, pois, constitui uma forma de proteção aos acionistas minoritários. Conforme Andrade e Rossetti (2006) essas exigências estão baseadas em valores que refletem a mais alta dimensão do conceito de GC, devendo ser praticadas pela gestão estratégica empresarial. Os autores destacam como pilares os valores: 1. *fairness/equity* – tratamento igualitário entre acionistas majoritários e minoritários; 2. *disclosure* – relacionado à transparência das informações divulgadas; 3. *accountability* – prestação adequada de contas, com base nas melhores práticas de contabilidade e auditoria; 4. *compliance* – cumprimento das normas reguladoras.

Com objetivo de colocar em prática esses valores, principalmente *fairness e disclosure*, as companhias de capital aberto precisam estabelecer um canal efetivo que forneça informações relevantes ao mercado, sem incorrer no risco de privilegiar qualquer uma das partes interessadas (*stakeholders*).

Nesse sentido, a rede mundial de computadores (*World Wide Web*) atua como um canal potencial que possibilita a interação entre companhia e o mercado. Com isso, a *voluntary disclosure* pela internet é percebida pelos profissionais atuantes das áreas de RI como uma opção justa e igualitária, pois está acessível a todos os interessados ao mesmo tempo, independente do local e das suas distinções, enfatizando os princípios de democratização, transparência, justiça e equidade (MENDES-DA-SILVA, M. FILHO e NÓBREGA, 2004). No entanto, esses autores afirmam que ainda não há uma padronização do uso da internet tanto no mercado internacional quanto no mercado nacional, sobre essa quantidade e qualidade de exposição.

Mendes-da-Silva, M. Filho e Nóbrega (2004) salientam ainda, que a internet tem aumentado consideravelmente sua atuação como ferramenta de trabalho para os investidores. As companhias utilizam seus *sites* corporativos como plataforma para disponibilizar informações financeiras e relatórios úteis ao mercado. Para eles o tema *voluntary disclosure* pela internet, principalmente de informações financeiras, é pouco explorado no Brasil, salientando que há uma evidente preocupação de investigação na literatura internacional sobre esse tema.

De maneira semelhante, Luz, Camargos e Lima (2006) destacam que apesar de haver um forte crescimento do uso da internet como meio de comunicação de massa, as empresas ainda não estão dando a devida importância para este importante mecanismo. O mercado ainda não se padronizou, para que essa prática seja mais valorizada.

Diante disso, a partir do aperfeiçoamento tecnológico de comunicação pela rede mundial de computadores, a área de RI desenvolveu *home page* com *links* específicos para interação com o mercado. O surgimento desse canal despertou nas companhias um interesse de se aproximar adequadamente dos investidores, transformando-o em um mecanismo estratégico, devido a diversos benefícios que pode proporcionar à empresa.

A utilização da internet como meio de divulgação mais ampla está regulamentado pela CVM, por meio da instrução nº 358 de 03 de janeiro de 2002, artigo 3º, inciso 4, para divulgação de todo ato ou fato relevante ocorrido na empresa. Comerlato e Terra (2003) afirmam que essa instrução regulamenta sobre as informações relevantes, salientando que a divulgação e comunicação de ato e fato devem ser de modo claro e preciso, em linguagem acessível, mesmo quando estiver em forma resumida.

Nos EUA é crescente o número de empresas que utilizam a internet para divulgações de informações financeiras oficiais. Já no início desta década, Weber (2000) aponta uma pesquisa realizada por uma empresa de consultoria, na qual investigou 458 empresas pertencentes ao índice e *Standard & Poor's Composite*, no final de 1998. A pesquisa mostrou que apenas 32 empresas utilizavam a internet como instrumento de divulgação. Em 2000, esse número subiu para 255 empresas, sinalizando que o instrumento havia despertado interesse em mais de 50% das empresas.

2.2 Relações com investidores (RI)

No meio acadêmico nacional, praticamente não existe pesquisas que avaliam a atuação efetiva da área de RI de empresas de capital aberto, em relação ao mercado e, principalmente, sobre ações desenvolvidas que atendam aos interesses dos investidores minoritários. No mercado brasileiro a área de RI ganhou destaque a partir dos anos 90 do século passado, impulsionada pela necessidade de atrair investidores estrangeiros, institucionais e devido aos processos de privatização. No entanto, esse processo ainda não atingiu a maturidade (LEMES JÚNIOR, RIGO e CHEROBIM, 2005), tendo ainda um longo caminho a ser percorrido.

Rocha e Procianoy (2004) ressaltam a insuficiência de literatura e trabalhos com metodologia científica comprovada sobre o tema e a atuação das RI's no Brasil. Silveira (2002) salienta que grande parte dos trabalhos prioriza investigar os impactos dos esforços de GC sobre a valorização acionária, que é o principal interesse dos proprietários. Já Bushee e Miller (2007) discutem a falta de pesquisas acadêmicas sobre o processo de relações com investidores. No entanto, Nardi e Nakao (2006) acrescentam que essa linha de pesquisa está madura na literatura internacional, mas ainda incipiente no Brasil.

Nardi e Nakao (2006) investigaram os impactos na imagem institucional da empresa quando da adesão aos NDGC da Bovespa, a partir da hipótese de que a imagem altera positivamente após a adesão aos princípios de GC. Para elaborar o estudo, os autores enviaram questionários às RI's de empresas listadas nesses níveis, utilizando-se de *e-mail* disponibilizados nas *home pages*, interessados em conhecer o ponto de vista dos profissionais responsáveis pelo relacionamento da companhia com investidores. Constataram que a melhoria na imagem é mais percebida pelos *shareholders* (acionistas majoritários) e pouco percebida pelos os demais *stakeholders*. Os autores afirmam que o resultado não surpreende, devido às características do modelo de GC latino-americano. No entanto, ressaltam que as empresas estão preocupadas com sua imagem percebida pelos demais interessados.

Rao e Sivakumar (1999) empreenderam pesquisa entre os anos de 1984 e 1994 nos EUA, com empresas que compõem a *Fortune 500 Industrial*, envolvendo uma amostra interessante devido à diversidade de empresas do setor produtivo. Foi constatado que em 1984 havia somente 16% das empresas com uma RI ou profissional com atribuições específicas de relações com investidor. Após dez anos, esse percentual elevou-se para 56%. Os autores sugerem que as RI's possivelmente surgiram devido à comunicação ineficaz das empresas com seu público, crescimento do número de investidores institucionais, emissão de novas ações e pelo aumento das dimensões organizacionais. Além disso, constatou-se que as empresas perceberam que deveriam segmentar a relação com os diferentes investidores e organizar divulgações voluntárias. Com isso, as empresas perceberam a necessidade de criar programas especiais para garantir uma comunicação eficaz entre gestores e investidores. Acrescentam ainda que, muitas empresas interessadas em emitir novas ações criaram as RI's como ferramentas de marketing, atribuindo a elas uma atividade estratégica de marketing corporativo, combinando as áreas de finanças e comunicação, para fornecer uma imagem positiva da empresa a potenciais investidores.

Bushee e Miller (2007) afirmam que as empresas enfrentam grandes desafios para melhorar a visibilidade e aumentar a atração de potenciais investidores, que resulta em aumento de liquidez e redução do custo de capital. Os autores investigaram 184 empresas norte-americanas que implantaram RI's e constataram que o maior interesse desse setor não é a divulgação de informações, mas sim a visibilidade e atração, ou seja, ações estratégicas de marketing, tendo a divulgação como consequência.

A principal função das RI's é a administração das expectativas dos investidores, fornecendo-lhes informações suficientes para conscientizá-los de que estão tomando a decisão acertada em investir naquela empresa, além de promover e divulgar aquilo que é relevante para os investidores (ROCHA e PROCIANOY, 2004). O papel do profissional de RI é esclarecer dúvidas sobre a empresa e o mercado de capitais desde questões mais simples, até técnicas e contábeis. O que requer conhecimento, versatilidade e dedicação para atender diversos interessados: acionista, analistas de investimento, investidores individuais e institucionais, clubes de investimento, analistas de crédito, jornalistas da área econômica e público acadêmico em geral. Portanto, esse profissional deve ser multifuncional, com grande conhecimento da empresa e do setor de atuação, além de dominar técnicas de contabilidade, marketing, finanças e comunicação (SOARES e MARQUES, 2003)

Segundo Miller (1998) a RI deve ser o elo entre a organização e os investidores, possibilitado pela criação de um canal de comunicação entre os analistas de mercado e a alta gestão, uma vez que geralmente nesses departamentos estão os membros de alta gerência. Os autores complementam que a política de relações com investidores precisa definir quando, como e o que deve ser divulgado ao mercado, a fim de evitar a exposição seletiva.

Segundo Mahoney (2003a), é função da RI entender as queixas e demandas de investidores, levando-as ao conhecimento dos administradores da empresa, ajudando-os a formular respostas adequadas. Para ele, já no início deste século, a maior resposta que a alta gestão das empresas está dando aos investidores é reconhecer a área de RI como função estratégica de governança corporativa, objetivando o *full disclosure*.

Soares e Marques (2003) consideram que a postura de uma RI deve ser pautada pela: 1. *transparência*: sendo acessível, democrática e tempestiva a todos os públicos interessados, fornecendo-lhes informações de maneira ágil, equânime e abrangente, com os *links* de RI nos *sites* corporativos atuando como uma forma de *disclosure*; 2. *ética*: todos os investidores possuem os mesmos direitos à informação, devendo ser atendidos no formato do solicitante, independente do seu tamanho ou localização geográfica.

Silva (2006) faz uma análise sobre a baixa participação do investidor pessoa física no mercado bursátil brasileiro, defendendo sua participação ao afirmar que o profissional de RI precisa assumir função de democratizar o mercado de capitais, ampliando a oferta de alocações para o pequeno investidor, resultando em uma maior pulverização.

Mahoney (2003b) afirma que as pessoas físicas já não são mais a mola real do mercado de capitais dos Estados Unidos, pois são ainda a rocha. O próprio autor questiona “[...] onde foram todas as pessoas físicas?”. O mercado de capitais tem atraído muito pouco os investidores minoritários, porque os esforços de RI são direcionados somente aos investidores institucionais, deixando dúvida se este é um comportamento orientado ou não pelo alto escalão (MAHONEY, 2003b, p. 97). Para o autor, a RI é um resultado do processo de metamorfose que existe há 25 anos e que ainda está em evolução, originado das relações públicas em conjunto com a área de finanças. No início sobrepunha a área de marketing, mas, neste momento, percebeu-se um conteúdo alimentado pelos princípios de finanças. As RI atuais sofrem influência das duas áreas, devido a importância dos instrumentos específicos de finanças e de comunicação, cada um em seu momento de utilização.

3. METODOLOGIA

Como não foram encontrados trabalhos científicos nacionais concentrados em medir a efetividade do atendimento que as RI's de empresas brasileiras direcionam aos investidores minoritários, esta pesquisa classifica-se como exploratória, pois tem objetivo de iniciar discussões sobre um tema pouco explorado (GIL, 2008).

Utilizou-se na análise dos dados da abordagem quantitativa (estatística descritiva) e qualitativa, na qual se verificou a qualidade das respostas devolvidas e o tempo de resposta de cada empresa. Os dados analisados foram primários, pois foram obtidos de um instrumento de coleta desenvolvido especificamente para esta pesquisa (COLLIS e HUSSEY, 2005).

O intuito desta pesquisa é analisar a efetividade da área de RI das companhias de capital aberto brasileiras, por meio da quantidade de respostas obtidas, presteza (tempo de resposta) e qualidade da informação fornecida (completude). Na operacionalização da pesquisa empírica, obteve-se do *site* da Bovespa a lista de todas as companhias listadas, bem como o seu *e-mail*. De algumas, percebeu-se como o único canal de comunicação disponibilizado, de outras foram identificados os responsáveis pela área de RI e o seu respectivo *e-mail*.

Após essa triagem, foi encaminhada para o endereço eletrônico próprio de 340 empresas, uma dúvida ou demanda simulada, na qual um “investidor misterioso”, com perfil de minoritário e iniciante no mercado bursátil, demonstrava interesse em obter informações para um possível investimento de R\$5.000 para compra de ações da companhia. Essa técnica aproxima-se da ferramenta de marketing denominada “comprador misterioso”, que conforme explica Crescitelli e Ikeda (2006) “consiste em simular um contato de venda utilizando um agente contratado que se passa por um cliente interessado na compra de um produto. A finalidade é avaliar o comportamento do vendedor”.

Algumas empresas não disponibilizam o endereço eletrônico no *site* da Bovespa, o qual atuaria como facilitador de um primeiro contato com a empresa, por parte de um potencial investidor independente da sua localização geográfica. Diante desse obstáculo, foi necessário identificar o *site* da companhia por meio de ferramenta de busca. Isso já é um primeiro indício da pouca preocupação das empresas de um modo geral com o princípio da *full disclosure*, principalmente as do segmento tradicional, conforme será discutido na próxima seção.

Foram formuladas cinco questões que simulam possíveis questionamentos de um investidor que possuía um conhecimento limitado sobre o funcionamento do mercado de capitais e da empresa em questão. Também foi explícita a intenção de obter informações para futuros investimentos. Além da apresentação pessoal do solicitante, as perguntas do *e-mail* apresentavam a seguinte distribuição: *primeira* e *segunda*: solicitavam informações do desempenho da empresa em relação ao mercado; *terceira*: tentava identificar se a empresa possuía ações de responsabilidade social que poderiam impactar positivamente o valor acionário; *quarta*: procurava identificar a preparação e estratégias da empresa com relação ao setor de atuação e a crise financeira atual; *quinta*: tinha como objetivo apontar os instrumentos e a disposição da empresa com relação às práticas de *disclosure voluntary*.

É importante destacar que todas as questões selecionadas basearam-se em solicitar informações e dados de domínio público, não constituindo uma revelação privilegiada ou contrariando os princípios de *disclosure* e *fairness/equity*. O envio dos 340 *e-mails* foi simultâneo e o prazo estipulado para encerramento da apuração das respostas foi de 40 dias a contar da data do envio (28 de outubro de 2008). Assim, o prazo final para que a resposta constasse da análise foi 07 de dezembro de 2008. Como base de comparação foi avaliada a quantidade de respondentes, o tempo médio de resposta de cada segmento pesquisado, bem como a qualidade das informações fornecidas. A disposição de responder, tempo gasto e qualidade das respostas foram utilizadas para uma análise de *fairness/equity*.

As unidades de análise adotadas foram companhias brasileiras de capital aberto, com negociações no mercado à vista da Bovespa, agrupadas por segmentos de listagem, conforme apresentado na Tabela 1, caracterizado por uma amostragem não-probabilística. Já as unidades de observação foram constituídas pelas respostas que foram devolvidas pelas empresas pesquisada.

Tabela 1: Distribuição da amostra por segmento da Bovespa

Segmento de Listagem	Número de empresas
Mercado tradicional da Bovespa	180
Nível 1 de governança corporativa	40
Nível 2 de governança corporativa	18
Novo Mercado	101
Bovespa Mais	1
Total de Empresas	340

Fonte - Elaborada pelos autores.

No intuito de comparar a efetividade da área de RI entre as empresas listadas nos NDGC, bem como com o mercado tradicional, a análise foi empreendida para todas as empresas e para os níveis do mercado constantes da Tabela 1 (BOVESPA, 2008)

4. RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva das empresas respondentes

Nas tabelas abaixo são apresentados os valores absolutos obtidos dos *e-mails* enviados para todas as empresas da amostra. A Tabela 2 apresenta os dados relativos ao tempo que cada empresa levou para responder o *e-mail*, desde o dia do envio da solicitação, até o quadragésimo dia, tempo máximo de tolerância para respostas. De início merece destaque o número de 214 empresas que não se importaram em responder o investidor misterioso, contra 126 (37,06%) empresas que se dispuseram em responder, de alguma maneira, a solicitação encaminhada, conforme Tabela 3.

Outra informação importante refere-se aos 16 *e-mails* enviados e que retornaram por alguma falha, conforme apresentado na Tabela 3, coluna 2. Como os *links* foram copiados eletronicamente, sem qualquer interferência de digitação manual, conclui-se que o erro está na origem, podendo ser resultado de desatualização ou desativação por falta de manutenção. Depreende-se que, se um potencial ou atual investidor precisar de qualquer esclarecimento por esse canal, obterá uma resposta de erro, por não estabelecer conexão final. Portanto, o investidor deverá utilizar outro canal, o que dificultaria se estiver estabelecido em países estrangeiros. Esta constatação só vem a reforçar a idéia de que a preocupação das empresas brasileiras com a transparência e a equidade ainda está bem aquém do desejado para se ter um mercado desenvolvido nos padrões de algumas das grandes economias mundiais.

Tabela 2 - Tempo das respostas por segmento de listagem

Segmento	Tempo de resposta em dias															
	MD*	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	20	30	40	TR**	NR***
Bovespa Mais												1			1	0
Nível 1	7	11	2	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	22	18
Nível 2	4	4	1	0	0	0	0	2	0	0	0	0	1	0	12	6
Novo Mercado	8	9	13	7	0	0	5	3	0	2	0	0	1	0	48	53
Mercado	9	12	6	5	0	0	2	3	1	1	0	3	1	0	43	137
Total	28	36	22	13	0	0	8	8	1	3	0	4	3	0	126	214

(*) Respostas no mesmo dia; (**) Total de respostas por nível; (***) Não respondeu

Fonte - Elaborada pelos autores.

Na Tabela 3 é apresentado o resumo de todos os tipos de respostas obtidas, sendo que as colunas 3 e 4 apresentam aspectos quanto a completude, as colunas posteriores apresentam o número de empresas que redirecionaram a possibilidade de resposta para outros meios como telefone e *site*.

Tabela 3 - Tipo de resposta por segmento de listagem

Segmento	Tipo de resposta						
	Falha	Completa	Incompleta	Site	Fone	Silêncio	Outros
Bovespa Mais				1			
Nível 1	2	13	1	4	3	1	0
Nível 2	0	2	1	4	5	0	0
Novo Mercado	4	28	1	8	9	0	2
Mercado Tradicional	10	17	2	12	5	2	5
Total	16	60	5	29	22	3	7

Fonte - Elaborada pelos autores.

Ressalta-se que todas as empresas listadas em algum NDGC disponibilizam aos investidores e interessados um espaço eletrônico que, em tese, permite interagir com a empresa, conforme princípios de democratização e transparência apontados por Mendes-da-Silva, M. Filho e Nóbrega (2004). Situação que não se faz presente na maioria das empresas listadas no mercado tradicional (67%).

No que se refere à efetividade do canal *e-mail*, pelo Gráfico 1 é possível visualizar que o mercado tradicional apresenta a pior situação, sendo que quase um quarto das empresas que compõem o segmento, na data da pesquisa, estão com respostas automáticas de erro de endereçamento eletrônico ou desativação. Mas é bom ressaltar que o erro de 8,3% para o segmento novo mercado (NM) e 9,1% para o nível 1, podem ser considerados altos, uma vez que estes deveriam privilegiar a excelência de boas práticas de governança corporativa, ou seja, que princípios de governança apontados por Andrade e Rossetti (2006) como *fairness/equity* e *disclosure* podem não estar sendo observados por quem de fato deveria.

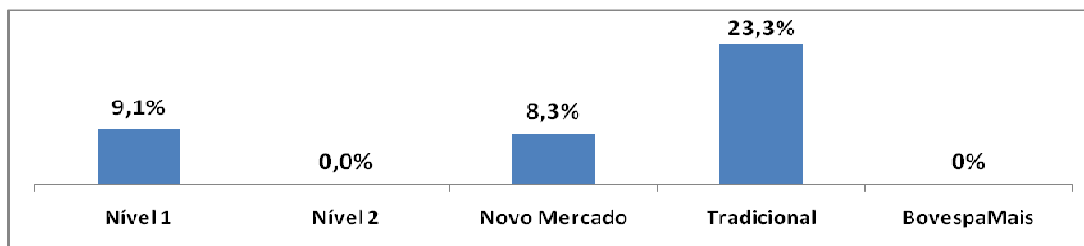


Gráfico 1 – Percentual de *e-mails* recebidos com alguma falha

Fonte - Elaborado pelos autores

Quanto ao volume de *e-mails* respondidos, os resultados mostrados no Gráfico 2 informam que ainda é necessário mais atenção e investimentos direcionados aos investidores iniciantes e minoritários. Diante da premissa de que as exigências para as empresas têm como objetivo principal proteger e promover a participação pulverizada de investidores minoritários, conforme afirmaram Nardi e Nakao (2006) e Lima e Terra (2004), percebe-se que o volume médio de respostas (57%) para as empresas listadas nos NDGC demonstra ainda pouco interesse em atender esses investidores, principalmente se apresentarem perfis de iniciantes e detentores de pequenas quantias de investimento inicial.

Merece destaque o fato de que as empresas Nível 2, apresentaram melhor desempenho do que as empresas do NM, tanto na atualização e manutenção do canal de comunicação com o mercado, quanto com o número de respostas obtidas. Isso suscita o questionamento das regras e da maior transparência que são exigidas das empresas desse último segmento.

As análises do segmento de listagem Bovespa Mais serão excluídas a partir deste momento, pois estão discrepantes, uma vez que esse segmento é constituído por apenas uma empresa,

sendo que está respondeu a pesquisa no vigésimo dia, direcionando o investidor misterioso para obter as informações solicitadas diretamente no seu *site* institucional. Mas, vale ressaltar que, em se tratando de uma empresa com listagem recente, em um nível que exige *free float* de 25% do capital até o sétimo ano de listagem, esta deveria prestar um melhor atendimento a todos os investidores, independente do perfil, pois a adequada atenção neste momento pode resultar em um potencial investidor no futuro.

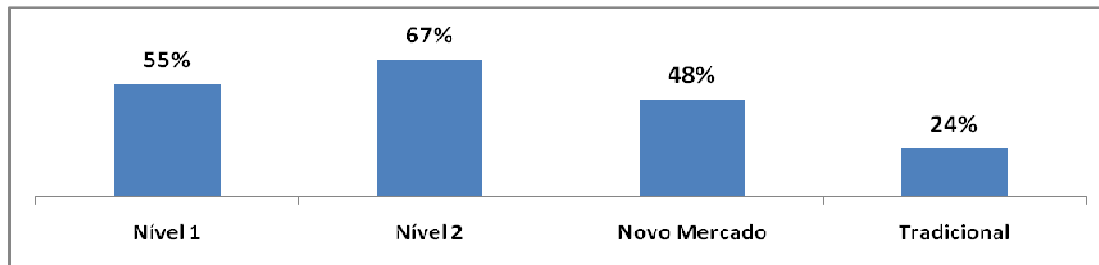


Gráfico 2 – Percentual de empresas que responderam a consulta do investidor misterioso

Fonte - Elaborado pelos autores

Destaca-se que 52% das empresas que aderiram o segmento máximo de governança corporativa, ou seja, NM, não enviaram qualquer pronunciamento que demonstrasse algum interesse no investidor misterioso, conforme dados obtidos nesta pesquisa. Essa constatação mostra o longo caminho que as empresas brasileiras têm que percorrer para atingir patamares de *full disclosure* desejado.

A análise quantitativa apontou um resultado que desperta atenção sobre a pouca importância e a efetividade dos canais e áreas de RI, que deveriam ter mais interesse em responder às possíveis demandas individuais de investidores minoritários. Isso foi confirmado pelo desinteresse de 43% da média de empresas listadas em algum NDGC.

Este quadro piora quando se avalia as empresas que ainda não aderiram a nenhum nível de governança corporativa, que figuram no segmento mercado tradicional, pois 76% das empresas não se manifestaram quanto às indagações de um possível e potencial investidor.

No entanto, comparando empresas que aderiram algum nível de governança, com aquelas que ainda permanecem somente com as exigências das empresas SAs, verifica-se que o investidor misterioso foi melhor atendido por empresas listadas nos níveis de governança corporativa. Estes investidores terão mais probabilidades de localizarem sites de RI, *e-mails* corretos e de terem suas demandas respondidas. Salienta-se que esta é uma situação esperada e justificada pelas diversas exigências atribuídas às empresas listadas em diferentes níveis de GC.

4.2 Análise da efetividade (tempo e qualidade) das respostas obtidas

Nesta seção é avaliada a qualidade das respostas que foram enviadas por *e-mail*, pelas 126 empresas, conforme percentual distribuído entre os segmentos, mostrados no Gráfico 2.

Conforme proposto inicialmente nesta pesquisa, o objetivo era avaliar o tempo de atendimento e a atenção ou interesse das empresas em responder todas as perguntas, na qual foi investigada a completude das respostas obtidas. Outra análise concentrou-se em avaliar o comportamento das empresas quando utilizaram respostas no formato de despacho, ou seja, responderam com o objetivo aparente de “se livrar” da solicitação, direcionando o investidor misterioso para outros meios de comunicação como telefone, *site* institucional, entre outros.

Em relação ao tempo de resposta, os dados do Gráfico 3 sinalizam que as empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa foram as que mais se interessaram em responder

até o primeiro dia subsequente. Entendendo que o mercado de capitais é dinâmico e as decisões requerem informações rápidas, deduz-se inicialmente que estas empresas são as que mais privilegiaram o solicitante e utilizam-se de forma correta, da característica principal da comunicação eletrônica, a agilidade. Outra constatação foi a de que poucas empresas primaram pela resposta rápida nos segmentos NM e Tradicional. Ressalta-se, no entanto, que as empresas do NM deveriam ser mais ágeis no tempo de resposta, estando mais bem preparadas em termos de organização e conscientização devido ao *status* de maior qualidade de GC que lhes é atribuído pelo mercado.

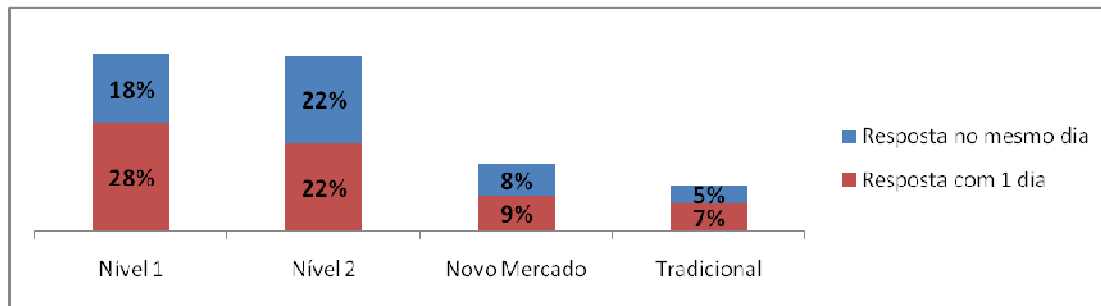


Gráfico 3 – Tempo de resposta por segmento de listagem

Fonte - Elaborado pelos autores

Se por um lado, as empresas do NM não apresentam o “comportamento ideal” ou esperado, no que se refere à agilidade das respostas, por outro é perceptível no Gráfico 4, que a partir do 2º dia, até a finalização da pesquisa no 40º dia, elas superam os demais segmentos de listagem em tempo de resposta.

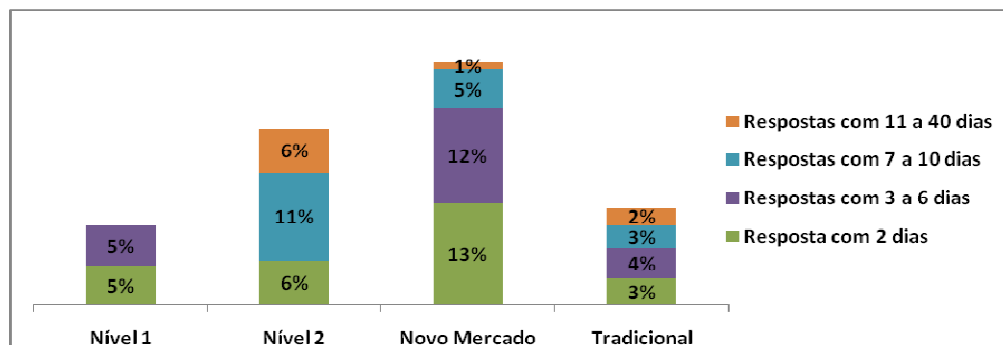


Gráfico 4 – Tempo de resposta por segmento de listagem a partir do segundo dia

Fonte - Elaborado pelos autores

Outro fator analisado foi a qualidade das respostas, ao verificar se as empresas responderam completamente as cinco perguntas formuladas no *e-mail* enviado pelo investidor misterioso. Pelos dados apresentados no Gráfico 5 percebe-se que as empresas listadas no nível 1 e NM se preocuparam mais em responder adequadamente todas as perguntas do investidor, com destaque para o primeiro segmento. Esta constatação de que o nível 1 é superior ao nível 2 e ao NM contraria o que era esperado, de que este último nível, por ser o nível máximo de GC deveria ter maior preocupação na interação com um potencial investidor.

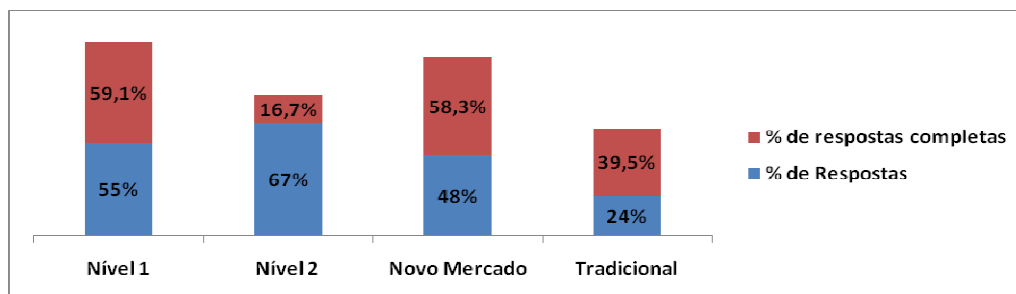


Gráfico 5 – Percentual de respostas completas

Fonte - Elaborado pelos autores

Comparando o Gráfico 5 com os Gráficos 2 e 3, constata-se que as empresas do nível 2 não responderam adequadamente as perguntas formuladas, apesar do maior número e menor tempo de resposta. Fica explícito que 83,3% dos *e-mails* respondidos pelas empresas listadas no nível 2, objetivou direcionar para outro canal, conforme se visualiza no Gráfico 6.

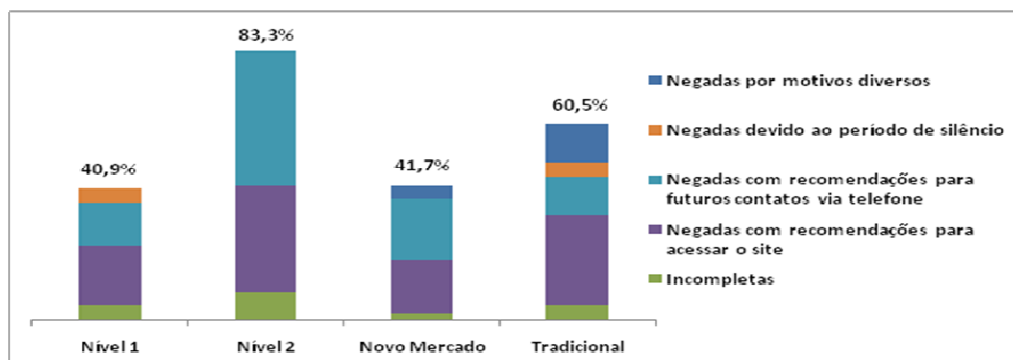


Gráfico 6 – Perfil das respostas que foram negadas ou estavam incompletas

Fonte - Elaborado pelos autores

Assim, finalizando esta análise, as empresas listadas no nível 1 e as listadas no NM são as que mais enviaram respostas completas. No entanto, avaliando o conjunto de respostas completas e o tempo que as empresas levaram para respondê-las, pode-se depreender, qualitativamente, que os melhores resultados foram apresentados pelas empresas listadas no nível 1, constatação até certo ponto surpreendente, pois se esperava mais do nível 2 e, principalmente, do NM.

Portanto, exemplificando a demanda real de um investidor, se este estivesse buscando informações com qualidade, em menor tempo de resposta, deveria escolher empresas listadas no nível 1 de governança corporativa.

Em todos os parâmetros elencados para esta pesquisa, há similaridade de resultados entre os segmentos nível 1 e NM, exceto para o tempo de resposta, no qual os 46% das empresas listadas no nível 1 responderam de forma completa até o primeiro dia. No caso do NM, apenas 17% das empresas listadas responderam neste mesmo prazo. As empresas do NM precisaram de aproximadamente 10 dias para atingir o desempenho no tempo de resposta do nível 1.

Esses resultados contrariam a teoria e os objetivos ideológicos da CVM e Bovespa, pois o NM, como nível máximo de excelência em exigências, deveria proteger os interesses dos investidores minoritários, assim como deveria potencializar a entrada destes, promovendo a diversificação do mercado de capitais.

Em relação à teoria, contraria o pressuposto de Mahoney (2003a) que afirma que a função da RI é entender as queixas e demandas de investidores, para formular adequadas respostas. Além disso, criação de relacionamentos mutuamente vantajosos é um aspecto chave das relações com investidores, uma vez que esses relacionamentos repousam na qualidade da informação e na oportunidade da sua comunicação, bem como na sua abrangência e imparcialidade e também na capacidade da administração no cumprimento de suas promessas (MAHONEY, 2003b).

O NM é um segmento composto por empresas que se sujeitaram às exigências de qualidade internacional, supridas por áreas de RI bem estruturadas e profissionais treinados a responderem demandas complexas aos diversos *players* do mercado de capitais, interessados em informações diversas. Neste sentido, era de se esperar um desempenho superior deste segmento em relação ao nível 1 e 2 de GC.

Por fim, cabe salientar que na perspectiva de Mahoney (2003b, p. 5) as RI's “[...] estão desempenhando um papel de importância crescente na ajuda aos investidores para conhecerem o suficiente sobre as empresas para tomarem as suas cruciais decisões de investimento”. Entretanto, isso não pode ser afirmado para as empresas brasileiras, quer do segmento tradicional, quer com GC diferenciada, diante dos resultados obtidos nesta pesquisa.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

Visando verificar se a área de RI de companhias brasileiras de capital aberto possuem interesse em atender demandas de investidores minoritários, avaliando quantitativamente (quantidade de retorno) e qualitativamente (tempo e completude) das respostas enviadas, procedeu-se nesta pesquisa a um estudo de caráter exploratório, com 340 empresas listadas na Bovespa. A idéia era identificar a efetividade da área de RI como instrumento de governança corporativa, para atender as solicitações e questionamentos dos seus diversos *stakeholders*.

Os resultados obtidos nesta pesquisa sugerem que a área de RI de companhias de capital aberto brasileiras não desempenha a função que deveria, quando se observa o antagonismo observado nas respostas. Se por um lado a maioria disponibiliza um canal eletrônico, caracterizado pela agilidade e interatividade com potenciais investidores, por outro, a baixa presteza no atendimento de possíveis solicitações ou dúvidas, considerando a dinamicidade do mercado de capitais, suscita indagações sobre a efetividade e a exploração de todo o potencial que uma RI pode proporcionar às empresas brasileiras.

Além do mais, a quantidade de não-respostas ou de respostas incompletas que direcionavam para outros *links* ou canais de atendimento, conforme Tabela 4, confirma o grau de atraso ou de descaso com que as empresas brasileiras ainda persistem em proporcionar aos seus investidores. Aqui cabe a reflexão de que, se por um lado as empresas cultivam esse comportamento inadequado, principalmente para aquelas com GC diferenciada, por outro se pergunta até quando os atuais ou potenciais investidores terão esse comportamento pouco questionador ou de aceitação de uma situação que não é condizente com a alardeada qualidade de GC com que algumas empresas dizem possuir.

Tabela 4: Síntese dos resultados

Variável	Segmento				Média
	Tradicional	N1	N2	NM	
Respostas*	24%	55%	67%	48%	48,50%
Completude**	39,5%	59,1%	16,7%	58,3%	43,40%
Tempo Respostas***	12%	46%	44%	17%	29,75%

(*) Percentual de empresas que retornaram algum tipo de resposta (quantidade); (**) Percentual de respostas completas (qualidade); (***) no dia ou no dia seguinte (presteza na resposta).

Fonte - Elaborada pelos autores.

A Tabela 4 sintetiza os resultados obtidos nesta pesquisa, reforçando a preocupação assinalada acima, quando se observa que em média, menos da metade das empresas tiveram a preocupação em atender a solicitação encaminhada. Dessas, apenas 43,40% em média responderam solicitadamente a todas as perguntas encaminhadas, ou seja, apenas 21,05% do total da amostra. Em relação ao tempo de resposta, apenas 14,43% do total de empresas que compunham a amostra se preocuparam em responder em tempo adequado, confirmando por ambos os resultados a subutilização ou a ineficiência da RI das empresas brasileiras pesquisadas.

Diante da análise e de todos os resultados apresentados e das considerações feitas até aqui, conclui-se que, no geral, a área de RI de empresas brasileiras apresenta baixa efetividade ou interesse em atender um possível investidor minoritário, demonstrando que ainda não possui instrumentos efetivos ou ainda não despertou para a importância desse investidor como agente financiador de investimentos, bem como para outras vantagens de longo prazo que o uso efetivo dessa importante área de comunicação pode trazer para a empresa.

Finalmente, percebeu-se, por meio dos resultados apresentados, que a adesão a algum NDGC da Bovespa não foi uma decisão suficiente para transformar a posição em ação, quando se compara o desempenho entre os três níveis de governança diferenciada.

Ressalta-se uma limitação deste estudo, tendo em vista que aproximadamente 63% das empresas não se interessaram em responder a solicitação encaminhada. São duas as possibilidades de não resposta: desinteresse da área de RI das empresas brasileiras pelo investidor minoritário ou falha de envio ou recebimento. O diagnóstico de falha poderia ser melhor avaliado, com confirmação de recebimento mais sofisticados (não oferecido pelos serviços de *e-mails* utilizados. Diante disto, sugere-se para novas pesquisas uma confrontação dos resultados deste trabalho, junto aos responsáveis de todas as empresas investigadas, buscando assumir maior exatidão sobre a efetividade de atendimento pelas áreas de RI's.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 584 p.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). Níveis diferenciados de governança corporativa. São Paulo: Bovespa, 2007. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em dezembro de 2008.
- BUSHEE, B. J.; MILLER, G. S. Investor relations, firm visibility, and investor following. Aug, 2007. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=643223. Acesso em dezembro de 2008.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005. 349 p.
- CRESCITELLI, E; IKEDA, A. A. Marketing de relacionamento entre fabricante e vendedores do varejo. **RAD – Revista Administração em Diálogo**, PUC-SP, n. 08, p. 01-15.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 171 p.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. Porto Alegre: Bookman, 2005. 724 p.
- LEMES JÚNIOR, A. B., RIGO, C. M., CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Governança corporativa e reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-

GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28, 2004, Curitiba. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004, (CD-ROM).

MAHONEY, W. F. A consolidação das relações com investidores como função estratégica: a evolução da RI nos últimos 5 anos. *Revista RI*, IMF Editora, n. 60, 2003a, p. 12-13.

MAHONEY, W. F. **Relações com investidores**: o guia dos profissionais para marketing financeiro e comunicação. Rio de Janeiro: IMF Editora, 2003b. 481 p.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2006, (CD-ROM).

MENDES-DA-SILVA, W.; M. FILHO, P. A. O.; NÓBREGA, O. O. Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na internet: um estudo com empresas listadas na Bovespa. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28, 2004, Curitiba. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004, (CD-ROM).

MILLER, E. **Investor relations**. NTC Business Books, 1998.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional da empresa. *In*: VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. FEA-USP. *Anais...* São Paulo, 2006, (CD-ROM).

RAO, H. SIVAKUMAR, K. Institutional sources of boundary-spanning structures: the establishment of investor relations departments in the Fortune 500 Industrials. *Organization Science*, v. 10, n. 1, Jan./Feb. 1999.

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

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R.. Governança Corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2006, (CD-ROM).

SANTOS, E. J.; ROGERS, P.; MACHADO, L. S.; LEMES, S. Análise das questões relativas à proteção aos acionistas minoritários na reforma à Lei n.º 6.404/76. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2006, (CD-ROM).

SILVA, M. G. T. Quem está olhando para o varejo? É hora de rever conceitos e incentivar a inclusão do investidor pessoa física. *Revista Capital Aberto*, v. 34, jun. 2006, p. 52.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo. 2002.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, 1997.

SOARES, G.; MARQUES, L. O profissional de relação com investidores. *Revista Tríade do Mercado* – PUC Minas/IBMEC/APIMEC, 2003.

WEBER, J. Full disclosure for all. *Business Week*. Sept, 18. Disponível em <http://www.businessweek.com/2000/00_38/b3699137.htm> Acesso em 08 de outubro de 2008.