

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

CARLOS AUGUSTO BIEHL

**Gerenciamento da Narrativa Corporativa e Redução da Assimetria
de Informação no Mercado de Capitais Brasileiro**

**São Paulo,
2020.**

CARLOS AUGUSTO BIEHL

**Gerenciamento da Narrativa Corporativa e Redução da Assimetria
de Informação no Mercado de Capitais**

Trabalho Aplicado apresentado à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas como requisito para a obtenção do título de Mestre em Gestão para a Competitividade.

Linha de Pesquisa: Finanças e Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Hsia Hua Sheng

São Paulo,
2020.

Biehl, Carlos Augusto.

Gerenciamento da narrativa corporativa e redução da assimetria de informação no mercado de capitais brasileiro / Carlos Augusto Biehl. - 2020.

total de páginas 80

Orientador: Hsia Hua Sheng.

Dissertação (mestrado profissional MPGC) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Mercado de capitais - Brasil. 2. Sociedades comerciais - Relações com investidores. 3. Informação assimétrica. 4. Custo de capital. I. Sheng, Hsia Hua. II. Dissertação (mestrado profissional MPGC) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 336.76

Ficha Catalográfica elaborada por: Isabele Oliveira dos Santos Garcia CRB SP-010191/O

Biblioteca Karl A. Boedecker da Fundação Getulio Vargas - SP

CARLOS AUGUSTO BIEHL

**Gerenciamento da Narrativa Corporativa e Redução da Assimetria de
Informação no Mercado de Capitais Brasileiro**

Trabalho Aplicado apresentado à Escola de
Administração de Empresas de São Paulo da
Fundação Getulio Vargas como requisito para
a obtenção do título de Mestre em Gestão para
a Competitividade.

Linha de Pesquisa: Finanças e Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Hsia Hua Sheng

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng
FGV-EAESP

Prof^a. Adriana Bruscato Bortoluzzo
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Prof. José Marcos Carrera Junior
Universidade Federal de São Paulo

Data de Aprovação: 04/08/2020.

São Paulo,
2020.

RESUMO

Os profissionais de Relações com Investidores (RI) possuem um papel central nas comunicações de suas empresas com o mercado (Brown et al., 2019), e seu comportamento não é observável na maioria dos casos e, portanto, é difícil de capturar (Chapman et al., 2017). Com o propósito de analisar o papel de RI para reduzir a assimetria de informação entre a empresa e seus investidores, foi conduzida uma pesquisa exploratória com 37 gestores e três entrevistas com RIs de companhias brasileiras listadas na bolsa de valores de São Paulo entre janeiro e abril de 2020. Os resultados evidenciaram que não basta haver, apenas, o gerenciamento da narrativa corporativa pelos RIs; se faz necessário, também, gerenciar contatos, priorizar certas categorias de analistas e eleger as ferramentas mais eficazes para disseminar de maneira mais ampla as informações das companhias. Ainda ficou claro que, para os RIs brasileiros, as reuniões e ligações individuais são as ferramentas mais importantes para gerenciar a transmissão da mensagem da companhia ao invés de teleconferências públicas. Nas teleconferências de resultados os RIs brasileiros procuram prestigiar analistas com recomendações e estimativas abaixo do consenso de mercado. Além disso, conclui-se que tanto os RIs no Brasil quanto nos Estados Unidos, consideram como sendo pouco importante interações com membros da imprensa especializada para transmissão mensagem da empresa, sugerindo que o potencial de alcance global da imprensa digital vem sendo ignorada pelos RIs. Por fim, quando foram analisados separadamente, RIs que receberam premiação de excelência dos RIs que não a recebeu, revelou-se que os RIs premiados estão alinhados com os RIs norte-americanos e têm, na teleconferência e na sua dinâmica, itens diferenciais para o tratamento com o mercado de capitais. Também ficou evidente a maneira singular como os RIs premiados coordenam o acesso dos analistas à alta administração das empresas. Assim este trabalho também serve como um guia e fonte de dados primária de melhores práticas de RI, auxiliando companhias listadas a aperfeiçoar seus programas de RI e empresas de capital fechado que vislumbram abrir o capital.

Palavras-chave: Mercado de Capitais Brasileiro. Relações com Investidores. Gerenciamento da Narrativa da Empresa. Assimetria de Informação. Custo de Capital.

ABSTRACT

Investor Relations (IR) professionals have a central role in their companies' communications with the market (Brown et al., 2019), and their behavior is not observable in most cases and, therefore, is difficult to capture (Chapman et al., 2017). In order to analyze the role of IR to reduce the information asymmetry between the company and its investors, an exploratory survey was conducted with 37 managers and three interviews with IRs from Brazilian companies listed on the São Paulo stock exchange between January and April 2020. The results showed that it is not enough to just manage the corporate narrative by the IRs; it is also necessary to manage contacts, prioritize certain categories of analysts and choose the most effective tools to disseminate company information more widely. It was also clear that, for Brazilian IRs, individual meetings and calls are the most important tools for managing the transmission of the company's message instead of public teleconferences. In the earnings conference calls, Brazilian IRs seek to honor analysts with recommendations and estimates below market consensus. In addition, it is concluded that both IRs in Brazil and in the United States consider interactions with members of the specialized press to transmit the company's message to be of little importance, suggesting that the potential for global reach of the digital press has been ignored by the IRs. Finally, when the IRs that received awards for excellence from the IRs that did not receive them were analyzed separately, it was revealed that the awarded IRs are aligned with the North American IRs and have, in the conference call and in its dynamics, differential items for the treatment with the capital market. The singular way in which the awarded IRs coordinate the access of analysts to the top management of companies was also evident. Thus, this work also serves as a guide and a primary data source of the best IR practices, helping listed companies to improve their IR programs and privately held companies looking to go public.

Keywords: Brazilian Capital Market. Relationship with investors. Company Narrative Management. Information asymmetry. Cost of Capital.

LISTA DE SIGLAS

CEO.....	Chief Executive Officer (Diretor Presidente Executivo)
CFO	Chief Financial Officer (Diretor Financeiro)
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFPs	Demonstrações Financeiras Padronizadas
IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
IPOs	Initial Public Offering / Oferta Pública Inicial
ITRs	Informações Trimestrais
NIRI	National Investor Relations Institute
RI	Relação com Investidores

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Distribuição das Variáveis Demográficas	24
Tabela 2: Descritivo das questões do bloco "qual a importância dos itens a seguir para transmissão da mensagem da sua empresa aos investidores institucionais?"	29
Tabela 3: Descritivas das questões de bloco: "classifique os analistas <i>sell-sides</i> de acordo com as características abaixo, em relação à capacidade deles em te ajudar a transmitir a mensagem da sua empresa aos investidores institucionais.....	30
Tabela 4: Descritivas das questões do bloco: "com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância dos serviços listados abaixo, oferecidos pelos analistas <i>sell-sides</i> ?"	32
Tabela 5: Descritivas das questões do bloco: "quanta influência você acredita que os típicos RIs e CFO têm no conteúdo e formato das divulgações a seguir"?	33
Tabela 6: Descritivas das questões do bloco: "visando realizar seu trabalho com eficiência, qual a importância de suas interações com as seguintes pessoas?"	34
Tabela 7: Descritivas das questões do bloco: "quão importante os itens a seguir são na sua determinação da avaliação do seu superior em relação ao seu desempenho no trabalho?"	36
Tabela 8: Descritivas das questões do bloco: "caso as seguintes pessoas solicitarem acesso privado à alta administração, qual a probabilidade de você atender a esta solicitação?"	37
Tabela 9: Descritivas das questões do bloco: "qual a probabilidade de você contatar as seguintes pessoas pelo fato de um analista <i>sell-side</i> ter revisado sua recomendação das ações de sua companhia?"	39
Tabela 10 - Descritivas das questões do bloco: "no que diz respeito às instruções publicadas pela CVM, com que frequência você acredita que as seguintes situações surgem para o profissional de R!?"	40
Tabela 11: Descritiva das questões do bloco: "com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância das seguintes atividades relacionadas às teleconferências públicas nela inseridas?"	43
Tabela 12: Descritiva das questões do bloco: "depois de entrarem na fila, qual a probabilidade de as seguintes pessoas serem selecionadas para fazer sua pergunta durante o Q&A das teleconferências públicas da sua empresa?"	44
Tabela 13: Descritivas das questões do bloco: "qual a probabilidade de você fazer uma ligação para as seguintes pessoas, logo após as teleconferências de resultado, abertas ao público?"	47
Tabela 14 – Legenda das Questões de RI.....	47
Tabela 15 - Comparando Empresas de Premiação RI	51
Tabela 16: Alfa de Cronbach da Pesquisa	66

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Intervalo de confiança para média do score survey	67
Gráfico 2: Compara Empresas para tabela 2.	68
Gráfico 3: Compara empresas para tabela 3.	69
Gráfico 4: Comprara Empresas para tabela 4.	70
Gráfico 5: Compra Empresas para tabela 5.	71
Gráfico 6: Compara empresas para tabela 6.	72
Gráfico 7: Compara empresas para tabela 7.	73
Gráfico 8: Compra empresas para tabela 8.	74
Gráfico 9: Compara empresas para tabela 9.	75
Gráfico 10: Compara empresas para tabela 10.	76
Gráfico 11: Compara empresas para tabela 11	77
Gráfico 12: Compara empresas para tabela 12.	78
Gráfico 13: Compara empresas para tabela 13.	79

SUMARIO

1. INTRODUÇÃO.....	10
2. LITERATURA.....	12
2.1. ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E O CUSTO DE CAPITAL DAS FIRMAS.....	12
2.2. DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO.....	14
2.3. RELAÇÕES COM INVESTIDORES.....	16
3. DESENHO DA PESQUISA.....	20
4. RESULTADOS EMPÍRICOS E RESPOSTAS DAS ENTREVISTAS.....	24
4.1. DEMOGRAFIA.....	24
4.2. GERENCIANDO A NARRATIVA.....	27
4.2.1. Qual a importância dos itens a seguir para transmissão da mensagem da sua empresa aos investidores institucionais?.....	27
4.2.2. Classifique os analistas <i>sell-side</i> , de acordo com as características abaixo, em relação à capacidade deles em te ajudar a transmitir a mensagem da sua empresa aos investidores institucionais.	29
4.2.3. Com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância dos serviços listados abaixo, oferecidos pelos analistas <i>sell-side</i> ?.....	30
4.2.4. Quanta influência você acredita que os típicos RIs e CFOs têm no conteúdo e formato das divulgações a seguir?.....	32
4.3. DETERMINANTES DO DESEMPENHO DO RI.....	33
4.3.1. Visando realizar seu trabalho com eficiência, qual a importância de suas interações com as seguintes pessoas?.....	33
4.3.2. Quão importante os itens a seguir são na determinação da avaliação do seu superior em relação ao seu desempenho no trabalho?.....	34
4.4. COMUNICAÇÃO COM A COMUNIDADE DE INVESTIMENTOS.....	36
4.4.1. Caso as seguintes pessoas solicitarem acesso privado à alta administração, qual a probabilidade de você atender à solicitação?.....	36

4.4.2. Qual a probabilidade de você contatar as seguintes pessoas pelo fato de um analista <i>sell-side</i> ter revisado sua recomendação das ações de sua companhia?.....	3838
4.4.3. No que diz respeito às instruções publicadas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), com que frequência você acredita que as seguintes situações surgem para o profissional de RI?	39
4.5. DINÂMICA DAS TELECONFERÊNCIAS	40
4.5.1. Filtragem de perguntas	41
4.5.2. Com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância das seguintes atividades relacionadas às teleconferências públicas da sua empresa?.....	41
4.5.3. Depois de entrarem na fila, qual a probabilidade de as seguintes pessoas serem selecionadas para fazer sua pergunta durante o Q&A das teleconferências públicas da sua empresa?".....	43
4.5.4. Qual a probabilidade de você fazer uma ligação para as seguintes pessoas logo após as teleconferências de resultado abertas ao público?"	45
4.6. PREMIAÇÃO INSTITUCIONAL INVESTOR	47
5. CONCLUSÃO	58
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	60
7. ANEXOS.....	66
7.1. TABELA E GRÁFICOS.....	66

1. INTRODUÇÃO

As áreas de Relações com Investidores - RI das organizações, possuem estruturas variadas e participações não lineares nas diversas interações disponibilizadas pelo mercado de capitais, sendo que as companhias de capital aberto, no Brasil, particularmente, alocam recursos de maneira não padronizada na área de RI.

Contudo, independentemente da maneira com que as áreas de relações com investidores das companhias se estruturam é certo que, conforme apontam Brown & Hillegeist (2007), a facilitação do acesso a informações, especialmente no tempo, reduz o custo de capital sem colocar em risco os dados confidenciais, atrai mais investidores e, via de consequência, aumenta o número de negócios envolvendo as ações das empresas, ou seja, aumenta a liquidez destas. Isto porque, como será desenvolvido oportunamente, a principal responsabilidade de um profissional de RI é a de se comunicar levando a narrativa corporativa a analistas *sell-side*¹ e para a comunidade de investidores, gerenciando contatos e redes para atingir o espectro mais abrangente possível, o que resultará na redução da assimetria da informação.

Partindo de tais premissas, esta pesquisa exploratória, inspirada no *paper* norte americano de Brown et al. (2019), visa conferir um melhor entendimento dos papéis do RI na gestão das comunicações das companhias na supervisão de divulgações feitas pela companhia, explorando, por meio de questionário (*survey*/levantamento) e entrevistas com profissionais da área, de que forma estes atuam em companhias abertas listadas no mercado de capitais brasileiro e, a partir desta atuação, como são capazes de gerenciar a narrativa corporativa das organizações, promovendo influência direta na redução do custo de capital e, portanto, na valoração das ações da companhia no mercado de capitais. Diante disso, torna-se também oportuna a comparação entre o comportamento dos RIs no Brasil que trata-se de um mercado em evolução, e em um mercado desenvolvido como é o dos Estados Unidos, em busca das melhores práticas que vão contribuir para a redução da assimetria informacional. Mais especificamente, avaliar quais das atividades gerenciados pelos RIs são mais importantes na

¹ Analistas *sell-side* são profissionais que atuam em bancos e corretoras de valores fazendo a prospecção de investimentos e recomendando a compra ou venda das ações. Suas demandas de informação, portanto, estão focadas na necessidade de dados pontuais e mais detalhados, o que significa maior exigência de contato constante com a área de RI. Os analistas que atuam como *sell-side* buscam o máximo possível de disclosure (capacidade de divulgar informações com transparência) da companhia.

busca da redução da assimetria de informação e conseqüente redução do custo de capital das companhias.

Nesse contexto, o objetivo desse trabalho é analisar o papel de RI em reduzir a assimetria de informação entre empresa e seus investidores. Em outras palavras, os RIs atuantes no mercado de capitais brasileiro gerenciam de forma eficiente os contatos, redes e ferramentas de divulgação para otimizar a propagação de informações com conseqüente redução da assimetria de informação e redução de custo de capital. Este trabalho também serve como um guia e fonte de dados primária de melhores práticas de RI, auxiliando companhias listadas a aperfeiçoar seus programas de RI e empresas de capital fechado que vislumbram abrir o capital a estruturar um programa de RI ajustado às demandas do mercado de capitais e interfaces com os diferentes perfis de investidores.

Foi conduzida uma pesquisa exploratória (*survey*) sobre narrativas e eventos de divulgação corporativa com 37 gestores e três entrevistas com RIs de companhias brasileiras listadas na bolsa de valores de São Paulo entre janeiro e abril de 2020. A forma e os meios de divulgação de informações assumem papel de relevo à proporção em que podem criar, ou impedir, o ambiente de igualdade entre os investidores, assim como podem desestimular a busca por informações privilegiadas das companhias que oferecem uma ampla divulgação ao mercado de capitais. A hipótese de pesquisa é de que um RI que gerencie a narrativa da companhia, que priorize públicos e interações e administre expectativas de resultados da empresa, influencie diretamente na redução do custo de capital.

A Contribuição dessa pesquisa enriquece a literatura nacional brasileira no tocante às relações com investidores ao compreender as diferenças entre a atuação dos RIs em um mercado em evolução e em desenvolvido, de modo a extrair experiências que possam contribuir para o aprimoramento do RI brasileiro com base no aprendizado do mercado norte americano. Ainda, este trabalho aplicado, procura contribuir para o entendimento da relevância e classificação, pelos RIs, das diferentes formas de comunicação com os analistas, demonstrando quais ferramentas à sua disposição são mais eficazes ao alcance da finalidade da sua atividade. Além disso, foram analisados, separadamente, RIs que receberam premiação de excelência dos RIs que não a receberam, e assim foram evidenciadas os diferenciais dos RIs premiados na escolha da principal ferramenta de comunicação, na coordenação do acesso dos analistas à alta administração das empresas e no gerenciamento da sessão de perguntas e respostas das teleconferências.

Como apontado por Couper (2000), faz-se importante ressaltar que limitações emergem da adoção da pesquisa tipo *survey*, principalmente no que tange à generalização dos resultados obtidos, visto que a amostra de respondentes foi composta por RIs que responderam voluntariamente ao questionário e também as entrevistas.

Literatura internacional, dos Estados Unidos: comparação de comportamentos entre RIs de um mercado desenvolvido e outro em desenvolvimento;

Literatura nacional: elucidados quais ferramentas são mais importantes, quais tipos de analistas são mais prestigiados, como os RIs controlam a dinâmica das teleconferências no Brasil e as diferenças entre os grupos dos RIs premiados e não premiados.

2. LITERATURA

2.1. ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E O CUSTO DE CAPITAL DAS FIRMAS

A dinâmica empresarial de captação de recursos financeiros e consequente listagem das companhias junto à Bolsa de Valores demandam o atendimento de procedimentos próprios do Mercado de Capitais, dentre estes a divulgação de informações contábeis e financeiras de atribuição das Diretorias Financeiras como forma de garantir a segurança e a transparência no ambiente de investimento financeiro. Neste ponto, há informações de divulgação obrigatória em atendimento à atividade fiscalizatória de atribuição da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, com vistas a estimular, ao final, o acesso à informação fidedigna.

Tendo como norte os objetivos da regulação do Mercado de Capitais, os resultados das companhias divulgados, periodicamente, são componentes e determinantes a orientar os investidores nas suas escolhas de aquisição e/ou venda de ações, o que se alinha com Klein e Bawa (1976) que sugeriram que maior divulgação de informações pode reduzir custo de capital pela redução de risco não diversificável de estimativa. Fama (1970) foi precursor da análise da influência do conjunto informacional detido pelos investidores ao diferenciar a eficiência do mercado a depender do modo como o preço do ativo reflete informações sobre ele.

Segundo Pratt (1998), custo de capital é a taxa de retorno esperada que o mercado financeiro requer para alocar recursos para um investimento qualquer. Neste contexto de

orientação se insere a importância de mensurar o Custo de Capital Próprio, compreendido como taxa de retorno almejada pelo investidor, refletindo o risco de um negócio, que tem relação direta com o preço da oferta, do que decorre a relação negativa entre a redução do custo de capital e a elevação do grau de certeza na precificação dos ativos da companhia.

A redução do Custo de Capital Próprio, portanto, se trata de importante objetivo na gestão das captações no Mercado de Capitais, e o alcance, conforme aponta a literatura, está ligado à quantidade e à qualidade de informações divulgadas pela companhia, tendo em vista que quanto maior for o nível e o espectro de divulgação de uma firma, maior será a liquidez de suas ações, dado que o investidor terá mais condições de avaliar o risco do negócio e o retorno das ações e, como seqüela, haverá redução dos custos de transação e aumento da procura pelas ações. Desta combinação decorre a redução do Custo de Capital Próprio. Alencar (2005) elucida que um maior nível de *disclosure* de informações das companhias, ao reduzir a assimetria informacional, reduz o custo de capital das empresas.

Neste sentido, se por um lado a divulgação dos dados assume este papel de relevo, por outro há que se considerar a possibilidade de acesso a um determinado público e falta de informação a outro, não por descumprimento dos procedimentos de regulação, mas pelo desafio de oferecer as informações a um espectro mais amplo de possíveis investidores. É nesta seara que se situa a assimetria de informações, que será tanto maior quanto menor for o alcance dos dados a quem se destina. Conforme Paulo (2007), a redução da assimetria informacional, minimiza os conflitos de interesses e, assim, contribui para a alocação de recursos mais adequados ao mercado de capitais.

Sob tal perspectiva, Brown et al. (2004) propõem que a divulgação de informações tem importante papel na atenuação da assimetria de informação, pois atua em duas frentes: na direta, por meio da difusão de informações; e, na indireta, pelo desencorajamento dos investidores a buscarem informações privilegiadas das companhias que oferecem uma ampla divulgação ao mercado de capitais. Na mesma linha de pensamento, Hughes e Liu (2006) constataram que o fenômeno da assimetria de informação leva à elevação do custo de capital das firmas.

Além disso, também influencia na precificação das ações o prêmio exigido pelos investidores que, igualmente, tem relação direta com a divulgação informacional, porquanto atua no Custo de Capital Próprio. Neste ponto, Brown et al. (2004) salientam a relação positiva entre a assimetria de informação e o custo de capital das firmas como a causa

predominante do prêmio que os analistas de ações exigem por negociarem ações de companhias que apresentam investidores com informações privilegiadas, à medida em que o meio de a empresa acomodar o problema da seleção adversa, como salienta Verrecchia (2001), é a oferta de desconto que aos investidores que, dada a restrição de informações, não têm parâmetros suficientes para mensurar o risco e computar o retorno das ações.

Partindo de tais premissas, é certo concluir que a redução da assimetria informacional deve ser o objetivo buscado pelas companhias nas divulgações periódicas obrigatórias, que também poderão ser incrementadas pela divulgação voluntária. Gu e Li (2007) em suas análises encontram evidências de que a divulgação voluntária diminui a assimetria de informação, e também é fator componente na determinação do preço justo das ações das companhias. Botosan (1997) em seus estudos acerca de empresas norte-americanas encontrou relação negativa entre nível de *disclosure* e o custo de capital. Assim, sabendo-se, de um lado, sobre o impacto da divulgação mais ampla e profunda quanto possível de informações na precificação das ações e, portanto, no custo de capital; por outro, há o desafio de a companhia, nesta racionalidade, encontrar o equilíbrio na gestão das informações, uma vez que a busca pela superação da assimetria informacional poderá encontrar limites no tempo e no custo, assim compreendida a despesa que uma divulgação ampla demanda.

Martins e Paulo (2014), quando analisaram o mercado acionário brasileiro concluíram que a assimetria informacional na negociação das ações está relacionada de forma positiva com o risco, o retorno e a liquidez das ações, além do custo de capital próprio e do tamanho das firmas. Desta forma, sem reduzir o poder que a divulgação de informações tem de afetar a precificação das ações, mas tendo presente o custo envolvido na escolha entre adotar uma divulgação ampla e simplesmente realizar a divulgação obrigatória, a priorização de determinados públicos, o uso de determinadas ferramentas, a dimensão, o detalhamento e a organização das informações divulgadas pelas Diretorias Financeiras ao Mercado será determinante ao alcance do equilíbrio entre redução da assimetria informacional e ampliação da divulgação frente ao custo envolvido nesta escolha.

2.2. DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO

As companhias abertas listadas em bolsa de valores, no Brasil, têm a Comissão de Valores Mobiliários como seu agente regulador, a qual edita as instruções que direcionam a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas com base no padrão

contábil internacional. Assim sendo, há obrigações regulamentares e padrões de divulgação de informações que são comuns às companhias abertas com vistas a garantir credibilidade nas transações e o bom funcionamento do Mercado de Capitais.

Para além da obrigatoriedade de divulgação de determinados dados, Haggard et al. (2008) apuraram que os analistas de ações, na carência de informações apuradas de uma companhia em particular, consideram em suas análises dados referentes à situação econômica pela qual passam companhias similares e pelo mercado em geral.

Siqueira et al. (2017) argumenta que o desequilíbrio informacional acerca de ativos negociados em um mercado de capitais corresponde a risco para os investidores, que requerem um prêmio para negociar aqueles ativos que entendem como mais arriscados em termos de nível de informação; desta forma o risco informacional de um ativo pode ser um dos fatores precificados pelos investidores em um mercado. Assim, pode-se afirmar que o alto nível de transparência de divulgação da companhia leva a altos níveis de informação ao mercado de capitais, minimizando a influência nos preços das ações de uma companhia devido à volatilidade nos preços das ações de outras companhias.

No entanto, os gestores das firmas, por intermédio de suas Diretorias Financeiras e subsidiados pelos profissionais de RI, ainda que atendendo às obrigações de transparência, têm certo arbítrio a respeito das informações adicionais que serão divulgadas no relatório da administração, dos comentários de desempenho das companhias e das apresentações feitas ao Mercado de Capitais. Para mais, a respeito dessas informações adicionais, eles determinam a frequência, dimensão, detalhamento, organização e estilo, de maneira a ocasionar o melhor impacto de percepção nos agentes do mercado financeiro. Neste contexto, Fu et al. (2012) afirmaram que maior frequência na divulgação de informações reduz a assimetria de informação e o custo de capital próprio das empresas.

Neste ponto há que se considerar o contexto de atuação, especialmente do profissional de RI, que mantém o diálogo contínuo com os investidores e, portanto, está habilitado a colher as expectativas do mercado, tendo influência na forma e meio com que as informações serão divulgadas pelos gestores. Marston (1996) definiu relações com investidores como o elo entre uma empresa e a comunidade financeira, fornecendo informações para auxiliar os investidores a avaliar a empresa. Tal definição indica que RIs trabalham em conjunto com os canais de informações existentes, não necessariamente aumentando o conteúdo da informação, mas melhorando o fluxo de informações (Bollen et al. 2006). Desta forma, estando à frente

deste contato, realizando o gerenciamento da narrativa da empresa, o RI também é quem estará envolvido na escolha pela divulgação ampla ou meramente obrigatória das informações, porquanto, isto demandará maior ou menor envolvimento diário com a coleta, a gestão e a publicação de determinados dados. Nesta escolha também se insere o custo da companhia com publicações das informações.

A dinâmica desta divulgação foi investigada por Firth et al. (2008), que aferiram a motivação que os gestores encontram para veicular estimativas de *performance* futura de maneira tendenciosa e confiante, com vistas a reduzir o custo de captação em emissões primárias. Kothari et al. (2012) propõem que os administradores das companhias comumente desviam de maneira otimista a informação financeira que é divulgada ao mercado, objetivando influenciar a cotação das ações na bolsa de valores. Nesta conjuntura, os gestores da companhia se envolvem na definição da inclusão e intensidade da confiança inserida nas estimativas que seriam divulgadas nos documentos da emissão de ações. Logo, a forma de divulgação de informações passa a seguir a discricionariedade dos gestores, ainda que esta encontre seus limites nas informações obrigatórias, conforme regras do agente regulador.

2.3. RELAÇÕES COM INVESTIDORES

Relações com investidores é definido por Marston (1996) como o elo que liga companhias e agentes listados no mercado financeiro global, provendo informações que ajudam a avaliar o preço justo de uma empresa. O Instituto Brasileiro de Relações com Investidores - IBRI, 2019 define RI como o conjunto de atividades, métodos, técnicas e práticas que, direta ou indiretamente, propiciem a interação das áreas de Contabilidade, Planejamento, Comunicação, Marketing e Finanças, com o propósito de estabelecer uma ligação entre a administração da empresa, os acionistas (e seus representantes) e os demais agentes que atuam no mercado de capitais, e que integram a comunidade financeira nacional ou internacional.

Brennan e Tamarowski (2000) concluíram que as atividades de RI são capazes de aumentar o número de analistas que cobrem as ações de uma companhia, melhorando a precisão e o alinhamento das previsões. Além disso, a pesquisa desses autores revelou que o número de analistas está associado a maior liquidez das ações negociadas, à redução do custo de capital dos acionistas e ao aumento dos preços das ações. Hong e Huang (2005)

formularam incentivos das firmas para investir em atividades de RI e destacaram a maior liquidez como um benefício provável do RI.

Conforme Chang et al. (2008), companhias com mais ampla gama de informações divulgadas ao mercado, por meio de seus departamentos de relações com investidores, atraem mais coberturas de analistas *sell-side*, assim como atraem um maior número de investidores institucionais, possuem maior liquidez e valor de mercado, a par do menor *spread* entre preços de compra e de venda de suas ações.

Desta forma, Chang et al. (2006), empregaram uma pesquisa quantitativa e qualitativa, separando as empresas em uma amostra de alto, médio e baixo RIs. Seus resultados mostraram que o nível de assimetria de informação difere entre RIs altos e baixos. Ainda nesse contexto, Rodrigues e Galdi (2017), verificaram que estudos empíricos realizados desde a década de 1960 indicam a relação do bid-ask spread (proxy de assimetria), com a liquidez nas negociações de ações e com as informações recebidas pelo mercado. Para reduzir o risco da negociação de ações, agentes com menos informações diminuem o preço que estão propensos a pagar ou demandam um prêmio para vendê-lo (Verrecchia, 2001).

Sob tal perspectiva, pesquisas acadêmicas anteriores sobre a área em comento focam, em geral, nos benefícios dos programas de RI. Bushee e Miller (2012) apontam que os profissionais de RI acreditam que facilitar a comunicação direta com investidores *buy-side*², incluindo reuniões pessoais, é o aspecto mais importante de RI, além de apontarem que os analistas *sell-side* possuem um importante papel para aumentar a visibilidade da companhia. Já Kirk e Vincent (2014), examinaram as determinantes de programas internos de RI e seu impacto sobre as divulgações ao público, acompanhamento de analistas, propriedade institucional, liquidez e valorização de mercado. Observaram que as empresas com maior incerteza sobre resultados futuros e fluxo de caixa têm mais probabilidade de iniciarem programas de RI, sendo que as firmas que iniciam esses programas obtiveram benefícios e se tornaram mais capazes de se adaptar a mudanças regulatórias.

²*Buy-side* é o analista do lado da compra, que normalmente trabalha em um fundo de ações, fundo de pensão ou outra empresa que não seja corretora e fornece pesquisas e recomendações exclusivamente para o benefício dessa empresa.

Karolyi e Liao (2017) observaram que as firmas com programas ativos de RI possuem maior “q de Tobin”³, maior acompanhamento de analistas, maior certeza nas previsões de analistas e um menor Custo de Capital Próprio.

Segundo, ainda, Chapman et al. (2017): “o comportamento dos RIs não é observável na maioria dos casos e, portanto, é difícil de capturar”.

Os programas de RI dispõem de ferramentas que facilitam a comunicação com o Mercado de Capitais. O IBRI (2013) descreve que a avaliação da atividade de RI, na companhia, pode ser feita com base nas ferramentas disponíveis e utilizadas no programa por meio de um estudo de percepção com os analistas e investidores. Um estudo de percepção contempla os seguintes itens:

- 1) Acessibilidade e atendimento, que consistem na avaliação da disponibilidade da área de RI e o atendimento ao mercado por meio da avaliação da qualidade do atendimento telefônico ou e-mail; da acessibilidade em eventos do mercado e em reuniões públicas com investidores, do tempo e agilidade de resposta às consultas e, ainda, da qualidade e precisão das respostas;
- 2) Ferramentas de comunicação, pelas quais se procura determinar se as principais ferramentas de comunicação utilizadas pela companhia são adequadas a uma tomada de decisão ou recomendação de investimento na empresa. São usualmente avaliados os *press releases* de resultados, as teleconferências e *webcasts*, o relatório anual e o site de RI;
- 3) Pró-atividade e transparência, por qual é avaliada a pró-atividade da área de RI, ou seja, sua ação para divulgar ao mercado as informações relevantes ou essenciais antes que este as demande, bem assim é avaliado o grau de transparência da área de RI, isto é, a qualidade e o grau de abertura das informações.

A efetividade de um programa de relações com investidores é contextualizada por Farragher et al. (1994) como sendo aquele que explica os negócios e seu ambiente, enfatiza as perspectivas futuras em vez do desempenho histórico, se concentra em estratégias e oportunidades para desempenho a longo prazo, e não a curto prazo; explica desenvolvimentos e decisões recentes à luz da estratégia de longo prazo de uma empresa, evita a criação de super expectativas, enfrenta notícias adversas de maneira aberta e honesta, é proativo em vez de reativo, fornece aos analistas acesso à alta gerência, inclui o Diretor de Relações com Investidores na alta administração e emprega uma equipe de relações com investidores que

³ O ‘q de Tobin’ é a razão entre o valor de mercado de um ativo físico e seu valor de reposição. Foi introduzido pela primeira vez por Nicholas Kaldor em 1966 em seu artigo "Produtividade marginal e teorias macroeconômicas de distribuição: comentário sobre Samuelson e Modigliani".

entende o processo de avaliação de ações, sendo capaz de explicar detalhes, além de responder às perguntas dos analistas.

Sobre as ferramentas disponíveis aos RIs, Chang et al. (2008) em seu estudo sobre atividades de RI, listaram 28 itens com um total de 44 componentes à disposição dos RIs para realizarem suas atividades. Visto que é vasta a variedade de ferramentas dos RIs, Laskin (2006) em sua pesquisa exploratória realizada com o índice Fortune-500, esclareceu que as principais utilizadas pelos RIs desta amostra foram, em ordem de importância: *roadshows*, apresentações, conferências, prover informações à alta administração, reuniões individuais, análise da composição acionária e preparação de relatórios.

A respeito de reconhecimento, Agarwal et al. (2008) constataram que as empresas premiadas pela estruturação dos melhores programas de RI foram capazes de reduzir as informações assimétricas, levando a menores custos de transação e consequentes aumentos nos negócios realizados. Os resultados também mostraram que as empresas *small-caps*⁴ vencedoras obtiveram um aumento significativo na liquidez de suas ações.

Daí decorre o papel de relevo assumido pelo profissional de RI no âmbito do gerenciamento da narrativa da empresa ao proporcionar conteúdo de interesse dos investidores às Diretorias Financeira e Executiva de uma companhia, contribuindo, na dinâmica da gestão, de dados frente à avaliação das ações para que o nível de profundidade e o espectro de abrangência das informações sejam mais elevados e incrementados, o que resulta na redução, e quiçá, na superação da assimetria informacional.

⁴ Small-caps: empresa de pequena capitalização é uma empresa cuja capitalização de mercado é pequena, abaixo de US \$ 1 bilhão.

3. DESENHO DA PESQUISA

O presente estudo, quanto a seus objetivos, é definido como uma pesquisa exploratória e descritiva. De acordo com Gil (2002), pesquisas exploratórias têm como propósito promover maior familiaridade com o problema, objetivando torná-lo mais compreensível ou formar hipóteses, inclui investigação bibliográfica e entrevistas. Já o estudo descritivo tem como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno.

O artigo inspiração, Brown et al. (2019), baseia-se no mercado americano que conta com 5.470 companhias americanas listadas em Bolsas de Valores com, pelo menos, um analista *sell-side* que fornecesse estimativas de resultados e recomendações de ações. A partir dessa amostra, o autor utilizou um processo de duas etapas para obter nomes e endereços de e-mail do RI de cada companhia via *website* ou no informe de resultados da companhia. Esse processo resultou na coleta de dados derivando em 4.213 endereços de e-mail. No total, o autor recebeu 610 respostas completas à pesquisa, com uma taxa de respostas de 14% (610/4.213). As taxas de respostas para pesquisas das áreas contábil e de finanças, via e-mail, costumam variar entre 5,4% (Dichev et al., 2013) e 10,9% (Brown et al., 2015).

No mercado brasileiro, atualmente, há 423 companhias listadas na Bolsa Brasil Balcão – B3, das quais 392 são negociadas em pregão, e que podem ser acompanhadas por analistas *sell-side* e, portanto, tem possibilidade de interação com RIs. O questionário da pesquisa foi enviado às Companhias inscritas no Instituto Brasileiro de Relações com Investidores - IBRI, que é a entidade no mercado de capitais brasileiro que a comunidade de profissionais de Relações com Investidores atua. O IBRI está presente em São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Sul e Nordeste; o Instituto é uma associação sem fins econômicos que já congrega cerca de 350 profissionais – pessoas físicas, ligadas direta ou indiretamente à área de RI de algumas das principais companhias do País. O IBRI possui um cadastro de e-mails de RIs de 110 companhias, dentro de um universo de associados de mais de 300 profissionais. Utilizamos esse cadastro para envio da pesquisa, por e-mail, entre os dias 20 de janeiro de 2020 e 30 de abril de 2020, com um convite para participar, e um *link* exclusivo para acesso à pesquisa. Foram recebidas, no total, 37 respostas, ou seja, 9,4% (37 /392) em relação ao total de companhias negociadas em pregão na bolsa de valores de São Paulo, e 33,6% (37/110) em relação ao total de inscritas no IBRI.

Assim como realizado por Brown et AL. (2019), a maioria das perguntas da pesquisa permitia que o RI respondesse usando a escala de 7 pontos de Likert⁵. Para ajudar os RIs a responderem, seriamente, cada pergunta da pesquisa e para facilitar a interpretação de suas respostas, foram rotulados os pontos finais da escala em cada pergunta, numericamente, (indo de 0 a 6) e com texto. Por exemplo, na parte superior da escala, foram colocadas as opções como “muito importante” ou “muito provável”, dependendo do contexto da pergunta; na parte inferior da escala, opções como “não importante” ou “não provável”. Os RIs tinham a opção de pular qualquer pergunta da pesquisa (ou até mesmo itens individuais dentro de uma pergunta) por qualquer razão.

Os RIs foram convidados a responder a uma entrevista semi-estruturada por e-mail, com perguntas abertas. Dentre os 37 RIs que responderam à pesquisa, 3 se dispuseram a participar dessa entrevista, sendo que conduzimos as entrevistas por e-mail com 3 deles. O objetivo dessas entrevistas foi o de obter mais informações sobre alguns dos temas abordados na pesquisa e fazer outras perguntas fora do âmbito das perguntas desta investigação.

Foram feitas um total de 15 perguntas, espelhadas do estudo de Brown et AL. (2019), divididas em quatro grupos de perguntas relacionadas que abordam: **(a)** o papel dos RIs na administração da narrativa da companhia; **(b)** determinantes do desempenho do RI; **(c)** Interações dos RIs com a comunidade de investidores; e **(d)** a dinâmica em torno das teleconferências de resultado abertas ao público. O foco se concentrou em fazer perguntas que seriam difíceis de serem abordadas, sem a aplicação de uma *survey*⁶.

Na coluna de média (coluna 1) foram apresentadas as pontuações médias em ordem decrescente de cada questão do bloco onde valores mais altos correspondem a uma maior influência. Já na coluna intitulada ‘Sig’ (coluna 2, Significância) são exibidos os resultados dos testes t de Student⁷ da hipótese nula de que a classificação média para um determinado item não excede a de qualquer outro item. São relatadas as linhas para as quais a classificação média excede, significativamente, a classificação média dos itens correspondentes no nível de

⁵ É uma pergunta que usa uma escala de 5 ou 7 pontos, às vezes chamada de escala de satisfação, que varia de uma atitude extrema a outra. Normalmente, a pergunta de pesquisa da escala Likert de satisfação inclui uma opção moderada ou neutra.

⁶ A pesquisa *survey* é um tipo de investigação quantitativa que pode ser definida como uma forma de coletar dados e informações a partir de características e opiniões de grupos de indivíduos.

⁷ Teste t Student, é o método utilizado para se avaliar as diferenças entre as médias entre dos grupos. A análise visa, fundamentalmente, verificar se existe uma diferença significativa entre as médias e se os fatores exercem influência em alguma variável dependente.

5%, e foram adotados valores ajustados de Bonferroni-Holm⁸ para corrigir várias comparações (Nelson e Skinner, 2013). As colunas 3 e 4 apresentam a porcentagem de entrevistados que pontuam cada item próximo ao topo (5 ou 6) e à base (0 ou 1) na escala de 7 pontos, respectivamente. Para a coluna intitulada ‘Alto’ é retratada a porcentagem de entrevistados indicando influência de 5 ou 6, e na coluna ‘Baixo’ a porcentagem de entrevistados indicando não influência de (0 ou 1). Na última coluna está a quantidade de casos considerados em cada uma das questões analisadas.

Não foi exigido que os entrevistados respondessem a uma determinada pergunta antes de seguir para a próxima, de modo que o número de respostas não é idêntico em relação a todas as perguntas da pesquisa ou aos itens dentro de uma pergunta. Foi definido, para este trabalho, um nível de significância (quanto admite-se errar nas conclusões estatísticas, ou seja, o erro estatístico que se comete nas análises) de 0,05 (5%).

Importante destacar que todos os intervalos de confiança construídos ao longo deste trabalho, foram construídos com 95% de confiança estatística.

Conforme definido por Hair Junior et al. (2005), confiabilidade é o grau em que um conjunto de indicadores de uma variável latente (construto) é consistente em suas mensurações. Para tanto, o coeficiente alfa de Cronbach estima a confiabilidade (consistência interna dos dados) de um questionário aplicado em uma pesquisa. Ele mede a correlação entre respostas em um questionário através da análise das respostas dadas pelos respondentes, apresentando uma correlação média entre as perguntas. O coeficiente α é calculado a partir da variância dos itens individuais e da variância da soma dos itens de cada avaliador de todos os itens de um questionário que utilizem a mesma escala de medição. Observa-se que, conforme a Tabela 16, os valores α são acima de 0,600, mostrando assim que a pesquisa em todos os seus blocos tem consistência interna. O resultado do Alfa na pesquisa como um todo ficou em 0,960, portanto, próximo de 1,000. O maior índice foi alcançado em “Qual a probabilidade de você iniciar um call one on one com os seguintes indivíduos logo após uma teleconferência pública de resultados?” com valor de 0,965.

Como apontado por Couper (2000), faz-se importante ressaltar que limitações emergem da adoção da pesquisa tipo *survey*, principalmente no que tange à generalização dos

⁸ Nas estatísticas, o método Holm – Bonferroni, também chamado de método Holm ou método Bonferroni – Holm, é usado para combater o problema de múltiplas comparações.

resultados obtidos, visto que a amostra de respondentes foi composta por RIs que responderam voluntariamente ao questionário e também as entrevistadas.

Por fim, para que fosse possível determinar quais comportamentos e escolhas dos RIs são mais efetivos e, portanto, servem de referência de melhores práticas no objetivo maior de Relações com Investidores que é a redução da assimetria de informação, as empresas respondentes foram separadas em dois grupos, aquelas que receberam premiação do Institutional Investor Publisher e aquelas que não.

Por mais de 30 anos, o Institutional Investor tem reconhecido pessoas e empresas do setor de serviços financeiros global por sua excelência. A integridade do *ranking* editorial e dos prêmios apoiados por pesquisas e do Institutional Investor conquistaram a mais alta consideração no setor e continuam a definir o padrão pelo qual a excelência é medida. O Institutional Investor oferece pesquisa e classificações (rankings) altamente respeitadas em pesquisas *buy-side* e *sell-side*, fundos de hedge, empresas, renda fixa e gerenciamento de ativos. Esses rankings são referência do setor na Ásia, Europa, Japão, América Latina e EUA. O Investidor institucional pesquisa analistas *buy-side*, gestores de portfólio e analistas *sell-side* em empresas de valores mobiliários e instituições financeiras em todo o mundo para nomear os melhores programas de relações com investidores, melhores CEOs, CFOs e profissionais de RI em seus setores. Numerosos estudos acadêmicos usam o *ranking* do Institutional Investor como um *proxy* da reputação do analista, por exemplo, Krigman et al. (2001), que utilizaram este *ranking* como medida de prestígio dos analistas, Hong e Kubik (2003) que afirmaram que a carreira de um analista depende criticamente deste *ranking*, Cliff e Denis (2004) que verificaram a influência de analistas premiados em IPOs, e Leone e Wu (2007) que estudaram os atributos de analistas financeiros super estrelas no Institutional Investor.

Assim, utilizando o teste t foram comparadas as médias de todas as questões do questionário aplicado e determinado se há práticas somente utilizadas ou preferidas pelos melhores RIs em contraste a práticas comuns entre RIs premiados e não premiados.

4. RESULTADOS EMPÍRICOS E RESPOSTAS DAS ENTREVISTAS

4.1. DEMOGRAFIA

A análise dos resultados será iniciada pela distribuição da frequência relativa (percentuais) das variáveis demográficas, lembrando que os percentuais foram calculados para o total de respostas válidas de cada variável.

A tabela 1 apresenta as características demográficas de nossos entrevistados. Empresas que receberam premiação no *ranking* de RIs do *Institutional Investor* representaram 41% dos respondentes enquanto as que não foram premiadas, 59%. Fundos mútuos (30,6%), fundos de *hedge* (13,9%) e fundos de pensões (13,9%) são os tipos mais comuns de investidores, com participação mínima de 5% nas companhias da amostra; os setores indústria, finanças e energia (13,5% cada) são os setores mais comuns; uma companhia média possui 11-15 analistas que a acompanham; 81,0% das companhias contam com capitalização de mercado mínima de R\$ 1 bilhão e 27% das companhias publicam projeções de resultados (*guidance*). Enquanto 48,6% preferissem que mais analistas seguissem sua companhia, o mesmo percentual considera que o nível atual é satisfatório e apenas 2,7% considera que deveria ser menor. A idade média dos RIs é de 30-39 anos; destes 37,8% são mulheres; 45,9% têm pelo menos 10 anos de experiência em RI e 13,5% possuem formação superior em Administração e MBA. 69,4% dos RIs possui experiência em finanças corporativas. A larga maioria dos RIs, 78,4%, reportam-se diretamente ao CEO ou CFO; cerca de metade recebem remuneração anual de até R\$ 300.000 e, para 16,2%, ao menos 10% de sua remuneração total é baseada em ações.

Tabela 1: Distribuição das Variáveis Demográficas

		N	%
Empresas Cujos RIs foram premiados	Sim	15	41%
	Não	22	59%
CInvestidores com mais de 5% de participação	Acionista Controlador Estatal	1	2,8%
	Clientes de corretoras de varejo	2	5,6%
	Controladores	1	2,8%
	Empresa Controladora, Private Equity e Fundo de Pensão	1	2,8%
	Empresa de investimento privado	1	2,8%
	FIP	1	2,8%
	Fundo de pensões	5	13,9%
	Fundo hedge	5	13,9%
	Fundo mútuo	11	30,6%
	Fundos Exclusivos	1	2,8%
	Governo	1	2,8%
	Indivíduos de auto poder aquisitivo	3	8,3%

Continuação...

		Nº	%
	Nenhum	1	2,8%
	são dois: fundo de hedge e fundo mútuo	1	2,8%
	Seguradora	1	2,8%
Indústria Primária	Agricultura	1	2,7%
	Bens de consumo essenciais	4	10,8%
	Bens de consumo não-essenciais	3	8,1%
	Construção Civil	1	2,7%
	Energia	5	13,5%
	Finanças	5	13,5%
	Indústria	5	13,5%
	Infraestrutura	1	2,7%
	Materiais	2	5,4%
	Real estate	2	5,4%
	Saúde	4	10,8%
	Serviços de Telecomunicação	1	2,7%
	Serviços de Utilidade Pública	1	2,7%
	Serviços Imobiliários	1	2,7%
	Tecnologia da Informação	1	2,7%
Quantidade de analistas que acompanham a Companhia	0-3	9	24,3%
	4-6	6	16,2%
	7-10	5	13,5%
	11-15	9	24,3%
	16-20	4	10,8%
	26+	4	10,8%
Preferência em relação à quantidade de analistas que acompanham a Companhia	Deveria ser maior que o número atual	18	48,6%
	Deveria ser menor que o número atual	1	2,7%
	O nível atual é satisfatório	18	48,6%
Sua idade	<30	5	13,5%
	30-39	24	64,9%
	40-49	6	16,2%
	50-59	2	5,4%
Gênero	Feminino	14	37,8%
	Masculino	23	62,2%
Tempo como profissional de RI	< 1 ano	1	2,7%
	1-3 anos	5	13,5%
	4-6 anos	6	16,2%
	7-9 anos	8	21,6%
	10+ anos	17	45,9%
Tempo no emprego atual	< 1 ano	7	18,9%
	1-3 anos	14	37,8%
	4-6 anos	4	10,8%
	7-9 anos	4	10,8%
	10+ anos	8	21,6%
Formação Acadêmica	MBA	3	8,1%
	Outra Pós-Graduação, MBA	2	5,4%
	Outra formação	2	5,4%
	Outra formação, MBA	1	2,7%
	Outra formação, MBA, Outra Pós-Graduação	1	2,7%
	Outra Pós-Graduação	1	2,7%
	Superior em Administração	4	10,8%
	Superior em Administração, MBA	5	13,5%

Continua...

Continuação...

		Nº	%
	Superior em Administração, MBA, Outra Pós-Graduação	3	8,1%
	Superior em Administração, Outra Pós-Graduação	1	2,7%
	Superior em Administração, Superior em Finanças	1	2,7%
	Superior em Contábeis, Superior em Administração, Outra Pós-Graduação	1	2,7%
	Superior em Contábeis, Superior em Administração, Superior em Finanças, MBA	1	2,7%
	Superior em Contábeis, Superior em Economia, MBA, Outra Pós-Graduação	1	2,7%
	Superior em Economia	1	2,7%
	Superior em Economia, MBA	2	5,4%
	Superior em Economia, Outra Pós-Graduação	1	2,7%
	Superior em Finanças	2	5,4%
	Superior em Finanças, Outra Pós-Graduação	1	2,7%
	Superior em Marketing, Outra Pós-Graduação	1	2,7%
	Superior em Marketing, Superior em Comunicação, Superior em Economia, Superior em Finanças	1	2,7%
Certificações	CFA	2	20,0%
	CNPI em andamento.	1	10,0%
	CPA20	1	10,0%
	CPRI, Certificação do Profissional de Relações com Investidores	3	30,0%
	CPRI, Certificação do Profissional de Relações com Investidores, IRC	1	10,0%
	Mcp	1	10,0%
	Não possuo certificado.	1	10,0%
Valor de mercado da Companhia	< R\$100 milhões	1	2,7%
	R\$250 milhões–R\$499 milhões	1	2,7%
	R\$500 milhões–R\$999 milhões	5	13,5%
	R\$1 bilhão–R\$10 bilhões	15	40,5%
	> R\$10 bilhões	15	40,5%
Experiência profissional prévia	Buy-side	1	2,8%
	Consultoria de RI	1	2,8%
	Corretora de Valores	2	5,6%
	Finanças corporativas	25	69,4%
	Investment banking	2	5,6%
	M&A	1	2,8%
	Regulação	1	2,8%
	Ri	1	2,8%
	Tesouraria	1	2,8%
Ti	1	2,8%	
Reporte direto ao CEO/CFO?	Não	8	21,6%
	Sim	29	78,4%

Continua...

		<i>Conclusão.</i>	
		Nº	%
Publicação de projeção de resultados (guidance)?	Não	27	73,0%
	Sim	10	27,0%
Remuneração anual	< R\$100.000	3	8,3%
	R\$100.000–R\$199.999	10	27,8%
	R\$200.000–R\$299.999	10	27,8%
	R\$300.000–R\$399.999	6	16,7%
	R\$400.000–R\$499.999	1	2,8%
	> R\$500.000	6	16,7%
Compensação através de ações (% da remuneração anual)	Nenhuma	28	75,7%
	1%–9%	1	2,7%
	10%–19%	6	16,2%
	20%–29%	2	5,4%

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

Este estudo visou entrevistar uma amostra diversificada de profissionais de RI, atuantes nas companhias abertas brasileiras. Sendo assim, haver balanceamento entre os setores das empresas na amostra garante representatividade adequada e evidencia um panorama amplo do mercado brasileiro de ações. Constaram na amostra 15 diferentes setores e segmentos econômicos, sendo que não houve concentração maior que 13,5% em quaisquer dos setores. Também, a capitalização de mercado das companhias respondentes mostrou-se diversa, sendo que entre pequenas, médias e grandes, a distribuição foi de cerca de 20%, 40% e 40% respectivamente. Portanto, a demografia da amostra mostra-se adequada para esta pesquisa visando abranger as companhias listadas no Brasil. Em contrapartida, se houvesse concentração excessiva em certo setor da economia ou mesmo em valor de mercado das companhias a amostra não seria abrangente e não seria representativa de forma integral do mercado de capitais brasileiro.

4.2. GERENCIANDO A NARRATIVA

4.2.1. Qual a importância dos itens a seguir para transmissão da mensagem da sua empresa aos investidores institucionais?

O objetivo desta pergunta é avaliar a importância das várias divulgações e dos canais de divulgação à disposição dos RIs ao gerenciar a narrativa da companhia, sejam estas divulgações voluntárias ou regulatórias. Conforme Healey e Palepu (2001), as divulgações corporativas (disclosure) incluem tanto reportes financeiros obrigatórios quanto comunicações

voluntárias. A importância desta pergunta é ressaltada pela constatação em pesquisas anteriores de que a função de RI ajuda a firma a ganhar visibilidade com os investidores institucionais (Bushee e Miller, 2012), resultando em benefícios no mercado de capitais, o que inclui custo de capital mais baixo, menor volatilidade no preço das ações e precificação mais rápida (Brennan e Tamarowski, 2000; Chapman et al., 2017; Karolyi e Liao, 2017). Vale ressaltar que essa pergunta não pretende identificar as divulgações com mais informações feitas pelos canais da companhia, *per se*⁹, mas sim as ferramentas mais importantes, na opinião dos RIs, ao transmitir a narrativa da companhia aos investidores institucionais.

Conforme apresentado na Tabela 2, os RIs consideram Reuniões/Ligações individuais como a ferramenta mais importante para transmitir a mensagem da companhia aos investidores institucionais, visto que 83,8% responderam que fazer ligações individuais é muito importante para transmitir a mensagem da companhia aos investidores institucionais, em linha com constatações em literatura anterior de que encontros privados com investidores são importantes eventos para transmitir informações (Bushee et al., 2018). *Road shows*¹⁰, que geralmente consistem em várias reuniões individuais com diferentes investidores institucionais de um determinado país ou região, e assim tem certa similaridade com reuniões/ligações individuais, foram considerados muito importantes para 78,4% dos RIs.

A constatação de que para os RI atuantes no Brasil, Reuniões/Ligações individuais é a ferramenta mais importante para transmitir a mensagem da companhia aos investidores institucionais contrasta com a pesquisa de Brown et al. (2019) na qual teleconferências públicas é apontada com principal ferramenta pelos RIs dos Estados Unidos.

Mais de 72% dos RIs responderam que tanto *Press releases*¹¹ quanto teleconferências de resultados são mais importantes para transmitir a mensagem da companhia aos investidores institucionais do que Comunicados ao Mercado/Fatos Relevantes, Analistas *sell-side* e mesmo divulgações de caráter obrigatório da CVM como ITRs e DFPs.

Menos de 15% dos RIs responderam que as redes sociais são muito importantes para transmitir a mensagem da companhia, consistente com os resultados de Blankespoor et al. (2014).

⁹ Locução adverbial oriunda do latim, que também significa, “por si mesmo”.

¹⁰ Road Show é um formato específico de evento que vem sendo cada vez mais utilizado por empresas de diversos segmentos, inclusive no ramo financeiro.

¹¹ O press release é uma tática para divulgar uma empresa ou até mesmo uma campanha de marketing

Nas entrevistas, os RIs comentaram sobre quais materiais e iniciativas de RI você considera mais importantes para transmitir a mensagem da sua companhia aos investidores. Um RI respondeu: “As reuniões e teleconferências me parecem as mais eficazes para transmitir a mensagem da Companhia. São mais efetivas dada a frequência e proximidade com analistas e investidores. Os demais documentos e práticas não são excludentes, mas, entendo que servem de apoio”. Outro RI afirmou: “Teleconferências, *releases* e fatos relevantes são importantes para disseminar informações para todos os públicos de investidores. *Road shows* e reuniões permitem entrar no detalhe da estratégia da companhia e perspectivas para os próximos anos”. Um RI classificou as iniciativas por ordem de repercussão no mercado: teleconferências, *road shows*, reuniões individuais e reuniões públicas com analistas. Sobre o valor das teleconferências públicas de resultados, um RI explicitou a busca pela redução da assimetria de informação: “Fundamental para uma prestação de contas equânime, não seletiva e ampla”.

Tabela 2: Descritivo das questões do bloco "qual a importância dos itens a seguir para transmissão da mensagem da sua empresa aos investidores institucionais?"

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	Reuniões/Ligações individuais	5,27	7-12	83,8%	2,7%	37
(2)	Press releases	4,97	8-12	73,0%	2,7%	37
(3)	Teleconferências de resultados	4,97	8-12	72,2%	5,6%	36
(4)	Road shows	4,92	8-12	78,4%	5,4%	37
(5)	Comunicados ao Mercado e Fatos Relevantes	4,65	9-12	67,6%	5,4%	37
(6)	Analistas sell-side	4,61	9-12	69,4%	8,3%	36
(7)	ITRs e DFPs	3,86	10-12	35,1%	8,1%	37
(8)	Visitas às operações (fábrica, lojas, etc.)	3,43	-	28,6%	22,9%	35
(9)	Imprensa de negócios (Valor, Revista Exame, etc.)	2,92	-	13,9%	22,2%	36
(10)	Estimativas de resultados (guidance)	2,54	-	17,1%	34,3%	35
(11)	Encontros informais (ex: almoço, golf)	2,50	-	19,4%	36,1%	36
(12)	Redes sociais (ex.: Twitter, Facebook)	2,31	-	14,3%	42,9%	35

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.2.2. Classifique os analistas *sell-side*, de acordo com as características abaixo, em relação à capacidade deles em te ajudar a transmitir a mensagem da sua empresa aos investidores institucionais.

Dado que a função de RI resulta em um maior acompanhamento pelos analistas *sell-side* (Brennan e Tamarowski, 2000; Bushee e Miller, 2012; Karolyi e Liao, 2017), foi

perguntado sobre as características dos analistas *sell-side* que mais ajudam os RIs a transmitir a mensagem da companhia aos investidores institucionais.

A Tabela 3 revela que Analistas bem reconhecidos pelos investidores institucionais são os mais importantes para os RIs, com 69,4% dos RIs afirmando que esses analistas ajudam muito a transmitir a mensagem da companhia aos investidores institucionais. Já nos Estados Unidos (Brown et al., 2019), a característica mais importante elencada pelos RIs foi: analistas com experiência considerável em relação à cobertura da sua empresa.

Cerca de 64% afirmaram o mesmo sobre analistas com conhecimento do setor, em linha com o desejo dos investidores institucionais de se comunicar com analistas *sell-side* com conhecimento do setor (Brown et al., 2016).

Por outro lado, menos de um terço dos RIs afirmaram que analistas que trabalham para uma corretora que auxiliou em uma emissão (ações, *bonds*, etc.) da sua empresa, ajudam muito a transmitir a mensagem da companhia aos investidores institucionais. Também foi baixa a pontuação para analistas frequentemente citados na imprensa de negócios.

Durante as entrevistas foi perguntado aos RIs como eles identificam analistas *sell-side* com capacidade de ajudar a transmitir a mensagem da companhia. Um deles afirmou não fazer distinção: “Analistas *sell-side* que fazem relatórios sobre a companhia, todos ajudam a transmitir ao mercado a mensagem”. Outro descreveu: “Não existe um processo, mas os que têm mais capacidade de ajudar são aqueles que possuem um senso crítico e conhecimento aprofundado sobre o setor e a companhia. Com esses, é recomendável uma proximidade maior.”

Tabela 3: Descritivas das questões de bloco: "classifique os analistas *sell-sides* de acordo com as características abaixo, em relação à capacidade deles em te ajudar a transmitir a mensagem da sua empresa aos investidores institucionais.

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	Analistas bem reconhecidos pelos investidores institucionais	4,83	5-6	69,4%	2,8%	36
(2)	Analistas que possuem considerável conhecimento do setor	4,75	5-6	63,9%	2,8%	36
(3)	Analistas com experiência considerável em relação à cobertura da sua empresa	4,67	5-6	61,1%	2,8%	36
(4)	Analistas que trabalham para uma grande corretora	4,33	5-6	58,3%	2,8%	36
(5)	Analistas que trabalham para uma corretora que auxiliou em uma emissão (ações, bonds, etc...) da sua empresa	3,31	-	28,6%	17,1%	35
(6)	Analistas frequentemente citados na imprensa de negócios	2,92	-	13,9%	25,0%	36

Fonte: elaborado pelo autor, 2020.

4.2.3.Com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância dos serviços listados abaixo, oferecidos pelos analistas *sell-side*?

Os profissionais de RI também trabalham em estreito contato com analistas *sell-side* e, potencialmente, possuem diferentes pontos de vista sobre o valor destes analistas do que os investidores *buy-side* (Brown et al., 2016). Na Tabela 4, foi perguntado aos RIs sobre a importância dos vários serviços prestados pelos analistas *sell-side* a fim de informar à literatura sobre os benefícios proporcionados pelos mesmos às companhias que eles acompanham.

Os RIs responderam que os serviços mais importantes prestados pelos analistas *sell-side* são transmitir a mensagem da companhia aos investidores institucionais (74,3% afirmaram ser muito importante), seguido de três outros serviços considerados muito importantes pelos RIs, a saber: *feedback* geral sobre como a sua empresa é percebida pelo mercado financeiro (62,9%), conhecimento sobre tendências do setor e/ou dos concorrentes da sua empresa (60,0%) e, facilitar a comunicação e a interação da sua empresa com investidores institucionais (58,8%). Exatamente esses quatro itens, respeitando a mesma ordem foram citados pelos RIs norte americanos (Brown et al., 2019).

Vale ressaltar que embora os RIs indiquem que compartilhar ideias sobre os tipos de questões que podem ser abordadas na próxima teleconferência de resultados da sua empresa aberta ao público, seja menos importante do que a maioria dos outros serviços sobre os quais perguntamos; 31,4% dos RIs responderam que esse é um serviço muito importante prestado pelos analistas *sell-side*. Esta constatação sugere que, além de participar ativamente das teleconferências (Jung et al., 2018), os analistas *sell-side* também são importantes para ajudar as companhias a se preparar para as teleconferências, e que a ‘Sessão de Perguntas e Respostas - (Q&A)’ é menos espontânea do que parece.

Durante as entrevistas, os RIs falaram sobre o valor do conhecimento do setor no qual a empresa está inserida que obtém com os analistas *sell-side*. Um RI disse que “os analistas de mercado são especialistas no setor da economia que cobrem. Portanto, fazem comparações com concorrentes locais e internacionais.” Segundo outro RI: “Analistas de agências de *rating* de crédito também trazem esse tipo de comparação que agrega valor à companhia.”

Tabela 4: Descritivas das questões do bloco: "com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância dos serviços listados abaixo, oferecidos pelos analistas sell-sides?"

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	Transmitir a mensagem da sua empresa aos investidores institucionais	4,91	6-7	74,3%	5,7%	35
(2)	Feedback geral sobre como a sua empresa é percebida pelo mercado financeiro	4,77	6-7	62,9%	2,9%	35
(3)	Conhecimento sobre tendências do setor e/ou dos concorrentes da sua empresa	4,63	7	60,0%	5,7%	35
(4)	Facilitar a comunicação e a interação da sua empresa com investidores institucionais	4,59	7	58,8%	2,9%	34
(5)	Recomendação de buy/sell/hold das ações da sua empresa	4,03	-	45,7%	14,3%	35
(6)	Publicação de projeções de resultados da sua empresa	3,57	-	40,0%	22,9%	35
(7)	Ideias sobre os tipos de questões que podem ser abordadas na próxima teleconferência de resultados da sua empresa	3,20	-	31,4%	25,7%	35

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.2.4. Quanta influência você acredita que os típicos RIs e CFOs têm no conteúdo e formato das divulgações a seguir?

Grande parte da pesquisa foca sobre a natureza e o conteúdo das divulgações feitas pela companhia, tanto as de caráter obrigatório quanto as voluntárias. Pesquisas recentes têm examinado o impacto dos CEOs e CFOs sobre essas divulgações (p.ex., Bamber et al., 2010; Dyreng et al. 2010; Ge et al., 2011). Entretanto, os RIs também têm um importante papel na determinação dessas divulgações, sendo chamados, às vezes, de “diretores de divulgação” (NIRI, 2014). A pergunta apresentada na Tabela 5 permite analisar o nível de influência dos RIs sobre o conteúdo e a forma das várias divulgações.

Os RIs afirmaram ter uma menor influência sobre as explicações em resultados em ITRs - Informe Trimestral de Resultados – CVM, e uma grande influência sobre o conteúdo incluído nas teleconferências de resultados abertas ao público, com 75,0%, e sobre *Press releases*, com 66,7% afirmando que os RIs possuem influência considerável sobre a preparação destes conteúdos. Esse resultado também é observado nos Estados Unidos, onde o conteúdo incluído nas teleconferências de resultados e *Press releases* (Brown et al., 2019) também foram os itens com maior influência de RIs e CFOs típicos.

Durante as entrevistas, foi pedido aos RIs para falar mais sobre a influência que um *Chief Executive Officer* - CEO e um *Chief Financial Officer* - CFO típicos têm na preparação dos materiais de divulgação de RI, inclusive em documentos para CVM e *guidance*. Um RI afirmou: “A influência maior é do CFO, responsável pelo envio de informações ao mercado. Pela minha experiência, CFO tem bastante envolvimento com os materiais de divulgação dos resultados.” Outro RI acrescentou a existência de um comitê dedicado ao tema: “Total influência. Como integrantes do comitê de divulgação e porta-vozes não há material que seja

divulgado sem que tenha sido construído com essas figuras.” Um RI comentou sobre o papel do RI na elaboração dos materiais de divulgação de informações ao mercado: “Protagonista, pois a área de RI é quem traz as mensagens dos agentes do mercado de capitais. A mesma resposta para documentos da CVM e *guidance*. Acho importante destacar que, entendemos que a comunicação e relacionamento com órgãos reguladores e entidades do mercado de capitais deve ser realizada pela área de RI que, efetivamente, entende o que é perguntado. O diálogo fica mais fluido. A área de RI que é responsável e gestora de todos os documentos enviados aos órgãos reguladores.”

Tabela 5: Descritivas das questões do bloco: "quanta influência você acredita que os típicos RIs e CFO têm no conteúdo e formato das divulgações a seguir"?

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	Conteúdo incluído nas teleconferências de resultados	4,92	5	75,0%	5,6%	36
(2)	Press releases	4,86	5	66,7%	2,8%	36
(3)	Comunicados e Fatos Relevantes	4,72	5	66,7%	2,8%	36
(4)	Projeções de resultados da Administração	4,29	-	57,1%	8,6%	35
(5)	Explicações de resultados em ITRs	3,61	-	22,2%	8,3%	36

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.3. DETERMINANTES DO DESEMPENHO DO RI

4.3.1. Visando realizar seu trabalho com eficiência, qual a importância de suas interações com as seguintes pessoas?

O principal objetivo do RI é obter uma avaliação adequada para os títulos mobiliárias da companhia (NIRI, 2014), sendo que interagir com investidores institucionais, analistas *sell-side* e a imprensa especializada ajuda a alcançar esse objetivo. Conforme Brown et al. (2019), para uma comunicação eficaz com o público externo, os RIs devem também se comunicar com regularidade com a liderança da companhia, além disso, os RIs têm a difícil tarefa de manter sua reputação no mercado como sendo profissionais úteis e informados, ao mesmo tempo em que devem agradar seu CEO e CFO retratando a empresa sob uma luz favorável.

A Tabela 6 apresenta as respostas a uma pergunta sobre a importância das interações dos RIs com várias pessoas dentro e fora da companhia.

Quase todos os RIs (91,7% para CFO e 88,9% para CEO) afirmaram que as interações com o CFO e o CEO de suas companhias é algo muito importante para a realização eficaz de seu trabalho, o que está em linha com a constatação nas perguntas demográficas de que 78,4% dos RIs entrevistados se reportam diretamente ao CEO/CFO. Cerca de 81% dos RIs afirmaram que suas interações com investidores institucionais são importantes para fazer seu trabalho de forma eficaz e 77,1% afirmaram o mesmo sobre suas interações com analistas *sell-side*. Em geral, os RIs responderam que suas comunicações com cada um dos primeiros cinco indivíduos nessa lista são muito importantes para a realização eficaz de seu trabalho, e cada um recebeu uma pontuação média similarmente alta. Por outro lado, apenas 5,7% dos RIs consideraram as interações com membros da imprensa especializada como sendo muito importante. Tais resultados são análogos à pesquisa realizada nos Estados Unidos (Brown et al., 2019).

Tabela 6: Descritivas das questões do bloco: "visando realizar seu trabalho com eficiência, qual a importância de suas interações com as seguintes pessoas?"

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	CFO da sua empresa	5,53	6	91,7%	2,8%	36
(2)	CEO da sua empresa	5,39	6	88,9%	2,8%	36
(3)	Investidores institucionais	5,39	6	80,6%	2,8%	36
(4)	Alta administração da sua empresa, outros além do CEO e CFO	5,03	6	75,0%	5,6%	36
(5)	Analistas <i>sell-side</i>	5,00	6	77,1%	5,7%	35
(6)	Jornalistas da imprensa especializada de negócios	2,20	-	5,7%	28,6%	35

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.3.2. Quão importante os itens a seguir são na determinação da avaliação do seu superior em relação ao seu desempenho no trabalho?

A fim de obter informações sobre os incentivos dos RIs, foi perguntado sobre os fatores que determinam a avaliação, por seus superiores, de seu desempenho. O item de maior pontuação na Tabela 7, foi o preparo das divulgações da empresa (ex.: *press releases*, relatório anual, ITRs, etc.), cerca de 71% dos RIs afirmarem ser este um determinante muito importante na avaliação de seu desempenho por seu superior. Esse resultado é combinado com a constatação da Tabela 2 de que *press releases* são um dos mecanismos mais importantes dos RI para transmitir a mensagem da companhia aos investidores institucionais.

O item com a segunda maior pontuação foi *feedback* da comunidade de investidores (71,4%), e o seguinte foi a quantidade e qualidade das reuniões com investidores que você organiza para a Alta Administração (60,0%). Ambos os itens referem-se ao contato com

analistas do mercado de ações, o que está alinhado com o percebido na Tabela 2, onde reuniões/ligações individuais são para os RIs os principais itens para transmissão da mensagem da empresa aos investidores institucionais.

Apesar de o preparo e coordenação das teleconferências públicas de resultados serem consideradas principais ferramentas de comunicação dos RIs de acordo com a constatação da Tabela 3, na qual este item é muito importante para 72,2% dos respondentes, quando se trata de avaliação de desempenho, teleconferências obteve importância para 48,6% dos RIs.

Cerca de metade, (45,7%) dos RIs, afirmaram que sua capacidade em filtrar o acesso de desconhecidos à alta administração é importante para seu desempenho, em linha com seu papel de “guardiões” do acesso à alta administração.

Embora a capacidade da sua empresa de atingir ou superar o consenso de estimativas de resultados dos analistas seja importante para a administração da companhia (Brown e Caylor, 2005; Graham et al., 2005), os RIs parecem indiferentes a este aspecto, visto que 20,6% a classificaram como muito importante; e exatos 20,6%, o mesmo percentual, como pouco importante. Cerca de metade dos RIs (54,3%) indicaram que lidar com analistas que apresentam discrepâncias em suas projeções (fora da curva) têm certa importância para a avaliação de seu desempenho.

Quando estes resultados são comparados aos RIs norte americanos (Brown et al., 2019), os primeiros cinco itens condizem, mas não em sua ordem de importância. Nos Estados Unidos, o principal item foi o preparo e coordenação das teleconferências públicas de resultados, o que tem coerência com a resposta destes à pergunta da Tabela 2, na qual teleconferência pública é apontada como principal ferramenta pelos RIs norte americanos. Observa-se que o mesmo não ocorre no Brasil.

Durante as entrevistas foi perguntado sobre critérios e a dinâmica da avaliação de *performance* pelos superiores. Um RI esclareceu: “As metas variam muito anualmente, mas nunca são focadas em desempenho das ações no mercado. Há pesquisas de opinião com analistas de mercado sobre o atendimento da área de RI, pesquisas pós reuniões e conferências, etc. Enfim, a visão de terceiros referente ao atendimento e à qualidade da área de RI é muito importante”.

Tabela 7: Descritivas das questões do bloco: "quão importante os itens a seguir são na sua determinação da avaliação do seu superior em relação ao seu desempenho no trabalho?"

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	Preparo das divulgações da empresa (ex.: press releases, relatório anual, ITRs, etc...)	5,06	7-9	71,4%	0,0%	35
(2)	Feedback da comunidade de investidores	4,74	8-9	71,4%	2,9%	35
(3)	A quantidade e qualidade das reuniões com investidores que você organiza para a Alta Administração	4,49	8-9	60,0%	2,9%	35
(4)	Uso efetivo dos analistas sell-side para transmitir a mensagem da sua empresa	4,26	-	54,3%	8,6%	35
(5)	Preparo e coordenação das teleconferências públicas de resultados	4,14	-	48,6%	5,7%	35
(6)	Sua capacidade de controlar analistas "fora da curva"	3,97	-	54,3%	5,7%	35
(7)	Sua capacidade em filtrar o acesso de desconhecidos à alta administração	3,74	-	45,7%	14,3%	35
(8)	A capacidade da sua empresa de atingir ou superar o consenso de estimativas de resultados dos analistas	3,26	-	20,6%	20,6%	34
(9)	Desempenho da ação da sua empresa	3,11	-	25,7%	20,0%	35

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.4. COMUNICAÇÃO COM A COMUNIDADE DE INVESTIMENTOS

4.4.1. Caso as seguintes pessoas solicitarem acesso privado à alta administração, qual a probabilidade de você atender à solicitação?

Os RIs, sendo o canal de comunicação entre o mercado de capitais e a companhia, acabam por assumir uma relevante função de administrar as interações dos analistas e investidores com os executivos da empresa. Foi perguntado aos RIs sobre seu papel como guardiões a fim de lançar mais luz sobre quais fatores os RIs levam em conta ao conceder acesso à alta administração (Tabela 8).

Conforme apresentado anteriormente, na Tabela 7, mais de 45% dos RIs indicaram que sua habilidade de fazer a triagem do acesso de pessoas de fora à alta administração é uma parte muito importante da avaliação por seus superiores. Como é difícil observar esse acesso empiricamente, os pesquisadores inferem esse acesso com base em dados officiosos, como o nível de aceitação das recomendações de ações feitas pelos analistas (Chen e Matsumoto, 2006).

Especificamente, foi perguntado aos RIs 'qual a probabilidade de concederem acesso privado à alta administração para vários membros da comunidade de investidores?' Analistas com considerável experiência que cobrem a companhia têm mais probabilidade de ganhar esse acesso, com 72,2% dos RIs afirmando que há grande probabilidade de concederem acesso privado a esses analistas. Essa observação está em linha com pesquisas anteriores que indicam que uma experiência específica com a companhia ajuda os analistas a emitirem previsões mais acertadas (Clement, 1999), e com a constatação anterior de que RIs acreditam

que analistas experientes transmitem a mensagem da companhia de forma mais eficiente do que *et al.* tipos de analistas (veja Tabela 3).

Também observa-se que cerca de 70% dos RIs afirmam que há uma grande probabilidade de concederem acesso privado a investidores institucionais que trabalham para grandes firmas de investimentos, mas somente 47,2% dizem o mesmo para investidores institucionais que trabalham para fundos de *hedge*, possivelmente porque os fundos de *hedge* podem assumir uma posição vendida nas ações da companhia ou muitas vezes deterem ações durante um curto período (Griffin e Xu, 2009). Observa-se, ainda, que 58,3% dos RIs dizem haver grande probabilidade de concederem acesso a analistas *sell-side* com considerável conhecimento do setor, o que está em linha com esses analistas estarem em alta demanda entre os investidores institucionais (Brown et al., 2016).

Lógicas semelhantes foram observadas no Brasil e nos Estados Unidos (Brown et al., 2019), onde os dois primeiros itens da Tabela 8, inclusive na mesma ordem, foram indicados como mais importantes pelos RIs que responderam à pesquisa.

Foi perguntado aos RIs nas entrevistas sobre o desafio de gerenciar o acesso de pessoas de fora da empresa à alta administração. Um RI afirmou: “Temos uma política de porta-vozes na empresa que contribui muito. Além disso, toda reunião que agentes do mercado desejam, tem que passar pela área de RI. Toda reunião de executivo da empresa tem a presença de um RI.” Outro RI afirmou: “Procuro agir de forma pragmática, filtrando os acionistas mais importantes e que já tiveram contato suficiente com o RI para aprofundar as conversas com outros membros da alta administração.” Um RI abordou a necessidade de envolver executivos das áreas operacionais: “Temos tentado envolver os líderes de operação em alguns momentos específicos. É sempre bom que o mercado conheça os membros da administração, além do CFO, RI e CEO...”

Tabela 8: Descritivas das questões do bloco: "caso as seguintes pessoas solicitarem acesso privado à alta administração, qual a probabilidade de você atender a esta solicitação?"

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	Analistas com experiência considerável em cobrir sua empresa	4,86	9-10	72,2%	2,8%	36
(2)	Investidores institucionais que trabalham para uma grande casa de investimentos	4,86	9-10	69,4%	2,8%	36
(3)	Analistas que possuem considerável conhecimento do setor	4,53	9-10	58,3%	2,8%	36
(4)	Investidores institucionais que trabalham para um fundo mútuo	4,50	9-10	55,6%	0,0%	36
(5)	Analistas buy-side famosos no mercado	4,39	10	52,8%	0,0%	36
(6)	Analistas que trabalham para uma corretora/banco que assessora para sua empresa (IPO, follow on, etc.)	4,22	10	50,0%	8,3%	36
(7)	Analistas que trabalham para uma grande corretora	4,11	10	38,9%	5,6%	36
(8)	Investidores institucionais que trabalham para um hedge fund	4,00	10	47,2%	8,3%	36
(9)	Analistas frequentemente citados na imprensa de negócios	3,42	-	33,3%	16,7%	36
(10)	Membros da imprensa de negócios	2,53	-	2,8%	30,6%	36

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.4.2. Qual a probabilidade de você contatar as seguintes pessoas pelo fato de um analista *sell-side* ter revisado sua recomendação das ações de sua companhia?

Brown et al. (2019), ressalta que as revisões de recomendações de ações preparadas por analistas *sell-side* são importantes para a companhia por serem, com frequência, acompanhadas por alterações nos preços das ações da companhia (Elton et al., 1986; Womack, 1996) e as revisões de um analista podem impactar outros analistas (Clement e Tse, 2005; Cooper et al., 2001). Foi perguntado aos RIs com quais pessoas eles provavelmente entrariam em contato após um analista revisar sua recomendação de ações, e se esse contato depender da revisão da projeção ser para cima ou para baixo (Tabela 9).

Após a revisão da recomendação de uma ação, é mais provável que os RIs entrem em contato com as seguintes pessoas (em ordem decrescente de probabilidade): (1) alta administração; (2) o analista que revisou a recomendação; (3) um investidor institucional; e (4) outro analista *sell-side* (diferente daquele que revisou a recomendação da ação). Em todos esses quatro casos, é mais provável um contato se a revisão for para baixo. Essas constatações destacam o fato de as revisões de recomendações de ações dos analistas *sell-side*, especialmente para baixo, serem importantes para a alta administração e que os RIs têm um importante papel para manter a alta administração informada sobre os acontecimentos na comunidade de investidores.

Os resultados obtidos nos Estados Unidos (Brown et al., 2019), no que se referente à sequência de importância para os RIs dos itens da Tabela 9, são idênticos aos obtidos no Brasil.

Um dos RIs que entrevistamos falou sobre como lidar com analistas que têm uma visão negativa sobre as ações da companhia: “Estudamos o motivo da recomendação negativa e verificamos argumentos, se houver, que possam ajudar para ele mudar de opinião. Se não tivermos argumentos, escalamos os pontos do analista na organização.” Outro RI comentou sobre a retroalimentação de informações: “...atendemos da mesma forma os analistas com diferentes recomendações para a ação. Procuramos extrair as críticas construtivas para atuar no desenvolvimento da comunicação e da gestão da companhia.” Outro RI relatou: “Sempre

tentamos ter mais atenção com esses para que haja uma diminuição no *gap*¹² de valor que este analista está atribuindo à Companhia. Normalmente, quando acontece, é uma leitura errônea do cenário ou da Companhia que se resolve com a construção de um relacionamento de confiança (proximidade).”

Tabela 9: Descritivas das questões do bloco: "qual a probabilidade de você contatar as seguintes pessoas pelo fato de um analista sell-side ter revisado sua recomendação das ações de sua companhia?"

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	Alta administração da sua empresa - se a revisão for um “downgrade”	4,54	8	65,7%	8,6%	35
(2)	Alta administração da sua empresa - se a revisão for um “upgrade”	4,54	8	62,9%	8,6%	35
(3)	O analista que revisou a recomendação - se a revisão for um “downgrade”	4,46	8	62,9%	5,7%	35
(4)	O analista que revisou a recomendação - se a revisão for um “upgrade”	4,29	-	60,0%	5,7%	35
(5)	Um investidor institucional - se a revisão for um “downgrade”	3,59	-	35,3%	14,7%	34
(6)	Um investidor institucional - se a revisão for um “upgrade”	3,54	-	37,1%	14,3%	35
(7)	Um analista sell-side diferente - se a revisão for um “downgrade”	3,31	-	31,4%	17,1%	35
(8)	Um analista sell-side diferente - se a revisão for um “upgrade”	3,00	-	25,7%	22,9%	35

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.4.3.No que diz respeito às instruções publicadas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), com que frequência você acredita que as seguintes situações surgem para o profissional de RI?

A natureza privada das conversas entre os RIs e analistas de ações torna extremamente difícil para uma pesquisa retrospectiva lançar luz sobre a frequência de potenciais violações às normas e regulamentos aplicáveis no mercado de capitais. A pergunta, apresentada na Tabela 10, avalia com que frequência os RIs limitam as informações que compartilham com analistas *sell-side* e investidores institucionais em razão das instruções publicadas pela CVM.

A pesquisa aplicada revelou a preocupação dos RIs com as instruções da CVM e a possibilidade de violação das mesmas. Especificamente, 37% dos RIs responderam que se um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta, o RI responde, totalmente, somente depois de determinar que a resposta não viola nenhuma instrução da CVM. Além disso, cerca de 31% afirmaram que várias vezes por semana um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta, a qual o RI responde parcialmente, devido à preocupação com uma possível violação de instrução da CVM. Cerca de 23% dos RIs comentaram que várias vezes por semana um RI típico não responde à uma pergunta de um membro da comunidade de

¹² De acordo com a economia, *gap* é a diferença entre o valor real e o valor previsto de alguma coisa. Os produtos nos mercados de valores que variam constantemente o preço, resultando em diferenças de preço de um dia para o outro, são exemplos de *gap*.

investidores devido a preocupações com uma possível violação das instruções da CVM. Esse resultado é paralelo com o obtido nos Estados Unidos (Brown et al., 2019) onde esses mesmos três itens obtiveram importância entre 22% e 37% e os dois itens restantes tiveram representatividade muito baixa.

Durante as entrevistas foi perguntado como a política de negociação da companhia impacta a função de RI; um dos RIs comentou: “A comunicação com o mercado se baseia nas melhores práticas de governança corporativa e legislação vigente, de forma que as regras da política são incorporados com naturalidade.” Outro RI explicitou o papel de protetor de informações do RI: “Como guardião da informação, o RI precisa observar essas regras e boas práticas e atuar, tanto interna quanto externamente, na disseminação de uma consistência na divulgação.”

Tabela 10 - Descritivas das questões do bloco: "no que diz respeito às instruções publicadas pela CVM, com que frequência você acredita que as seguintes situações surgem para o profissional de RI?"

		Média	Sig	várias vezes por semana/diariamente	nunca	N
(1)	Um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta, a qual o RI responde totalmente, mas somente depois de determinar que a resposta não violaria nenhuma instrução da CVM	3,80	4-5	37,1%	8,6%	35
(2)	Um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta, a qual o RI responde parcialmente, devido à preocupação com uma possível violação de instrução da CVM	3,51	4-5	31,4%	14,3%	35
(3)	Um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta que o RI não responde devido a preocupações com uma possível violação das instruções da CVM	3,06	4-5	22,9%	22,9%	35
(4)	Um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta, a qual o RI responde, mas que resulta em um Comunicado ao Mercado/Fato Relevante subsequente para evitar uma possível violação das instruções da CVM	0,83	-	2,9%	82,9%	35
(5)	Um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta potencialmente sensível, a qual o RI responde totalmente sem considerar as instruções da CVM	0,63	-	2,9%	88,6%	35

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.5. DINÂMICA DAS TELECONFERÊNCIAS

Brown et al. (2019) indicaram que as teleconferências de resultados abertas ao público são eventos importantes de divulgação, pois permitem à alta administração discutir o desempenho dos resultados recentes da companhia com toda a comunidade de investidores; a administração também costuma discutir suas previsões de resultados para o próximo período e oferece aos analistas e investidores a oportunidade de fazer perguntas e interagir diretamente com a liderança da companhia. Embora as

teleconferências de resultados tenham sido objeto de muitas pesquisas acadêmicas (Jung et al., 2018; Mayew, 2008; Mayew et al., 2013), algumas questões importantes persistem, por isso foram feitas diversas perguntas para aumentar o entendimento da dinâmica das teleconferências a partir da perspectiva da companhia, antes, durante e após a teleconferência.

4.5.1. Filtragem de perguntas

Como todas as perguntas desta seção abordam questões relacionadas a teleconferências de resultados abertas ao público, a primeira pergunta feita foi se o RI da companhia promove teleconferências de resultados abertas ao público e foram apresentadas as perguntas subsequentes apenas aos RIs que responderam de forma afirmativa. A grande maioria (86,5%) dos RIs trabalha em uma companhia que promove teleconferências públicas de resultados.

Foram feitas três perguntas adicionais aos RIs participantes. Foi perguntado se todos os indivíduos na fila da teleconferência podem fazer suas perguntas na teleconferência aberta ao público. Cerca de 74% dos RIs disseram que sim. Além disso, foi perguntado se os indivíduos na fila da teleconferência são selecionados por ordem de chegada, e 88,6% das companhias gerenciam a fila da teleconferência dessa maneira. Essas descobertas fornecem informações sobre a composição e o gerenciamento das filas nas teleconferências, o que de outra forma não é observável para os pesquisadores.

Foi feita uma pergunta final de "filtragem" para determinar se a companhia do RI normalmente realiza contatos pessoais para *feedback* após a teleconferência aberta ao público. Aproximadamente, 75% dos RIs indicam que normalmente fazem isso.

4.5.2. Com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância das seguintes atividades relacionadas às teleconferências públicas da sua empresa?

Foi perguntado sobre a importância das diversas atividades relacionadas à preparação para a teleconferência de resultados aberta ao público, incluindo a preparação de um roteiro(script) (Lee, 2016), ensaio da teleconferência com a administração, seleção do dia e hora da teleconferência, solicitação de sugestões junto a investidores e analistas sobre os temas que gostariam que fossem abordados e sobre a importância de avaliar a

teleconferência em conjunto com a administração da companhia após sua realização.

Os RIs indicaram que três das quatro atividades mais importantes relacionadas às teleconferências de resultados abertas ao público dizem respeito à preparação da teleconferência, incluindo preparar um *script* para a apresentação da teleconferência, preparar uma lista de possíveis perguntas e respostas e desenvolver uma estratégia para lidar com perguntas imprevistas. A ênfase que os RIs colocam na preparação das teleconferências está em linha com sua visão de que as teleconferências representam um mecanismo importante para transmitir a mensagem da companhia aos investidores institucionais (72,2%, ver Tabela 2).

Para os RIs, a preparação de um *script* e de uma lista de perguntas e respostas foram retratados como os itens de maior importância, seguidos do desenvolvimento de uma estratégia para lidar com perguntas imprevistas.

Os RIs também afirmam que os contatos pessoais para *feedback* com a comunidade de investidores, após a conclusão da teleconferência, também são consideráveis, com 52,9% afirmando serem muito importantes. Observamos que, conforme já mencionado, cerca de 75% dos RIs realizam contato para *feedback* individual após a conclusão das teleconferências e este tópico é aprofundado na Tabela 13.

Esse resultado quando contrastado com a pesquisa realizada por Brown et al., (2019) nos Estados Unidos, revela similaridade nos primeiros quatro itens mencionados, incluindo o mais importante e o segundo mais importante.

Durante as entrevistas, foi perguntado aos RIs como eles se preparam para as teleconferências de resultados abertas ao público. Um RI contou: “Preparamos um Q&A extensivo com as possíveis perguntas sobre resultados, operações, dinâmicas do mercado, legislação, entre outros. Esse material é revisado pelos Diretores e CFO da companhia.” Outro RI comentou: “Não temos muita participação de outros públicos a não ser analistas e jornalistas. De toda forma, pelo movimento de pessoas físicas que estamos verificando, nos preocupamos em adequar a linguagem.”

Tabela 11: Descritiva das questões do bloco: "com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância das seguintes atividades relacionadas às teleconferências públicas nela inseridas?"

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	Desenvolver um script para a apresentação da teleconferência	4,88	7-10	73,5%	5,9%	34
(2)	Preparando uma lista de possíveis perguntas e respostas	4,56	7-10	58,8%	8,8%	34
(3)	Desenvolver uma estratégia para lidar com perguntas imprevistas	4,32	7-10	58,8%	11,8%	34
(4)	One on One calls com a comunidade de investidores para esclarecer informações ou responder a perguntas após a teleconferência	4,29	7-10	52,9%	14,7%	34
(5)	Escolher o dia e horário da teleconferência	4,21	7-10	47,1%	8,8%	34
(6)	Avaliar a teleconferência quando terminada	3,76	8-10	41,2%	14,7%	34
(7)	Ensaiai a teleconferência	2,68	10	17,6%	32,4%	34
(8)	One on one calls com a comunidade de investidores após a divulgação dos resultados, mas antes da teleconferência pública dos resultados	2,00	-	20,6%	52,9%	34
(9)	Priorizar participantes na fila de perguntas e respostas durante a teleconferência	1,79	-	12,1%	54,5%	33
(10)	Estabelecer uma lista pré-aprovada de indivíduos com permissão para fazer perguntas na teleconferência	1,06	-	6,1%	72,7%	33

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.5.3. Depois de entrarem na fila, qual a probabilidade de as seguintes pessoas serem selecionadas para fazer sua pergunta durante o Q&A das teleconferências públicas da sua empresa?"

Documentos de pesquisas anteriores indicam que os analistas *sell-side* têm mais probabilidade de fazer uma pergunta durante uma teleconferência de resultados se tiverem uma recomendação favorável em relação às ações da companhia (Mayew, 2008; Mayew et al., 2013). Essas descobertas levantam questões interessantes sobre os atributos dos analistas *sell-side* e investidores institucionais que possivelmente afetam a probabilidade de conseguir fazer uma pergunta na teleconferência (Brown et al., 2019). Os RIs indicam ser muito provável que os analistas *sell-side* com experiência considerável, cobrindo suas empresas, sejam selecionados da fila da teleconferência para fazer uma pergunta em uma teleconferência de resultados aberta ao público, com 84,4% dos RIs afirmando que provavelmente selecionarão esses analistas. Essa constatação está em linha com os resultados apresentados nas Tabelas 3 e 8, que enfatizam a importância para os RIs de ter analistas experientes cobrindo a companhia. Também foi evidenciado que os analistas *sell-side* que divulgam recomendações de ações e estimativas de resultados, sejam elas acima ou abaixo do consenso, têm maior probabilidade de serem selecionados para fazer uma pergunta perante os demais participantes da teleconferência. No entanto, analistas *sell-side* cujas recomendações estão substancialmente abaixo do consenso, têm certa prioridade frente aos analistas *sell-side* cujas recomendações estão substancialmente acima do consenso de mercado. Essa realidade está em oposição as respostas colhidas dos RIs norte americanos (Brown et al., 2019) nas quais analistas *sell-side*

cujas recomendações estão substancialmente acima do consenso, têm certa prioridade.

É mais provável que os investidores institucionais com grande posição na companhia sejam selecionados do que aqueles empregados por um fundo de *hedge*, em linha com pesquisas que mostram que investidores com uma grande posição nas ações da empresa são favorecidos em relação àqueles com horizonte de investimentos mais reduzido e com potencial de reduzir o valor das ações da companhia (Brown et al., 2019).

Contudo, para essa pergunta há significativas diferenças nas respostas quando foram analisados RIs premiados e não premiados pela Institutional Investor, pode-se notar médias de importância consideravelmente diferentes em vários itens dessa pergunta, expondo contrastes entre essas duas categorias de RIs.

Durante as entrevistas foi perguntado sobre o gerenciamento da ordem dos participantes na sessão de perguntas e respostas. Um RI abordou elementos interessantes da preparação prévia dessa dinâmica: “Procuramos monitorar e organizar previamente até mesmo o conteúdo das perguntas a fim de preparar os executivos.” Outro RI afirmou haver privilégio na fila de perguntas: “Sim, a prioridade é para os analistas e investidores.”

Tabela 12: Descritiva das questões do bloco: "depois de entrarem na fila, qual a probabilidade de as seguintes pessoas serem selecionadas para fazer sua pergunta durante o Q&A das teleconferências públicas da sua empresa?"

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	Analistas sell-side com experiência considerável cobrindo sua empresa	5,34	11-12	84,4%	3,1%	32
(2)	Analistas sell-side famosos reconhecidos pelos investidores institucionais	5,09	12	78,1%	3,1%	32
(3)	Analistas sell-side cuja recomendação para sua empresa está substancialmente abaixo do consenso	5,00	12	75,0%	3,1%	32
(4)	Analistas sell-side cujas estimativas de resultados para sua empresa estão substancialmente abaixo do consenso	4,97	12	78,1%	6,3%	32
(5)	Analistas sell-side cujas recomendações para sua empresa estão substancialmente acima do consenso	4,84	12	75,0%	9,4%	32
(6)	Analistas sell-side cujas estimativas de resultados para sua empresa estão substancialmente acima do consenso	4,77	12	71,0%	9,7%	31
(7)	Analistas sell-side que trabalham para uma corretora/banco que assessora sua empresa (IPO, Follow on, etc.)	4,69	12	68,8%	6,3%	32
(8)	Investidores institucionais que têm um investimento relativamente grande em sua empresa	4,65	12	67,7%	12,9%	31
(9)	Analistas sell-side que não foram selecionados para fazer uma pergunta na última teleconferência pública de resultados da sua empresa	4,47	12	68,8%	15,6%	32
(10)	Investidores institucionais que trabalham para um hedge fund	4,39	12	58,1%	12,9%	31
(11)	Indivíduos cujas perguntas você sabe que o CEO ou CFO estariam dispostos a responder	3,75	12	50,0%	21,9%	32
(12)	Membros da imprensa de negócios	1,56	-	15,6%	65,6%	32

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.5.4. Qual a probabilidade de você fazer uma ligação para as seguintes pessoas logo após as teleconferências de resultado abertas ao público?"

Conforme Brown et al. (2019), contatos individuais para *feedback* consistem em conversas entre os principais membros da equipe de administração da companhia (incluindo o RI) e pessoas selecionadas da comunidade de investimentos. Essas conversas normalmente são iniciadas imediatamente após a conclusão da teleconferência aberta ao público e se estendem por vários dias após esse evento. Esses contatos oferecem aos investidores e analistas uma oportunidade de fazer perguntas detalhadas e permitem que a administração esclareça todas as informações discutidas na teleconferência aberta ao público. Embora esses contatos não sejam observáveis pelos pesquisadores, potencialmente representam um fluxo valioso de informações das companhias para a comunidade de investimentos em um momento muito crítico (logo após os resultados serem anunciados e enquanto os analistas estão trabalhando para revisar suas previsões e recomendações).

Embora esses contatos individuais para *feedback* sejam uma característica típica da temporada de resultados, cerca de 75% dos RIs relatam que suas companhias normalmente os realizam, essas conversas não representam uma violação das instruções da CVM, a menos que a administração da companhia divulgue informações relevantes de forma seletiva e que não sejam de domínio público.

Uma diferença significativa entre ser selecionado para fazer uma pergunta em uma teleconferência e ser selecionado para um contato individual de *feedback* é que a comunicação em teleconferência é pública, enquanto as conversas que ocorrem de forma individual são privadas, por definição (Brown et al., 2019). A administração da companhia tem incentivos para projetar perguntas delicadas ou difíceis na teleconferência aberta ao público e, às vezes, os investidores relutam em fazer perguntas publicamente por medo de dar uma dica sobre suas opiniões sobre as ações (Brown et al., 2016).

Especificamente, embora os investidores com grandes investimentos na companhia não estejam entre os indivíduos prioritários que provavelmente serão selecionados para fazer uma pergunta na teleconferência aberta ao público (ver Tabela 12); a Tabela 13 revela que eles são o grupo mais provável de ser selecionado para um contato pessoal para *feedback* após a conclusão da teleconferência aberta ao público. Em contrapartida, é pouco provável que investidores institucionais ligados a um fundo de *hedge* recebam tanto um contato individual para *feedback*, quanto os que sejam selecionados para fazer uma pergunta na teleconferência

aberta ao público.

Embora os analistas *sell-side* famosos, reconhecidos pelos investidores institucionais recebam tratamento preferencial na teleconferência aberta ao público, eles não são mais propensos a serem selecionados para um contato individual para *feedback* após a teleconferência pública. Essa constatação sugere que o tratamento preferencial que tais analistas recebem na teleconferência aberta ao público é motivado pelo desejo da administração de trazer prestígio para a sessão de perguntas e respostas e para a teleconferência como um todo. De forma similar aos resultados da teleconferência aberta ao público, analistas experientes são destinatários comuns de um contato pessoal para *feedback* (64,7% dos RIs provavelmente selecionam esses analistas para um contato pessoal para *feedback*). Adicionalmente, de acordo com outras constatações da pesquisa, os membros da imprensa especializada não são um grupo preferido para essas ligações.

Novamente aqui, os dois primeiros itens mais importantes para os RIs no Brasil e nos Estados Unidos (Brown et al., 2019) são os mesmos. Entretanto, após esses dois públicos, no Brasil dá-se prioridade a analistas *sell-side* com recomendações e estimativas abaixo do consenso, enquanto para os RIs americanos, analistas com recomendações acima do consenso têm prioridade.

Os RIs também comentaram nas entrevistas sobre a forma como priorizam as solicitações de contatos individuais após a teleconferência pública de resultados. Um RI disse: “Não há uma priorização, mas sim reserva de agenda entre executivos. Dependendo da especialidade, nível técnico, conhecimento do analista ou investidor temos que escolher um atendente de RI. Em outras palavras, um analista ou investidor muito técnico tem que ser atendido por um RI sênior (chegando até o CFO), já um analista não especialista pode ser atendido por um gerente de RI.” Outro RI disse: “Buscamos atender todos os investidores e analistas de mercado, conforme a disponibilidade de agenda.”

Tabela 13: Descritivas das questões do bloco: "qual a probabilidade de você fazer uma ligação para as seguintes pessoas, logo após as teleconferências de resultado, abertas ao público?"

		Média	Sig	Alto	Baixo	N
(1)	Investidores institucionais que têm um investimento relativamente grande em sua empresa	4,74	11	70,6%	11,8%	34
(2)	Analistas sell-side com experiência considerável cobrindo sua empresa	4,44	11	64,7%	14,7%	34
(3)	Analistas sell-side cujas estimativas de resultados para sua empresa estão substancialmente abaixo do consenso	4,41	11	58,8%	11,8%	34
(4)	Analistas sell-side cuja recomendação para sua empresa está substancialmente abaixo do consenso	4,41	11	58,8%	11,8%	34
(5)	Indivíduos que estavam na fila da teleconferência pública, mas não tiveram a chance de fazer uma pergunta	4,39	11	63,6%	15,2%	33
(6)	Analistas sell-side cujas estimativas de resultados para sua empresa estão substancialmente acima do consenso	4,35	11	61,8%	14,7%	34
(7)	Analistas sell-side cuja recomendação para sua empresa está substancialmente acima do consenso	4,35	11	61,8%	14,7%	34
(8)	Analistas sell-side que trabalham para uma corretora/banco que assessora sua empresa (IPO, Follow on, etc.)	4,35	11	58,8%	14,7%	34
(9)	Analistas sell-side famosos reconhecidos pelos investidores institucionais	4,00	11	50,0%	17,6%	34
(10)	Investidores institucionais que trabalham para um hedge fund	3,65	-	41,2%	23,5%	34
(11)	Membros da imprensa de negócios	2,36	-	27,3%	51,5%	33

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

4.6. PREMIAÇÃO INSTITUCIONAL INVESTOR

Para que fosse possível determinar quais comportamentos e escolhas dos RIs são mais efetivos e, portanto, servirem de referência de melhores práticas no objetivo maior de Relações com Investidores, que é a redução da assimetria de informação, as empresas respondentes foram separadas em dois grupos, a saber, aquelas que receberam premiação do *Institutional Investor Publisher* e aquelas que não. Assim, utilizando o teste t elas foram comparadas para a média de todas as questões de RI. Foram codificadas as questões de RI para facilitar a apresentação em tabela/gráfico, dado que algumas possuem um nome extenso.

Tabela 14 – Legenda das Questões de RI

Legenda		
	Road shows;	T2.2
	Press releases;	T2.3
	Reuniões/Calls one on one;	T2.4
	Analistas sell-side;	T2.5
	ITRs e DFPs;	T2.6
	Estimativas de resultados (guidance);	T2.7
	Visitas às operações (fábrica, lojas, etc.);	T2.8
	Comunicados ao Mercado e Fatos Relevantes;	T2.9
	Imprensa de negócios (Valor, Revista Exame, etc);	T2.10
	Encontros informais (ex: almoço, golf).	T2.11

Continua...

Continuação...

Legenda			
Tabela 3	Classifique os analistas sell-side, de acordo com as características abaixo, em relação à capacidade deles em te ajudar a transmitir a mensagem da sua empresa aos investidores institucionais	Analistas com experiência considerável em relação à cobertura da sua empresa;	T3.1
		Analistas que possuem considerável conhecimento do setor;	T3.2
		Analistas que trabalham para uma grande corretora;	T3.3
		Analistas bem reconhecidos pelos investidores institucionais;	T3.4
		Analistas que trabalham para uma corretora que auxiliou em uma emissão (ações, bonds, etc.) da sua empresa;	T3.5
		Analistas frequentemente citados na imprensa de negócios.	T3.6
Tabela 4	Com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância dos serviços listados abaixo oferecidos pelos analistas sell-side?	Transmitir a mensagem da sua empresa aos investidores institucionais;	T4.1
		Feedback geral sobre como a sua empresa é percebida pelo mercado financeiro;	T4.2
		Conhecimento sobre tendências do setor e/ou dos concorrentes da sua empresa;	T4.3
		Facilitar a comunicação e a interação da sua empresa com investidores institucionais;	T4.4
		Publicação de projeções de resultados da sua empresa;	T4.5
		Recomendação de buy/sell/hold das ações da sua empresa;	T4.6
		Ideias sobre os tipos de questões que podem ser abordadas na próxima teleconferência de resultados da sua empresa.	T4.7
Tabela 5	Quanta influência você acredita que os típicos CFOs e/ou RIs têm no conteúdo e formato das divulgações a seguir?	Conteúdo incluído nas teleconferências de resultados;	T5.1
		Press releases;	T5.2
		Explicações de resultados em ITRs;	T5.3
		Comunicados e fatos relevantes;	T5.4
		Projeções de resultados da Administração;	T5.5
Tabela 6	Visando realizar seu trabalho com eficiência, qual a importância de suas interações com as seguintes pessoas	CFO da sua empresa;	T6.1
		CEO da sua empresa;	T6.2
		Investidores institucionais;	T6.3
		Alta administração da sua empresa, outros além do CEO e CFO;	T6.4
		Analistas sell-side;	T6.5
		Jornalistas da imprensa especializada de negócios.	T6.6
Tabela 7	Quão importante os itens a seguir são na determinação da avaliação do seu superior em relação ao seu desempenho no trabalho?	Preparo e coordenação das teleconferências públicas de resultados;	T7.1
		Preparo das divulgações da empresa (ex.: press releases, relatório anual, ITRs, etc);	T7.2
		Feedback da comunidade de investidores;	T7.3
		A quantidade e qualidade das reuniões com investidores que você organiza para a Alta Administração;	T7.4
		Uso efetivo dos analistas sell-side para transmitir a mensagem da sua empresa;	T7.5
		Sua capacidade em filtrar o acesso de desconhecidos à alta administração;	T7.6
		Sua capacidade de controlar analistas “fora da curva”;	T7.7
		Desempenho da ação da sua empresa;	T7.8
		A capacidade da sua empresa de atingir ou superar o consenso de estimativas de resultados dos analistas.	T7.9

Continua...

Continuação...

Legenda			
Tabela 8	Caso as seguintes pessoas solicitarem acesso privado à alta administração, qual a probabilidade de você atender à solicitação?	Analistas com experiência considerável em cobrir sua empresa;	T8.1
		Investidores institucionais que trabalham para uma grande casa de investimentos;	T8.2
		Investidores institucionais que trabalham para um fundo mútuo;	T8.3
		Analistas que possuem considerável conhecimento do setor;	T8.4
		Analistas que trabalham para uma grande corretora;	T8.5
		Analistas buy-side famosos no mercado;	T8.6
		Analistas que trabalham para uma corretora/banco que assessora para sua empresa (IPO, follow on, etc.);	T8.7
		Investidores institucionais que trabalham para um hedge fund;	T8.8
		Analistas frequentemente citados na imprensa de negócios;	T8.9
		Membros da imprensa de negócios.	T8.10
Tabela 9	Qual a probabilidade de você contatar os seguintes indivíduos, pois um analista sell-side revisou sua recomendação para as ações da sua empresa?	Alta administração da sua empresa - se a revisão for um “downgrade”;	T9.1
		Alta administração da sua empresa - se a revisão for um “upgrade”;	T9.2
		O analista que revisou a recomendação - se a revisão for um “downgrade”;	T9.3
		O analista que revisou a recomendação - se a revisão for um “upgrade”;	T9.4
		Um investidor institucional - se a revisão for um “downgrade”;	T9.5
		Um investidor institucional - se a revisão for um “upgrade”;	T9.6
		Um analista sell-side diferente - se a revisão for um “downgrade”;	T9.7
		Um analista sell-side diferente - se a revisão for um “upgrade”.	T9.8
Tabela 10	No que diz respeito às instruções publicadas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), com que frequência você acredita que as seguintes situações surgem para o profissional de RI ?	Um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta, a qual o RI responde totalmente, mas somente depois de determinar que a resposta não violaria nenhuma instrução da CVM;	T10.1
		Um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta que o RI não responde devido a preocupações com uma possível violação das instruções da CVM;	T10.2
		Um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta, a qual o RI responde parcialmente, devido a preocupação com uma possível violação de instrução da CVM;	T10.3
		Um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta potencialmente sensível, a qual o RI responde totalmente sem considerar as instruções da CVM;	T10.4
		Um membro da comunidade de investidores faz uma pergunta, a qual o RI responde, mas que resulta em um Comunicado ao Mercado/Fato Relevante subsequente para evitar uma possível violação das instruções da CVM.	T10.5
Tabela 11	Com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância das seguintes atividades relacionadas às teleconferências públicas da sua empresa?	Desenvolver um script para a apresentação da teleconferência;	T11.1
		Preparando uma lista de possíveis perguntas e respostas;	T11.2
		One on One calls com a comunidade de investidores para esclarecer informações ou responder a perguntas após a teleconferência;	T11.3
		Desenvolver uma estratégia para lidar com perguntas imprevistas;	T11.4
		Ensaiai a teleconferência;	T11.5
		Avaliar a teleconferência quando terminada;	T11.6
		Escolher o dia e horário da teleconferência;	T11.7
		Priorizar participantes na fila de perguntas e respostas durante a teleconferência;	T11.8
		Estabelecer uma lista pré-aprovada de indivíduos com permissão para fazer perguntas na teleconferência;	T11.9
		One on one calls com a comunidade de investidores após a divulgação dos resultados, mas antes da teleconferência pública dos resultados.	T11.10

Continua...

		Legenda	
Tabela 12	Depois de entrarem na fila, qual a probabilidade de as seguintes pessoas serem selecionadas para fazer sua pergunta durante o Q&A das teleconferências públicas da sua empresa?	Analistas sell-side com experiência considerável cobrindo sua empresa;	T12.1
		Analistas sell-side cujas recomendações para sua empresa estão substancialmente acima do consenso;	T12.2
		Analistas sell-side cujas estimativas de resultados para sua empresa estão substancialmente acima do consenso;	T12.3
		Analistas sell-side famosos reconhecidos pelos investidores institucionais;	T12.4
		Analistas sell-side que não foram selecionados para fazer uma pergunta na última teleconferência pública de resultados da sua empresa;	T12.5
		Analistas sell-side cujas estimativas de resultados para sua empresa estão substancialmente abaixo do consenso;	T12.6
		Analistas sell-side que trabalham para uma corretora/banco que assessora sua empresa (IPO, Follow on, etc.);	T12.7
		Analistas sell-side cuja recomendação para sua empresa está substancialmente abaixo do consenso;	T12.8
		Indivíduos cujas perguntas você sabe que o CEO ou CFO estariam dispostos a responder;	T12.9
		Investidores institucionais que têm um investimento relativamente grande em sua empresa;	T12.10
		Investidores institucionais que trabalham para um hedge fund	T12.11
		Membros da imprensa de negócios.	T12.12
Tabela 13	Qual a probabilidade de você iniciar um call one on one com os seguintes indivíduos logo após uma teleconferência pública de resultados?	Investidores institucionais que têm um investimento relativamente grande em sua empresa;	T13.1
		Analistas sell-side com experiência considerável cobrindo sua empresa;	T13.2
		Analistas sell-side cujas estimativas de resultados para sua empresa estão substancialmente acima do consenso;	T13.3
		Analistas sell-side cuja recomendação para sua empresa está substancialmente acima do consenso;	T13.4
		Analistas sell-side cujas estimativas de resultados para sua empresa estão substancialmente abaixo do consenso;	T13.5
		Analistas sell-side cuja recomendação para sua empresa está substancialmente abaixo do consenso;	T13.6
		Indivíduos que estavam na fila da teleconferência pública, mas não tiveram a chance de fazer uma pergunta;	T13.7
		Analistas sell-side que trabalham para uma corretora/banco que assessora sua empresa (IPO, Follow on, etc.);	T13.8
		Analistas sell-side famosos reconhecidos pelos investidores institucionais;	T13.9
		Investidores institucionais que trabalham para um hedge fund	T13.10
		Membros da imprensa de negócios.	T13.11

Fonte: Elaborada pelo Autor, 2020.

Tabela 15 - Comparando Empresas de Premiação RI

		Média	Mediana	Desvio Padrão	Q1	Q3	Min	Max	N	IC	P-valor
T2.1	Não	4,48	5	1,75	4	6	1	6	21	0,75	0,025
	Sim	5,67	6	1,05	6	6	2	6	15	0,53	
T2.2	Não	4,59	5	1,84	4	6	0	6	22	0,77	0,112
	Sim	5,40	5	0,63	5	6	4	6	15	0,32	
T2.3	Não	4,73	5,5	1,61	4	6	1	6	22	0,67	0,182
	Sim	5,33	5	0,72	5	6	4	6	15	0,37	
T2.4	Não	5,14	6	1,52	5	6	1	6	22	0,64	0,457
	Sim	5,47	6	0,92	5	6	3	6	15	0,46	
T2.5	Não	4,29	5	1,68	4	5	1	6	21	0,72	0,105
	Sim	5,07	5	0,80	4,5	6	4	6	15	0,40	
T2.6	Não	3,59	4	1,68	2	5	1	6	22	0,70	0,186
	Sim	4,27	4	1,16	4	5	2	6	15	0,59	
T2.7	Não	2,85	3	2,01	1	4	0	6	20	0,88	0,299
	Sim	2,13	2	1,96	0,5	3	0	6	15	0,99	
T2.8	Não	3,30	4	2,11	2,25	5	0	6	20	0,92	0,668
	Sim	3,60	4	1,92	3	5	0	6	15	0,97	
T2.9	Não	4,41	5	1,56	4	5,75	1	6	22	0,65	0,225
	Sim	5,00	5	1,20	5	6	2	6	15	0,60	
T2.10	Não	2,71	3	1,62	2	4	0	5	21	0,69	0,380
	Sim	3,20	4	1,61	3	4	0	5	15	0,82	
T2.11	Não	2,68	2,5	1,78	1	4	0	6	22	0,75	0,459
	Sim	2,21	2	1,89	1	3	0	6	14	0,99	
T2.12	Não	2,40	3	1,73	1	3,25	0	6	20	0,76	0,760
	Sim	2,20	2	2,11	0	3,5	0	6	15	1,07	
T3.1	Não	4,43	5	1,57	3	6	1	6	21	0,67	0,237
	Sim	5,00	5	1,13	4,5	6	2	6	15	0,57	
T3.2	Não	4,52	5	1,57	4	6	1	6	21	0,67	0,265
	Sim	5,07	5	1,16	4,5	6	2	6	15	0,59	
T3.3	Não	4,19	5	1,36	3	5	2	6	21	0,58	0,461
	Sim	4,53	5	1,36	4	5	1	6	15	0,69	
T3.4	Não	4,67	5	1,49	4	6	0	6	21	0,64	0,361
	Sim	5,07	5	0,88	4	6	4	6	15	0,45	
T3.5	Não	3,15	3	1,63	2	5	0	5	20	0,71	0,507
	Sim	3,53	4	1,73	2	4,5	1	6	15	0,87	
T3.6	Não	2,67	3	1,56	2	4	0	6	21	0,67	0,277
	Sim	3,27	4	1,67	1,5	4	1	6	15	0,84	
T4.1	Não	4,71	5	1,62	4	6	1	6	21	0,69	0,301
	Sim	5,21	5	0,89	5	6	3	6	14	0,47	
T4.2	Não	4,43	5	1,66	3	6	1	6	21	0,71	0,088
	Sim	5,29	6	0,91	4,25	6	4	6	14	0,48	
T4.3	Não	4,38	5	1,66	4	6	1	6	21	0,71	0,230
	Sim	5,00	5	1,11	4,25	6	3	6	14	0,58	
T4.4	Não	4,45	5	1,47	4	5,25	1	6	20	0,64	0,477
	Sim	4,79	5	1,12	4	6	3	6	14	0,59	
T4.5	Não	3,52	4	2,11	2	5	0	6	21	0,90	0,866
	Sim	3,64	4	1,91	2	5	1	6	14	1,00	

Continua...

Continuação...

		Média	Mediana	Desvio Padrão	Q1	Q3	Min	Max	N	IC	P-valor
T4.6	Não	4,00	4	1,58	3	5	1	6	21	0,68	0,902
	Sim	4,07	4	1,77	3,25	5,75	1	6	14	0,93	
T4.7	Não	2,95	3	1,88	1	5	0	5	21	0,81	0,346
	Sim	3,57	4	1,87	3	5	0	6	14	0,98	
T5.1	Não	4,59	6	1,94	3	6	0	6	22	0,81	0,143
	Sim	5,43	6	0,94	5	6	3	6	14	0,49	
T5.2	Não	4,50	5	1,60	3,25	6	1	6	22	0,67	0,058
	Sim	5,43	6	0,94	5	6	3	6	14	0,49	
T5.3	Não	3,64	4	1,68	2,25	4,75	0	6	22	0,70	0,904
	Sim	3,57	3,5	1,34	3	4	1	6	14	0,70	
T5.4	Não	4,64	5	1,65	4,25	6	0	6	22	0,69	0,670
	Sim	4,86	5	1,23	4	6	2	6	14	0,65	
T5.5	Não	3,86	4	1,98	2	5	0	6	21	0,85	0,068
	Sim	4,93	5	0,92	4,25	5,75	3	6	14	0,48	
T6.1	Não	5,41	6	1,33	6	6	1	6	22	0,56	0,417
	Sim	5,71	6	0,47	5,25	6	5	6	14	0,25	
T6.2	Não	5,14	5,5	1,25	5	6	1	6	22	0,52	0,070
	Sim	5,79	6	0,43	6	6	5	6	14	0,22	
T6.3	Não	5,32	6	1,39	6	6	1	6	22	0,58	0,658
	Sim	5,50	6	0,76	5	6	4	6	14	0,40	
T6.4	Não	5,18	6	1,33	5	6	1	6	22	0,56	0,396
	Sim	4,79	5	1,37	4	6	1	6	14	0,72	
T6.5	Não	4,90	6	1,61	5	6	1	6	21	0,69	0,622
	Sim	5,14	5	0,95	5	6	3	6	14	0,50	
T6.6	Não	2,14	2	1,42	1	3	0	5	21	0,61	0,774
	Sim	2,29	2,5	1,44	1,25	3	0	5	14	0,75	
T7.1	Não	3,81	4	1,78	3	5	0	6	21	0,76	0,141
	Sim	4,64	5	1,28	4	5,75	2	6	14	0,67	
T7.2	Não	4,81	5	1,25	4	6	2	6	21	0,53	0,098
	Sim	5,43	5,5	0,65	5	6	4	6	14	0,34	
T7.3	Não	4,62	5	1,36	4	5	1	6	21	0,58	0,495
	Sim	4,93	5	1,21	4,25	6	3	6	14	0,63	
T7.4	Não	4,57	5	1,54	4	6	1	6	21	0,66	0,659
	Sim	4,36	4	1,15	3,25	5	3	6	14	0,60	
T7.5	Não	4,38	5	1,56	4	5	0	6	21	0,67	0,536
	Sim	4,07	4	1,21	4	5	1	6	14	0,63	
T7.6	Não	3,38	4	1,94	2	5	0	6	21	0,83	0,160
	Sim	4,29	5	1,64	3,25	5	1	6	14	0,86	
T7.7	Não	3,86	4	1,80	2	5	0	6	21	0,77	0,635
	Sim	4,14	5	1,61	3	5	1	6	14	0,84	
T7.8	Não	3,14	4	1,62	2	4	0	6	21	0,69	0,903
	Sim	3,07	3	1,77	2	5	0	5	14	0,93	
T7.9	Não	3,20	4	1,82	1,75	4	0	6	20	0,80	0,799
	Sim	3,36	4	1,65	2,25	4	0	6	14	0,86	
T8.1	Não	4,50	5	1,26	4	5	1	6	22	0,53	0,021
	Sim	5,43	6	0,85	5	6	3	6	14	0,45	

Continua...

Continuação...

		Média	Mediana	Desvio Padrão	Q1	Q3	Min	Max	N	IC	P-valor
T8.2	Não	4,45	5	1,57	4	6	0	6	22	0,65	0,024
	Sim	5,50	6	0,65	5	6	4	6	14	0,34	
T8.3	Não	4,27	4,5	1,16	3	5	2	6	22	0,49	0,143
	Sim	4,86	5	1,10	4	6	3	6	14	0,58	
T8.4	Não	4,09	4	1,31	3	5	1	6	22	0,55	0,008
	Sim	5,21	5	0,89	5	6	3	6	14	0,47	
T8.5	Não	3,68	4	1,52	3	4	0	6	22	0,64	0,028
	Sim	4,79	5	1,19	4	6	3	6	14	0,62	
T8.6	Não	3,91	4	1,15	3	5	2	6	22	0,48	0,003
	Sim	5,14	5	1,10	5	6	2	6	14	0,58	
T8.7	Não	4,09	4	1,48	3,25	5	1	6	22	0,62	0,522
	Sim	4,43	5	1,60	3,25	5,75	1	6	14	0,84	
T8.8	Não	3,68	4	1,39	3	5	1	6	22	0,58	0,110
	Sim	4,50	5	1,56	4	5,75	1	6	14	0,82	
T8.9	Não	2,95	3	1,73	2	4	0	6	22	0,72	0,054
	Sim	4,14	5	1,75	3,25	5	1	6	14	0,92	
T8.10	Não	2,09	2	1,15	1	3	0	4	22	0,48	0,019
	Sim	3,21	4	1,58	3	4	0	6	14	0,83	
T9.1	Não	4,33	5	1,88	3	6	0	6	21	0,80	0,395
	Sim	4,86	5,5	1,56	4,25	6	1	6	14	0,82	
T9.2	Não	4,38	5	1,91	3	6	0	6	21	0,82	0,516
	Sim	4,79	5,5	1,58	4	6	1	6	14	0,83	
T9.3	Não	4,24	5	1,81	3	6	0	6	21	0,78	0,378
	Sim	4,79	5	1,72	5	6	0	6	14	0,90	
T9.4	Não	4,10	5	1,70	3	5	0	6	21	0,73	0,441
	Sim	4,57	5	1,87	3,5	6	0	6	14	0,98	
T9.5	Não	3,57	4	1,80	2	5	0	6	21	0,77	0,944
	Sim	3,62	4	1,71	3	5	0	6	13	0,93	
T9.6	Não	3,43	3	1,69	2	5	0	6	21	0,72	0,627
	Sim	3,71	4	1,68	3	5	0	6	14	0,88	
T9.7	Não	3,38	3	1,72	2	5	0	6	21	0,73	0,796
	Sim	3,21	3,5	2,04	2,25	5	0	6	14	1,07	
T9.8	Não	3,05	3	1,75	2	4	0	6	21	0,75	0,855
	Sim	2,93	3	2,06	1,25	4,75	0	6	14	1,08	
T10.1	Não	3,95	4	1,59	3	5	0	6	22	0,66	0,467
	Sim	3,54	3	1,66	3	4	1	6	13	0,90	
T10.2	Não	2,77	3	2,02	1	4	0	6	22	0,84	0,224
	Sim	3,54	4	1,20	3	4	1	5	13	0,65	
T10.3	Não	3,23	3	1,82	2	4,75	0	6	22	0,76	0,190
	Sim	4,00	4	1,29	3	5	1	6	13	0,70	
T10.4	Não	0,45	0	0,80	0	1	0	3	22	0,33	0,235
	Sim	0,92	0	1,50	0	1	0	5	13	0,81	
T10.5	Não	0,64	0	0,95	0	1	0	3	22	0,40	0,232
	Sim	1,15	1	1,57	0	1	0	5	13	0,86	
T11.1	Não	4,80	6	1,91	5	6	0	6	20	0,84	0,736
	Sim	5,00	6	1,30	4	6	3	6	14	0,68	

Continua...

Continuação...

		Média	Mediana	Desvio Padrão	Q1	Q3	Min	Max	N	IC	P-valor
T11.2	Não	4,25	5	1,97	3	6	0	6	20	0,86	0,222
	Sim	5,00	6	1,30	4	6	3	6	14	0,68	
T11.3	Não	4,15	5	2,08	2,75	6	0	6	20	0,91	0,611
	Sim	4,50	4,5	1,74	4	6	0	6	14	0,91	
T11.4	Não	4,10	5	2,00	2,75	6	0	6	20	0,88	0,425
	Sim	4,64	5,5	1,82	3,25	6	0	6	14	0,96	
T11.5	Não	2,80	3	2,14	0,75	4	0	6	20	0,94	0,686
	Sim	2,50	2	2,07	1	4	0	6	14	1,08	
T11.6	Não	3,70	4	1,81	2,75	5	0	6	20	0,79	0,804
	Sim	3,86	4,5	1,79	2	5	1	6	14	0,94	
T11.7	Não	3,85	4	1,79	3	5	0	6	20	0,78	0,148
	Sim	4,71	5,5	1,49	3,25	6	2	6	14	0,78	
T11.8	Não	2,00	2	1,89	0	3	0	6	19	0,85	0,464
	Sim	1,50	1	1,95	0	2	0	6	14	1,02	
T11.9	Não	1,26	0	1,63	0	2,5	0	5	19	0,73	0,411
	Sim	0,79	0	1,63	0	1	0	6	14	0,85	
T11.10	Não	1,60	0,5	2,09	0	2,25	0	6	20	0,91	0,222
	Sim	2,57	2,5	2,44	0	4	0	6	14	1,28	
T12.1	Não	4,94	6	1,86	5	6	0	6	18	0,86	0,087
	Sim	5,86	6	0,53	6	6	4	6	14	0,28	
T12.2	Não	4,06	5	2,21	2,25	6	0	6	18	1,02	0,006
	Sim	5,86	6	0,53	6	6	4	6	14	0,28	
T12.3	Não	3,88	5	2,20	2	6	0	6	17	1,05	0,003
	Sim	5,86	6	0,53	6	6	4	6	14	0,28	
T12.4	Não	4,56	5,5	1,92	3,25	6	0	6	18	0,89	0,028
	Sim	5,79	6	0,58	6	6	4	6	14	0,30	
T12.5	Não	3,44	4,5	2,31	1,25	5	0	6	18	1,07	0,001
	Sim	5,79	6	0,58	6	6	4	6	14	0,30	
T12.6	Não	4,33	5	2,06	2,25	6	0	6	18	0,95	0,016
	Sim	5,79	6	0,58	6	6	4	6	14	0,30	
T12.7	Não	3,94	5	2,13	2	6	0	6	18	0,98	0,009
	Sim	5,64	6	0,93	6	6	3	6	14	0,49	
T12.8	Não	4,44	5	1,92	3	6	0	6	18	0,89	0,026
	Sim	5,71	6	0,73	6	6	4	6	14	0,38	
T12.9	Não	3,22	3	2,13	2	5	0	6	18	0,98	0,139
	Sim	4,43	6	2,34	4	6	0	6	14	1,23	
T12.10	Não	3,89	5	2,22	2	6	0	6	18	1,03	0,009
	Sim	5,69	6	0,75	6	6	4	6	13	0,41	
T12.11	Não	3,76	3	1,95	2	6	1	6	17	0,93	0,037
	Sim	5,14	6	1,46	4,25	6	1	6	14	0,76	
T12.12	Não	1,67	0	2,22	0	3	0	6	18	1,03	0,762
	Sim	1,43	0	2,14	0	2,5	0	6	14	1,12	
T13.1	Não	4,80	6	1,94	4,75	6	0	6	20	0,85	0,821
	Sim	4,64	6	2,02	4	6	0	6	14	1,06	
T13.2	Não	4,25	5	2,10	3,5	6	0	6	20	0,92	0,524
	Sim	4,71	6	2,02	4,25	6	0	6	14	1,06	
T13.3	Não	4,25	5	2,10	3,5	6	0	6	20	0,92	0,727
	Sim	4,50	5	1,95	4	6	0	6	14	1,02	

Continua...

Conclusão...

		Média	Mediana	Desvio Padrão	Q1	Q3	Min	Max	N	IC	P-valor
T13.4	Não	4,25	5	2,10	3,5	6	0	6	20	0,92	0,727
	Sim	4,50	5	1,95	4	6	0	6	14	1,02	
T13.5	Não	4,40	5	1,88	3,75	6	0	6	20	0,82	0,966
	Sim	4,43	5	1,95	4	6	0	6	14	1,02	
T13.6	Não	4,40	5	1,88	3,75	6	0	6	20	0,82	0,966
	Sim	4,43	5	1,95	4	6	0	6	14	1,02	
T13.7	Não	4,11	5	2,26	2	6	0	6	19	1,02	0,364
	Sim	4,79	6	1,85	4,25	6	1	6	14	0,97	
T13.8	Não	4,20	4,5	1,99	3,5	6	0	6	20	0,87	0,607
	Sim	4,57	6	2,14	3,5	6	0	6	14	1,12	
T13.9	Não	3,85	4	1,98	2	6	0	6	20	0,87	0,614
	Sim	4,21	5	2,15	3,25	6	0	6	14	1,13	
T13.10	Não	3,50	4	2,06	2	5,25	0	6	20	0,90	0,635
	Sim	3,86	4,5	2,25	1,5	6	0	6	14	1,18	
T13.11	Não	2,60	2	2,35	0,75	5	0	6	20	1,03	0,498
	Sim	2,00	0	2,61	0	4	0	6	13	1,42	

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

A mediana é uma medida de posição, ela divide a amostra ao meio, ou seja, que 50% dos indivíduos estão acima do valor da mediana e 50% abaixo. Esta é uma estatística analisada em relação à média, pois quanto mais próximo seu valor for em relação à média, mais simétrica será a distribuição, e uma distribuição assimétrica possui uma grande variabilidade, com certeza; a variabilidade é medida pelo desvio padrão. Quanto mais próximo (ou maior) esse valor for em relação à média, maior será a variabilidade, o que é ruim, pois assim não teremos uma homogeneidade dos dados. Os valores mínimo e máximo são, respectivamente, o menor e o maior valor encontrado na amostra, não tendo nada a ver com mais ou menos um desvio padrão. Os quartis são descritivos de posição, ou seja, não são influenciados por valores extremos (como a média e desvio padrão). O 1º quartil (Q1) nos mostra a distribuição até 25% da amostra, e o 3º quartil (Q3) mostra a distribuição até 75% da amostra. O intervalo de confiança (IC) ora somado e ora subtraído da média, nos mostra a variação da média segundo uma probabilidade estatística. Também aqui, esses limites não têm relação com o cálculo de mais ou menos um desvio padrão em relação à média. Lembrando que o IC é mais confiável, pois temos uma probabilidade estatística associada em seu cálculo.

Para exemplificar a análise dos dados, pode-se usar a questão T12.5 (Analistas sell-side que não foram selecionados para fazer uma pergunta na última teleconferência pública de resultados da sua empresa), onde nota-se que a média para as empresas que não receberam o prêmio ficou em 3,44 contra 5,79 de média para as empresas que receberam (p-valor = 0,001).

Pode-se concluir, então, que existe diferença média estatisticamente significativa entre as empresas que receberam e as que não receberam o prêmio “Institutional Investor” para as questões: T2.1, T8.1, T8.2, T8.4, T8.5, T8.6, T8.10, T12.2, T12.3, T12.4, T12.5, T12.6, T12.7, T12.8, T12.10 e T12.11.

Questão T2.1 - (Qual a importância dos itens a seguir para transmissão da mensagem da sua empresa aos investidores institucionais?)Teleconferências de resultados: pode-se notar que a média para os RIs premiados foi de 5,67 contra 4,48 de média para os RIs não premiados (p-valor = 0,025). Claramente, Teleconferências de resultados têm média estatisticamente significativa entre os dois grupos, sendo esse item mais relevante para os RIs brasileiros premiados, o que está alinhado com o resultado observado por Brown et al., (2019) entre os RIs norte-americanos.

Houve, também, média estatisticamente significativa entre os RIs premiados e não premiados em vários itens da pergunta T8 (Se as seguintes pessoas solicitarem acesso privado à alta administração, qual a probabilidade de você atender à solicitação?) caracterizando contrastes consideravelmente diferentes entre essas duas categoriais de RIs. Em T8.1 - Analistas com experiência considerável em cobrir sua empresa, RIs que não receberam premiação tiveram média 4,50 contra 5,43 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,021). Para o item T8.2 - Investidores institucionais que trabalham para uma grande casa de investimentos, RIs que não receberam premiação tiveram média 4,45 contra 5,50 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,024). Já em T8.4 - Analistas que possuem considerável conhecimento do setor, RIs que não receberam premiação tiveram média 4,09 contra 5,21 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,008). Em T8.5 - Analistas que trabalham para uma grande corretora, RIs que não receberam premiação tiveram média 3,68 contra 4,79 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,028). Já em T8.6 - Analistas *buy-side* famosos no mercado, RIs que não receberam premiação tiveram média 3,91 contra 5,14 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,003). Em T8.10 - Membros da imprensa de negócios, RIs que não receberam premiação tiveram média 2,09 contra 3,21 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,019). Verifica-se assim que, para os RIs premiados, o papel do RI como administrador e guardião do acesso privado de membros do mercado de capitais e imprensa à alta administração da empresa tem maior representatividade na pauta de atividades estratégicas de RI em relação aos RIs não premiados. Portanto, RIs premiados indicaram que sua habilidade de fazer a triagem do acesso de pessoas de fora à alta administração é uma parte muito importante em busca de maior efetividade na atuação de um profissional de RI.

Houve ainda média estatisticamente significante entre os RIs premiados e não premiados em vários itens da pergunta T12: (Depois de entrarem na fila, qual a probabilidade de as seguintes pessoas serem selecionadas para fazer sua pergunta durante o Q&A das teleconferências públicas da sua empresa?). Em T12.2 - Analistas *sell-side* cujas recomendações para sua empresa estão substancialmente acima do consenso, RIs que não receberam premiação tiveram média 4,06 contra 5,86 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,006). Para o item T12.3 - Analistas *sell-side* cujas estimativas de resultados para sua empresa estão substancialmente acima do consenso, RIs que não receberam premiação tiveram média 3,88 contra 5,86 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,003). Já em T12.4 - Analistas *sell-side* famosos e reconhecidos pelos investidores institucionais, RIs que não receberam premiação tiveram média 4,56 contra 5,79 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,028). Em T12.5 - Analistas *sell-side* que não foram selecionados para fazer uma pergunta na última teleconferência pública de resultados da sua empresa, RIs que não receberam premiação tiveram média 3,44 contra 5,79 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,001). Para o item T12.6 - Analistas *sell-side* cujas estimativas de resultados para sua empresa estão substancialmente abaixo do consenso, RIs que não receberam premiação tiveram média 4,33 contra 5,79 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,016). Já em T12.7 - Analistas *sell-side* que trabalham para uma corretora/banco que assessora sua empresa (IPO, Follow on, etc...), RIs que não receberam premiação tiveram média 3,94 contra 5,64 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,009). Em T12.8 - Analistas *sell-side* cuja recomendação para sua empresa está substancialmente abaixo do consenso, RIs que não receberam premiação tiveram média 4,44 contra 5,71 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,026). Para o item 12.10 - Investidores institucionais que têm um investimento relativamente grande em sua empresa, RIs que não receberam premiação tiveram média 3,89 contra 5,69 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,009). E para 12.11 - Investidores institucionais que trabalham para um *hedge fund*¹³, RIs que não receberam premiação tiveram média 3,76 contra 5,14 de média para os RIs premiados (p-valor = 0,026). Portanto, nota-se aqui, novamente, que a teleconferência é importante para os RIs premiados e que, durante a sessão de perguntas e respostas das teleconferências, eles administram ativamente e de forma seletiva a fila de perguntas, demonstrando atenção em relação ao conteúdo desses questionamentos públicos e com a possibilidade de impactar o valor das ações da empresa.

¹³ Fundo de cobertura, tradução do inglês *hedge fund*, no Brasil chamado também de fundo multimercado

5. CONCLUSÃO

O Custo de Capital Próprio atua como elemento objetivo inerente à precificação das ações de uma companhia aberta listada em bolsa de valores. O manejo desta dinâmica está na qualidade das informações divulgadas ao Mercado de Capitais e na abrangência do público a ser informado, contexto no qual se compreende o gerenciamento da narrativa da empresa realizado pelo RI, cuja principal responsabilidade é a de se comunicar com a comunidade de investidores, atingindo o espectro mais abrangente possível, e a de dar forma à narrativa da companhia, o que resultará em maior ou menor assimetria de informação. Nesse contexto este estudo teve como objetivo analisar como e se os RIs brasileiros gerenciam de forma eficiente os contatos, redes e ferramentas de divulgação para otimizar a propagação de informações com conseqüente redução da assimetria de informação frente às práticas executadas no mercado norte-americano. Para tanto, foi conduzida uma pesquisa por meio de *survey* e entrevistas semiestruturadas por e-mail com RIs de companhias de capital aberto do Brasil em um esforço para aumentar o entendimento do seu papel na supervisão das divulgações corporativas, assim como no gerenciamento das comunicações das empresas junto a analistas *sell-side* e investidores institucionais e, assim, comparar os resultados com os de Brown et al. (2019). Ainda foram analisadas, separadamente, as diferenças nas respostas de RIs premiados pela sua excelência com as de RIs não premiados, em pesquisa realizada pela Institutional Investor.

Diante do exposto, os resultados obtidos nas respostas das empresas brasileiras levam à conclusão de que não basta haver mero gerenciamento da narrativa corporativa pelos RIs, se faz necessário, também, gerenciar contatos, priorizar certas categorias de analistas e eleger as ferramentas mais eficazes com vistas a otimizar e disseminar de maneira mais ampla as informações das companhias abertas.

Contrariando as expectativas, a pesquisa elucidou que para os RIs brasileiros as Reuniões/Ligações individuais são, individualmente, a ferramenta mais importante para gerenciar a transmissão da mensagem da companhia aos investidores institucionais; e, ficaram em terceiro lugar as teleconferências abertas ao público (principal item citado pelos RIs norte americanos) que abrangem e disseminam as informações da empresa à uma audiência evidentemente maior.

No que se refere à dinâmica nas teleconferências de resultados esclareceram que os RIs brasileiros, durante a sessão de Q&A as selecionam primeiro para poder fazer perguntas aos analistas *sell side* com recomendações e estimativas abaixo do consenso, em oposição aos RIs norte-americanos que dão preferência a analistas acima do consenso. Desta forma, os RIs brasileiros, ao prestigiar analistas que podem rever suas projeções e torná-las mais otimistas, perdem a oportunidade de trazer analistas com viés mais positivo para ditar o tom da sessão de Q&A.

Conclui-se, ainda, que tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos, poucos RIs consideram interações com membros da imprensa especializada como muito importantes para transmissão de mensagem da empresa, ponto que é bastante questionável frente à digitalização da imprensa que tem incorporado novas mídias e passou a ter alcance global e tempestivo.

Por fim, quando foram analisados separadamente, os RIs que receberam premiação de excelência dos RIs que não receberam, revelou-se que, para os primeiros, teleconferências públicas são a ferramenta mais importante de RI, o que se alinha com o observado nos Estados Unidos. Também ficou evidente a maneira diferenciada como os RIs premiados coordenam o acesso dos analistas à alta administração das empresas e que, para esses RIs, o gerenciamento da sessão de perguntas e respostas das teleconferências é bastante diferenciado.

Fica indicada a recomendação de investigação mais profunda em pesquisas subsequentes no tema RI, considerando que as conclusões podem ser melhor exploradas com a utilização de períodos maiores para captura de dados, comparações com outros mercados de capitais, ou mesmo cruzamento das respostas com informações do comportamento das ações das companhias em bolsa de valores. Ademais, pode-se conduzir análises cruzadas a fim de explorar variações nas respostas à pesquisa com base nas características demográficas dos RIs entrevistados.

Como apontado por Couper (2000), faz-se importante ressaltar que limitações emergem da adoção da pesquisa tipo *survey*, principalmente no que tange à generalização dos resultados obtidos, visto que a amostra de respondentes foi composta por RIs que responderam voluntariamente ao questionário e também as entrevistas.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGARWAL, V.; LIAO, A.; NASH, E. A, TAFFLER, R. J. (2008). **The impact of effective investor relations on market value**. Social Science Research Network.

ALENCAR, R. C. **Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras**. Brazilian Business Review, v. 2, n. 1, jan./jun. p. 01-12, 2005.

BAMBER, L.S.; JIANG, J.; WANG, I.Y. 2010. **What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure**. The Accounting Review 85, 1131-1162.

BOLLEN, L., HASSINK, H. & BOZIC, G. 2006, **'Measuring & explaining the quality of Internet investor relations activities: A multinational empirical analysis'**, International Journal of Accounting Information Systems, vol. 7, pp. 273–98.

BOTOSAN, C. A. **Disclosure level & the cost of equity capital**. The Accounting Review. Vol 72, n°3, July 1997, p. 323-349.

BLANKESPOOR, E.; MILLER, G.S.; WHITE, H.D. 2014. **The role of dissemination in market liquidity: evidence from firms' use of Twitter™**. The Accounting Review 89, 79-112.

BRENNAN, M. J., & TAMAROWSKI, C. (2000). **Investor relations, liquidity, and stock prices**. Journal of Applied Corporate Finance, 12(4), 26-37.

BROWN, L.D.; CALL, A.C.; CLEMENT, M.B. SHARP, N.Y. 2016. **The activities of buy-side analysts and the determinants of their stock recommendations**. Journal of Accounting and Economics 62, 139-156.

BROWN, L.D.; CAYLOR, M.L. 2005. **A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: propensities and valuation consequences**. Account. Ver. 80, 423-440.

BROWN, L. D.; CALL, ANDREW C.; CLEMENT, MCHAEAL B.; SHARP, NATHAN Y. **Inside the “Black Box” of Sell - Side Financial Analysts**. Journal of Accounting Research, Volume53, Issue1 March 2015 Pages 1-47.

BROWN, L. D., CALL, ANDREW, C., CLEMENT, MICHAEL B. & SHARP, NATHAN Y. (2019). **Managing the narrative: Investor relations officers and corporate disclosure**. Journal of Accounting and Economics 67 (2019) 58-79.

BROWN, S., HILLEGEIST S. & Lo K.. **Conference calls and information asymmetry**. Journal of Accounting and Economics, v. 37, n.3, p. 343-366, 2004.

BROWN, S., & HILLEGEIST, S.A. (2007). **How disclosure quality affects the level of information asymmetry**. Review of Accounting Studies, 12 (2-3), 443-477.

BUSHEE B. J.; MILLER,G.S.; **Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following** The Accounting Review. (2012) 87 (3): 867–897.

BUSHEE, B.J.; GERAKOS, J.J.; Lee, L.F. 2018. **Corporate jets and private meetings with investors.** J. Account. Econ. 65, 358-379.

BUSHEE, B. J. (2001). **Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings Over Long-Run Value?** Contemporary Accounting Research, Vol. 18, No. 2, 207-246.

BUSHEE, B. J. (2004). **Identifying and attracting the "right" investors : evidence on the behaviour of institutional investors.** Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 16, No. 4, 28-35.

CHANG, MILLICENT and WEE, MARVIN and WATSON, IAIN and D'ANNA, GINO, **Do Investor Relations Affect Information Asymmetry?** Evidence from Australia (November 2006).

CHANG, M.; D'ANNA G.; WATSON, I.; WEE, M. **Does Disclosure Quality via Investor Relations Affect Information Asymetry?** AUSTRALIAN JOURNAL OF MANAGEMENT, Volume 33, número 2, 2008. University of New South Wales.

CHAPMAN, K.; MILLER, G.S.; WHITE, H.D. **Investor Relations and Information Assimilation.** The Accounting Review (2019) 94 (2): 105–131.

CHEN, S.; MATSUMOTO, D.A. 2006. **Favorable versus unfavorable recommendations: the impact on analyst access to management-provided information.** Journal of Accounting Research 44, 657-689.

CLEMENT, M.B. 1999. **Analyst forecast accuracy: do ability, resources, and portfolio complexity matter?** Journal of Accounting and Economics 27, 285-303.

CLEMENT, M.B.; TSE, S. 2005. **Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting.** The Journal of Finance 60, 307-341.

Cliff M. & D. Denis, 2004, **Do initial public offering firms purchase analyst coverage with underpricing?** Journal of Finance LIX.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS **Ofício-Circular/CVM/SEP nº 01/2014.** <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/Of%C3%ADcio%20Circular%20SEP%20n%C2%BA%2001-2014%20-%20Orienta%C3%A7%C3%B5es%20Gerais.pdf>>.

COOPER, R.A.; DAY, T.E.; LEWIS, C.M. 2001. **Following the leader: a study of individual analysts' earnings forecasts.** Journal of Financial Economics 61, 383-416.

COUPER, Mick P. Web surveys: **A review of issues and approaches.** Public Opinion Quarterly, Chicago, v. 64, n. 4, Winter 2000, p. 464-494.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G. **Executive incentives and the horizon problem: Na empirical investigation.** Journal of Accounting and Economics, v. 14, p. 51-89, 1991.

DYRENG, S.D.; HANLON, M.; MAYDEW, E.L. 2010. **The effects of executives on corporate tax avoidance.** The Accounting Review 85, 1163-1189.

ELTON, E.J.; GRUBER, M.J.; GROSSMAN, S. 1986. **Discrete expectation data and portfolio performance.** The Journal of Finance 41, 699-713.

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

FARRAGHER, E. J./KLEIMAN, R./BAZAZ, M. S. **Do investor relations make a difference?** Quarterly Review of Economics and Finance. 1994;(4):403.<<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=edsgao&AN=edsgcl.16497504&lang=pt-br&site=eds-live>>. Acessado em 10 de dezembro de 2019..

FIRTH, M.; LI, Y.; WANG, S.. **Valuing IPO using price-earnings multiples disclosed by IPO firms in an emerging capital market.** Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies, v. 11, n. 3, p. 429-463, 2008.

FONSECA, J.D. & MARTINS, G. A; **Curso de Estatística**, 6ª Edição, Editora Atlas – São Paulo 1996, 320 págs.

FU, R., KRAFT, A., & ZHANG, H. (2012). **Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity.** Journal of Accounting and Economics, 54 (2-3), 132-149.

GE, W.; MATSUMOTO, D.; ZHANG, J.L. 2011. **Do CFOs have style? An empirical investigation of the effect of individual CFOs on accounting practices.** Contemporary Accounting Research 28, 1141-1179.

GIL, A. C; **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4ª edição São Paulo Atlas S/A.

GRAHAM, J.; HARVEY, C.; RAJGOPAL, S. **The economic implications of corporate financial reporting.** Journal of Accounting and Economics, v. 30, p.3-73, 2005.

GRIFFIN, J.M.; XU, J. 2009. **How smart are the smart guys? A unique view from hedge fund stock holdings.** The Review of Financial Studies 22, 2531-2570.

GU, F.; LI, J. Q. **The credibility of voluntary disclosure and insider stock transactions.** Journal of Accounting Research, v. 45, n. 4, p. 771-810, 2007.

HAGGARD, K. S.; MARTIN, X.; PEREIRA, R.. **Does voluntary disclosure improve stock price informativeness?** Financial Management, Blackwell Publishing Limited, v. 37, n. 4, p. 747-768, Winter 2008.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. **Effectiveness of accounting-based dividend covenants.** Journal of Accounting and Economics, v. 12, p. 97-124, 1990.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. **A review of the earnings management literature and its implications for standards setting.** Accounting Horizons, v. 13, p. 365-383,1999.

- HEALY, P.M.; PALEPU, K.G. 2001. **Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature.** Journal of Accounting and Economics 31, 405-440.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade.** São Paulo: Atlas: 1999.
- HONG, H. & KUBIK J. D. 2003, **Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts,** Journal of Finance, Vol. LVIII, NO. 1, 313-351.
- HONG H, HUANG M. Talking Up Liquidity: Insider trading and investor relations. Journal of financial intermediation volume 14, issue 1, january 2005, pages 1-31.
- HUGHES, J.; LIU, J. L. A. J. **Information, diversification, and cost of capital.** Los Angeles. John Hughes, Jing., 2006.
- ILIA D. D.; JOHN R. G.; CAMPBELL R. H.; SHIVA R.. **Journal of Accounting and Economics.** Volume 56, Issues 2–3, Supplement 1, 15 December 2013, Pages 1-33.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. (2013), disponível em: <<http://www.guiari.com.br/Programa-de-Relacoes-com-Investidores/Etapas-de-um-Programa-de-Relacoes-com-Investidores.aspx>>
- INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. (2019), disponível em: <<http://www.ibri.com.br/educacao-e-pesquisas/o-que-e-ri>>
- INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. (2019), disponível em: <http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/guia_rapido_projecoes_guidance.pdf>
- HAIR JR., Joseph F; BABIN, Barry; MONEY, Arthur H; SAMOUEL, Phillip. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração.** Porto Alegre: Bookman, 2005.
- JUNG, M.J.; WONG, M.H.F; ZHANG, X.F. 2017. **Buy-side analysts and earnings conference calls.** Journal of Accounting Research, forthcoming.
- KAROLYI, G.A.; LIAO, R.C.; **State capitalism's global reach: Evidence from foreign acquisitions by state-owned companies.** Journal of Corporate Finance Volume 42, February 2017, Pages 367-391.
- KIRK, M.P.; VINCENT, J.D.. **Professional Investor Relations within the Firm.**The Accounting Review (2014) 89 (4): 1421–1452.
- KLEIN, R. W.; BAWA, V. S. **The effect of estimation risk on optimal portfolio choice** Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 3, June 1976, Pages 215-231 (1976)
- KRIGMAN, L. ,W. SHAW, & K. Womack, 2001, **Why do firms switch underwriters?** Journal of Financial Economics 60.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E.. **Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital**. Review of Finance, Volume 16, Issue 1, January 2012, Pages 1–29.

LASKIN , A. V. (2006). **Investor relations practices at Fortune-500 companies: An exploratory study** . Public Relations Review , 32 , 69 – 70 .

LEE, J. 2016. **Can investors detect managers' lack of spontaneity? Adherence to pre-determined scripts during earnings conference calls**. The Accounting Review 91, 229-250.

LEONE, A. J. & WU, J. S. (2007) **What Does it Take to Become a Superstar? Evidence from Institutional Investor Rankings of Financial Analysts**. Simon School of Business Working Paper No. FR 02-12.

MAROCO, J. **Análise Estatística com utilização do SPSS**. 2ª Edição, Editora Silabo, Lisboa 2003, 508 págs.

MARSTON, C. (1996). **The organization of the investor relations function by large UK quoted companies**. Omega, 24(4), 477-488.

MARTINS, O., & PAULO, E. (2014). **Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro**. Revista Contabilidade & Finanças, 25(64), 33-45. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000100004>

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. Tese de doutoramento em Ciências Contábeis. FEA-USP: São Paulo, 2001.

MAYEW, W.J. 2008. **Evidence of management discrimination among analysts during earnings conference calls**. Journal of Accounting Research 46, 627-659.

MAYEW, W.J.; SHARP, N.Y.; VENKATACHALAM, M. 2013. **Using earnings conference calls to identify analysts with superior private information**. Review of Accounting Studies 18, 386-413.

MURRAY, R. S.. **Estatística Coleção Schaum**. 3ª Edição, Editora Afiliada, São Paulo 1993, 640 págs.

NELSON, M. W.; SKINNER, D. J, 2013. **How should we think earnings quality? A discussion of “Equity quality: evidence from the Field”**. J. Account. Econ. 56, 34-41.

NIRI Analytics, (2014) Guidance Practices, disponível em: <https://www.niri.org/niri/media/niri/niri-analytics/guidance/2014-guidance-analytics.pdf>.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. 269f.

Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PORTER, M. E. (1992). "**Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry.**" *Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance* 5, no. 2: 4–16.

ROYCHOWDHURY, S.; KOTHARI, S. P.; MIZIK, N. **Managing for the moment: The role of real activity versus accruals earnings management in SEO valuation.** Available at SSRN 1982826, 2012.

PRATT, S. P. **Cost of capital. Estimation and applications.** New York: John Wiley & Sons, 1998.

RODRIGUES, S & GALDI, F., **Investor relations and information asymmetry, Revista Contabilidade & Finanças**, vol. 28 no.74 São Paulo May./Aug. 2017 e pub Mar 27, 2017.

SANCOVSCHI, M.; MATOS, F. F. J. **Gerenciamento de lucros: que pensam administradores, contadores e outros profissionais de empresas no Brasil?.** *Revista de Administração Contemporânea*, v. 7, n. 4, p. 141-161, 2003.

SCHIPPER, K. **Earnings Management.** *Accounting Horizons*, v.3, n.1, p.91-102, 1989.

SIQUEIRA, L., AMARAL, H., & CORREIA, L. (2017). O efeito do risco de informação assimétrica sobre o retorno de ações negociadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(75), 425-444. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201705230>

TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. **Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings.** *Journal of Financial Economics*, v. 50, p. 63-99, 1998.

US CORPORATE GOVERNANCE. **New York, NY. Columbia Univ. Press**, ISBN 978-0-231-14857-3. - 2009, p. 170-183.

VERRECHIA, R. E. **Essays on disclosure.** *Journal of Accounting & Economics*, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

VIEIRA, S. (1991). **Introdução à Bioestatística.** Rio de Janeiro: Campus.

VIEIRA, S. **Bio Estatística Tópicos Avançados.** 2ª Edição, Editora Campus, Rio de Janeiro 2004, 212 págs.

VLADU, A.B.; CUZDRIOREAN. D.D. **Detecting Earnings Management: Insights from the Last Decade Leading Journals Published Research.** *Procedia Economics and Finance*, v. 15, p. 695-703, 2014.

WOMACK, K. 1996. **Do brokerage analysts' recommendations have investment value?** *The Journal of Finance* 51, 137-167.

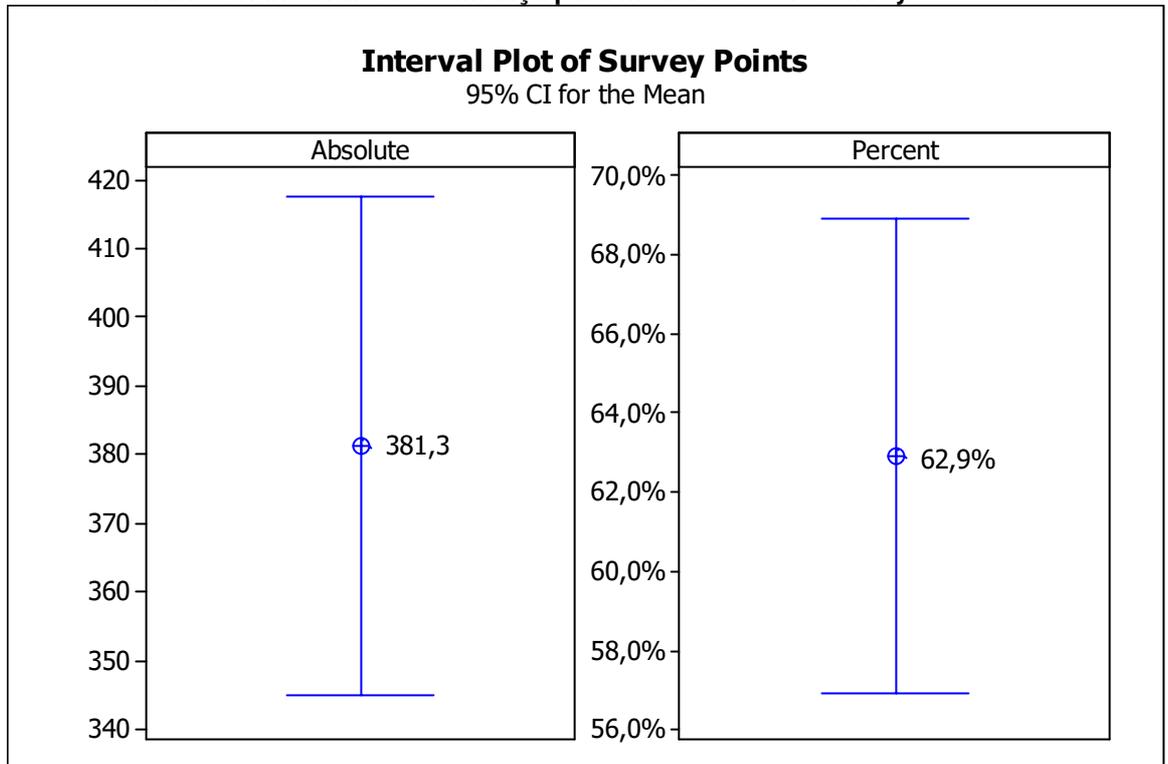
7. ANEXOS

7.1. TABELA E GRÁFICOS

Tabela 16: Alfa de Cronbach da Pesquisa

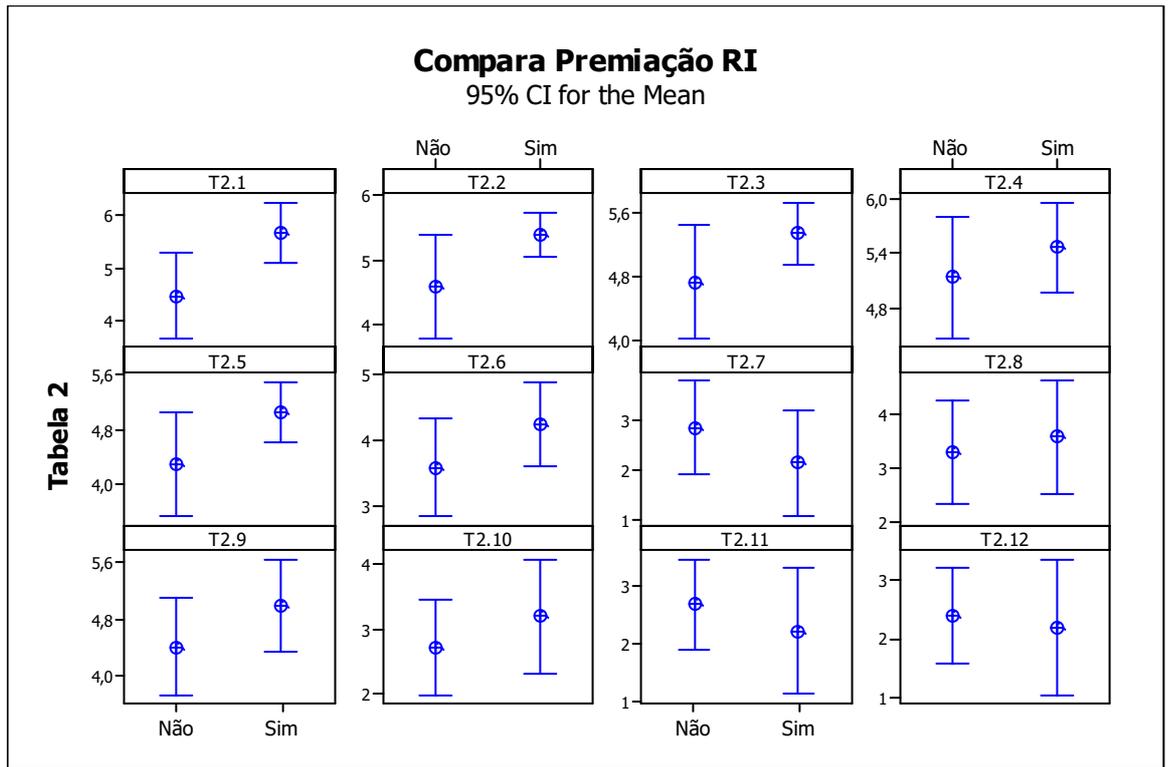
Bloco	Alfa Cronbach
Qual a importância dos itens a seguir para transmissão da mensagem da sua empresa aos investidores institucionais?	0,828
Avalie os analistas sell-side, de acordo com as características abaixo, em relação à capacidade deles em te ajudar a transmitir a mensagem da sua empresa aos investidores institucionais	0,776
Com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância dos serviços listados abaixo oferecidos pelos analistas sell-side?	0,792
Quanta influência você acredita que os típicos CFOs e/ou DRIs têm no conteúdo e formato das divulgações a seguir?	0,819
Visando realizar seu trabalho com eficiência, qual a importância de suas interações com as seguintes pessoas	0,852
Quão importante os itens a seguir são na determinação da avaliação do seu superior em relação ao seu desempenho no trabalho?	0,770
Se as seguintes pessoas solicitarem acesso privado à alta administração, qual a probabilidade de você atender à solicitação?	0,907
Qual a probabilidade de você contatar os seguintes indivíduos, pois um analista sell-side revisou sua recomendação para as ações da sua empresa?	0,917
No que diz respeito às instruções publicadas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), com que frequência você acredita que as seguintes situações surgem para o profissional de RI ?	0,656
Com o objetivo de gerenciar a narrativa da sua empresa, qual a importância das seguintes atividades relacionadas às teleconferências públicas da sua empresa?	0,851
Depois de entrarem na fila, qual a probabilidade de as seguintes pessoas serem selecionadas para fazer sua pergunta durante o Q&A das teleconferências públicas da sua empresa?	0,925
Qual a probabilidade de você iniciar um call one on one com os seguintes indivíduos logo após uma teleconferência pública de resultados?	0,965
Survey	0,960

Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

Gráfico 1: Intervalo de confiança para média do score survey

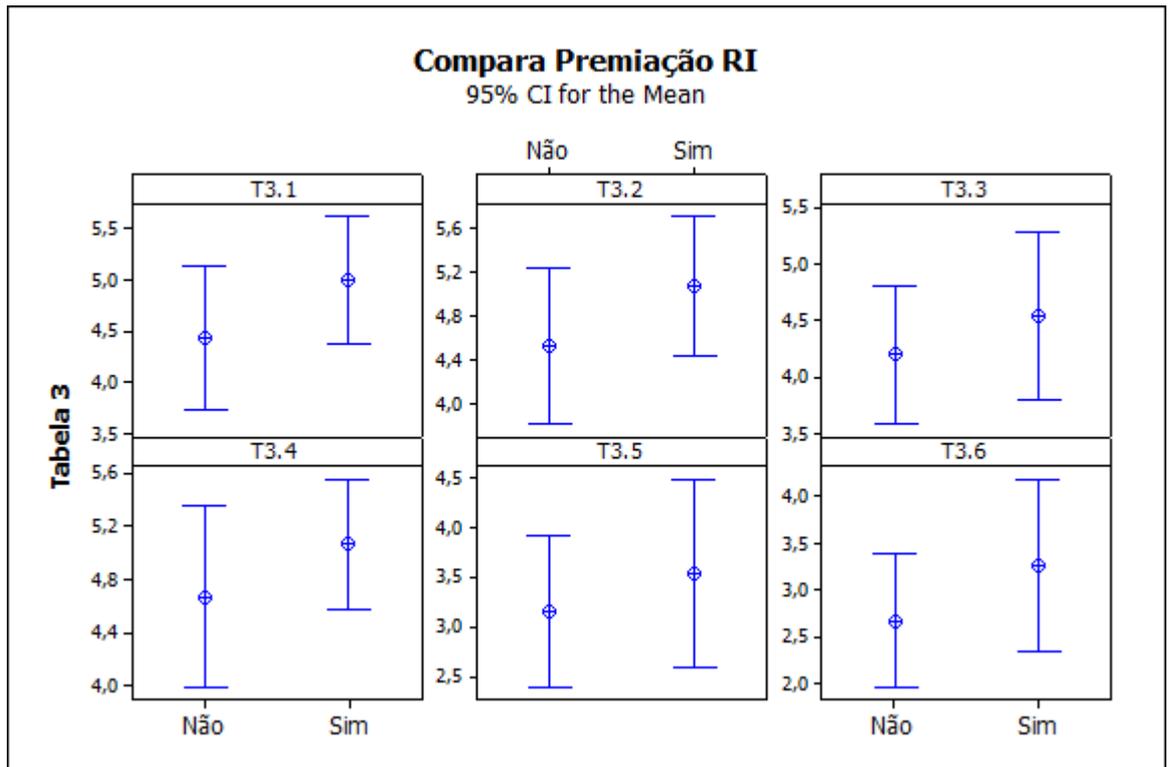
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 2: Compara Empresas para tabela 2.



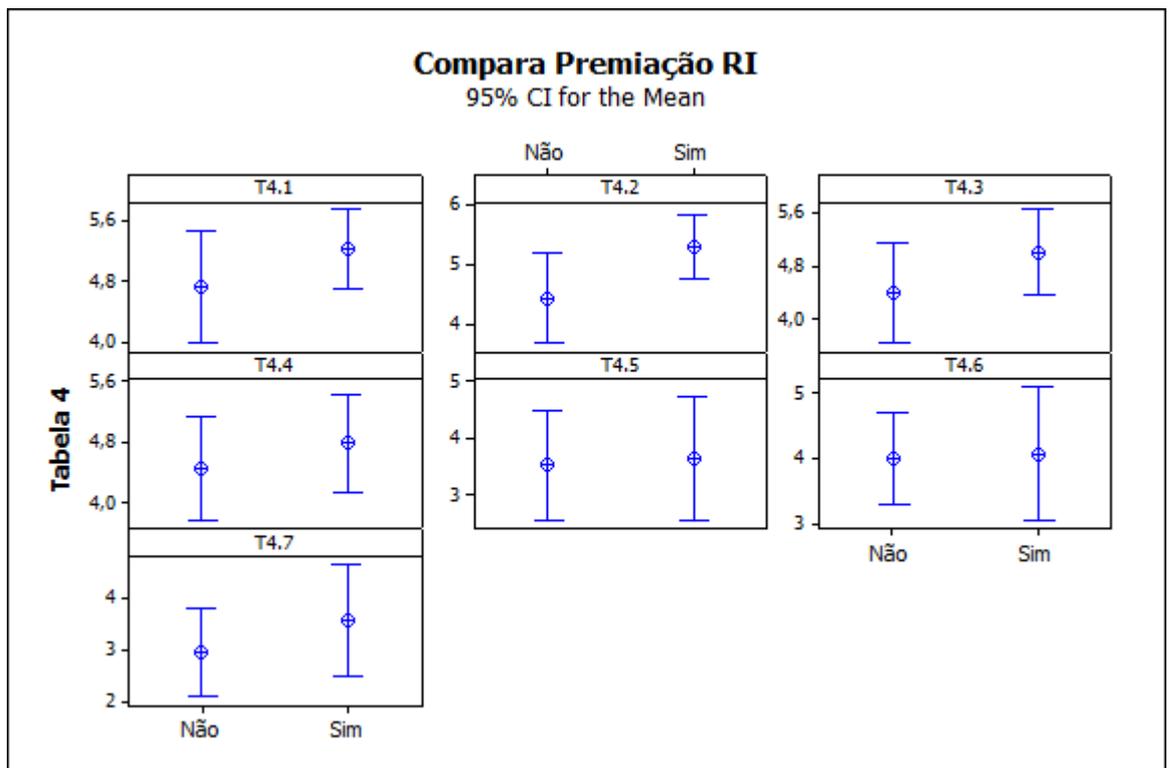
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 3: Compara empresas para tabela 3.



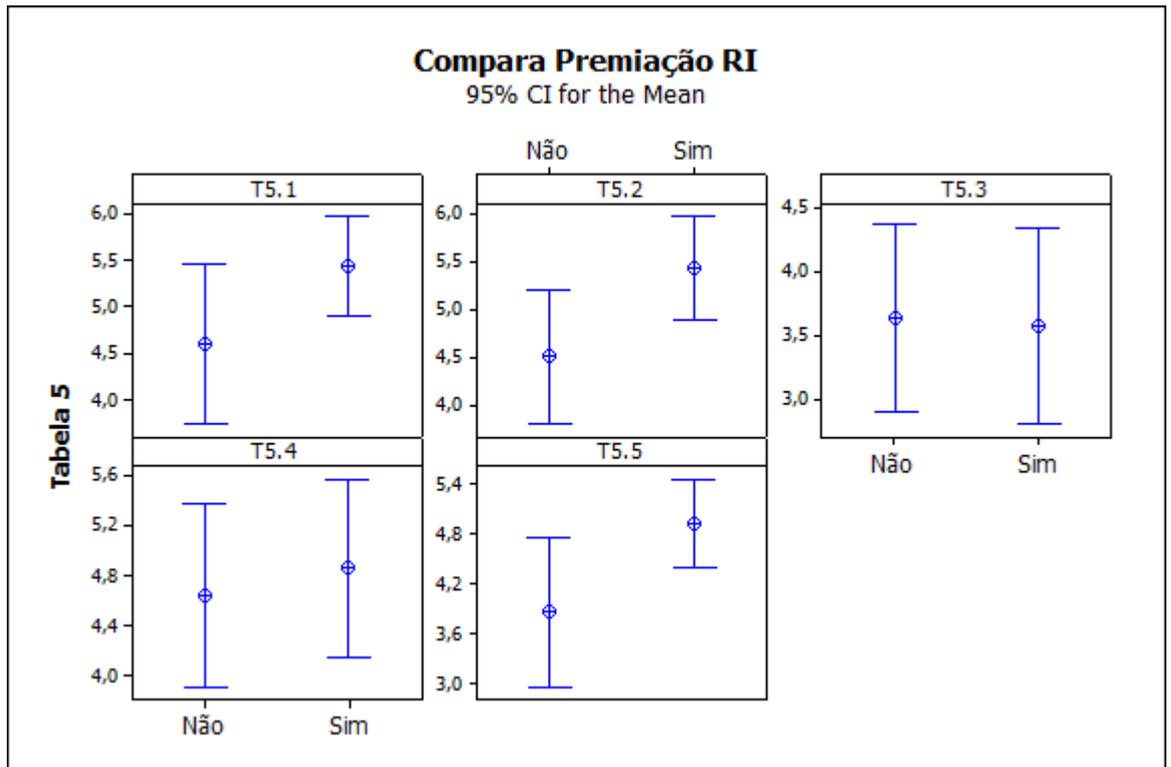
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 4: Comprara Empresas para tabela 4.



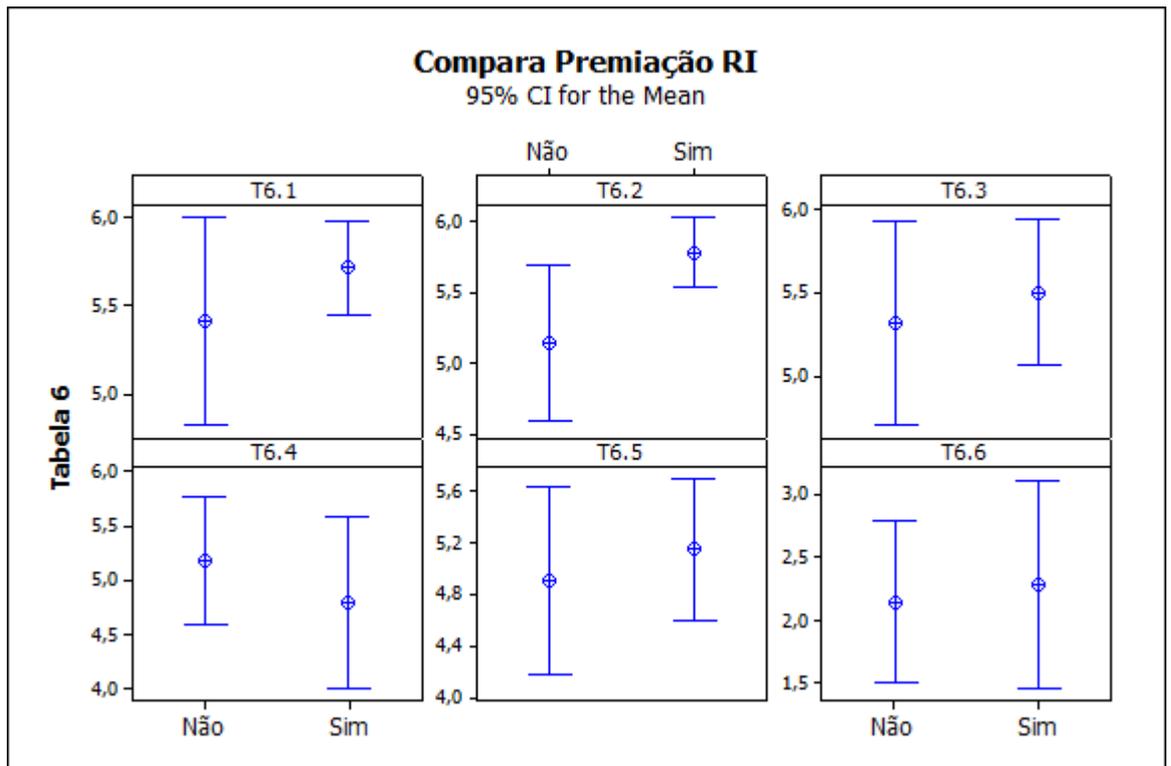
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 5: Compra Empresas para tabela 5.



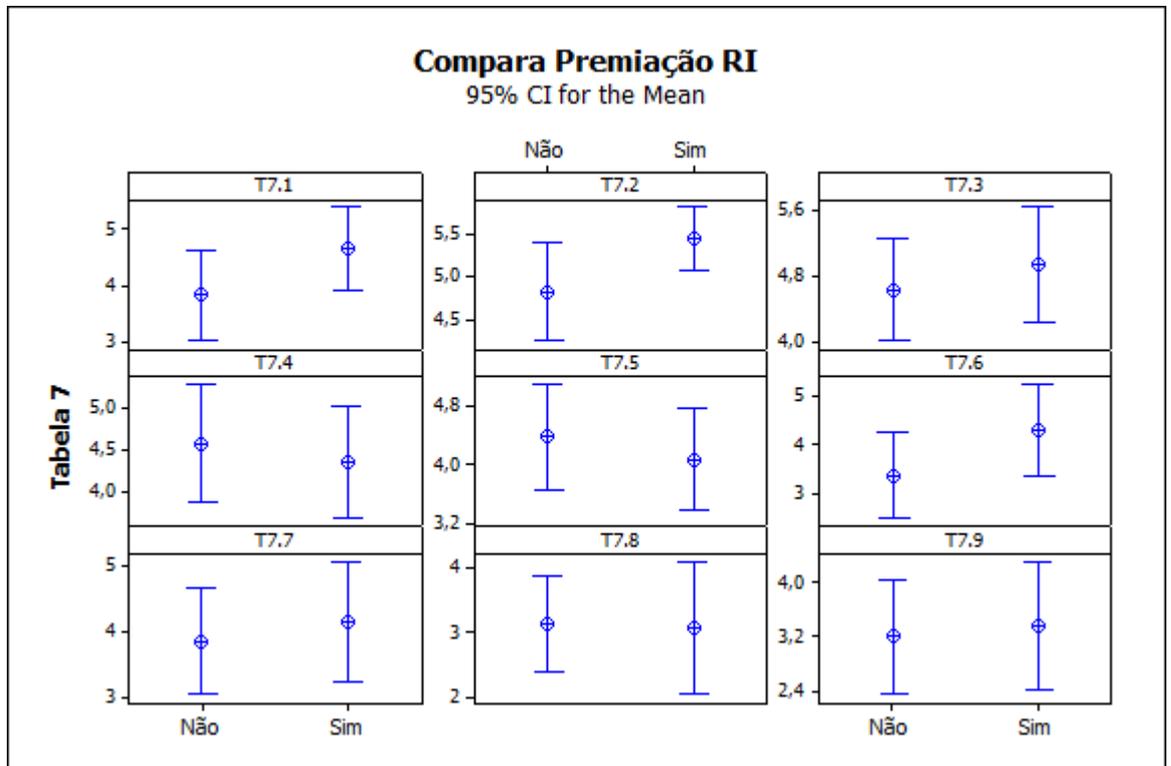
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 6: Compara empresas para tabela 6.



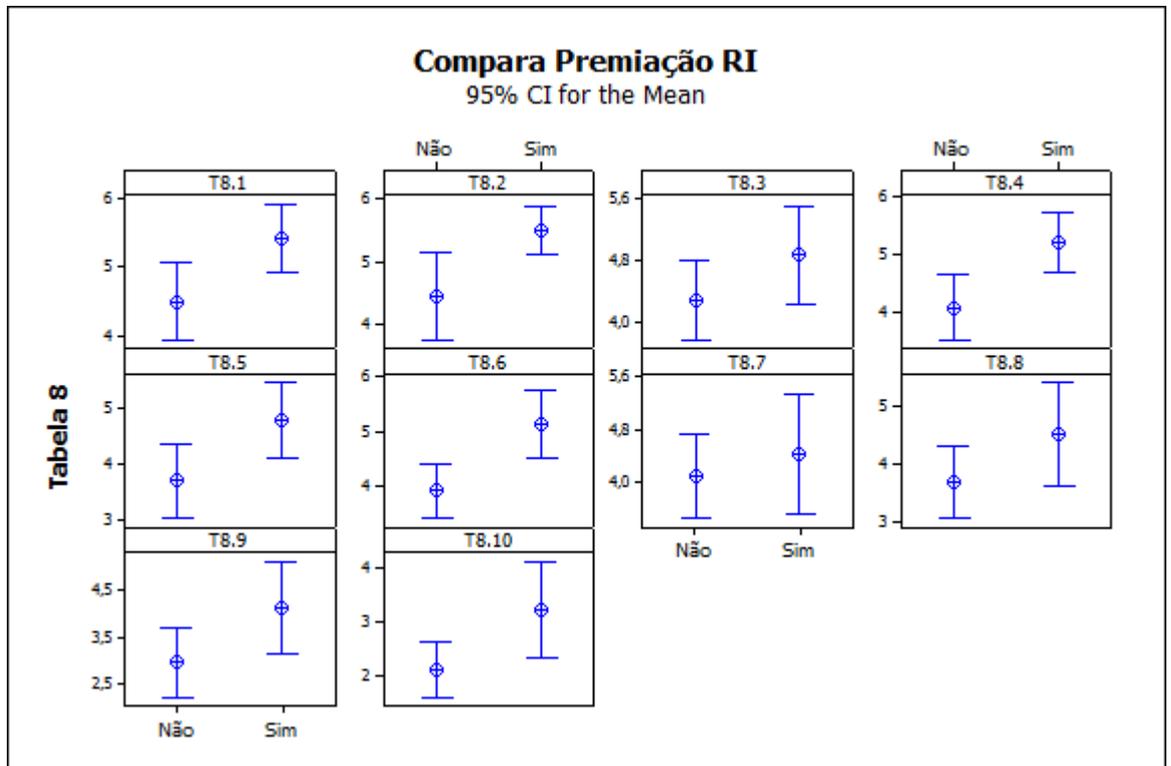
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 7: Compara empresas para tabela 7.



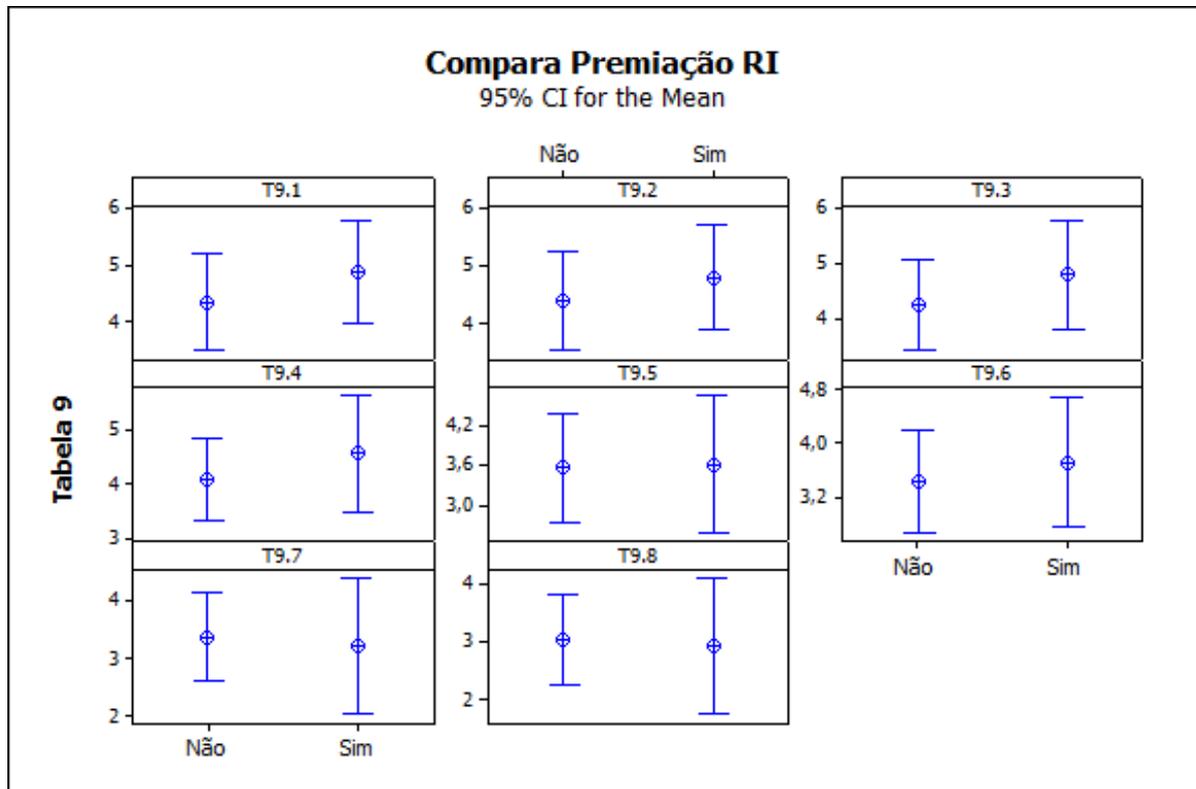
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 8: Compra empresas para tabela 8.



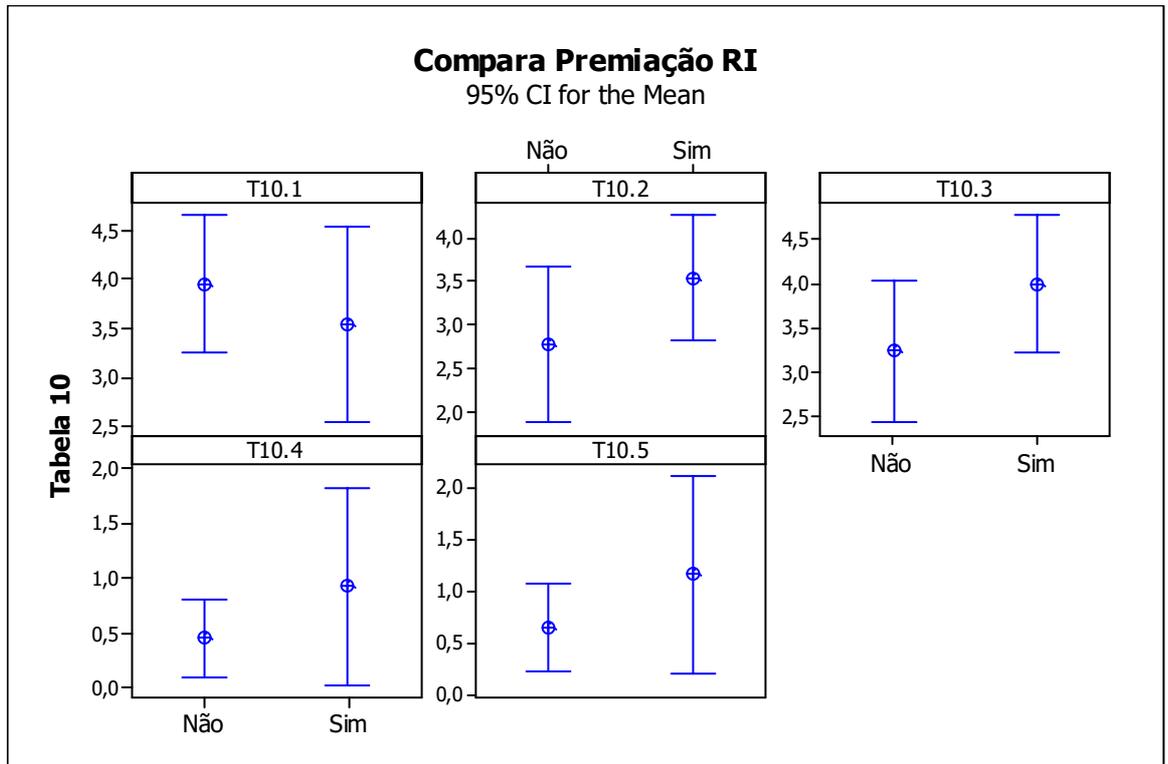
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 9: Compara empresas para tabela 9.



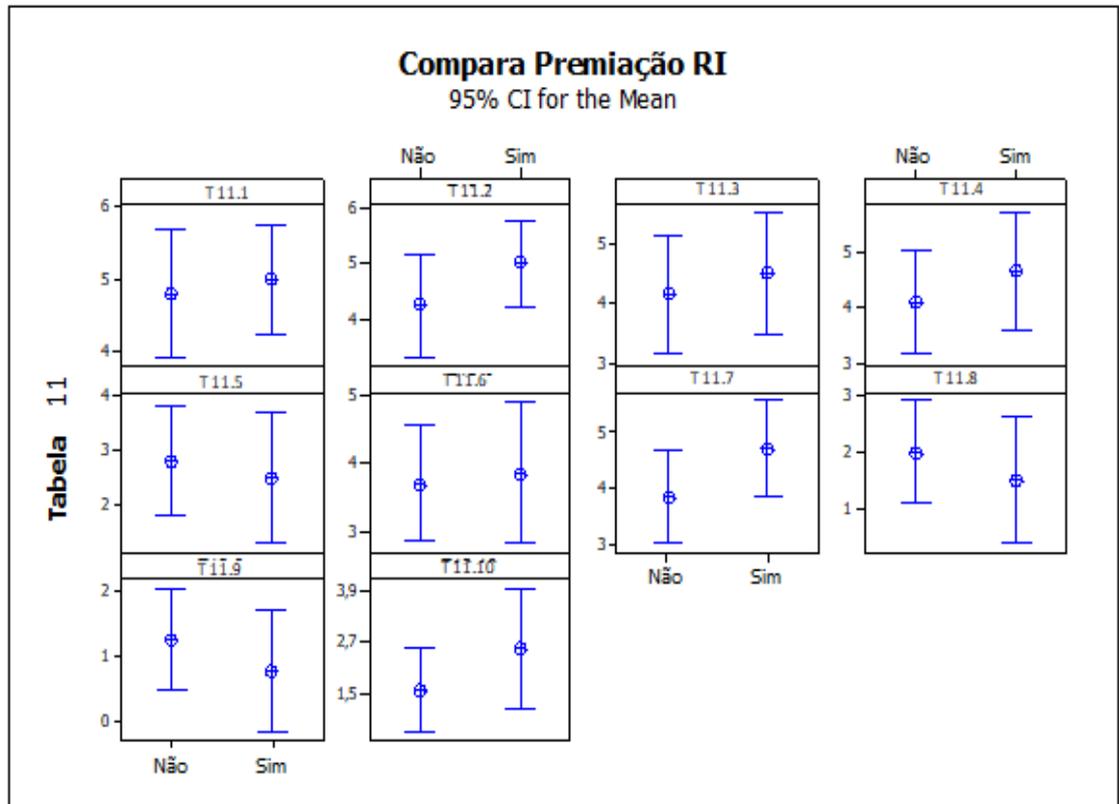
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 10: Compara empresas para tabela 10.



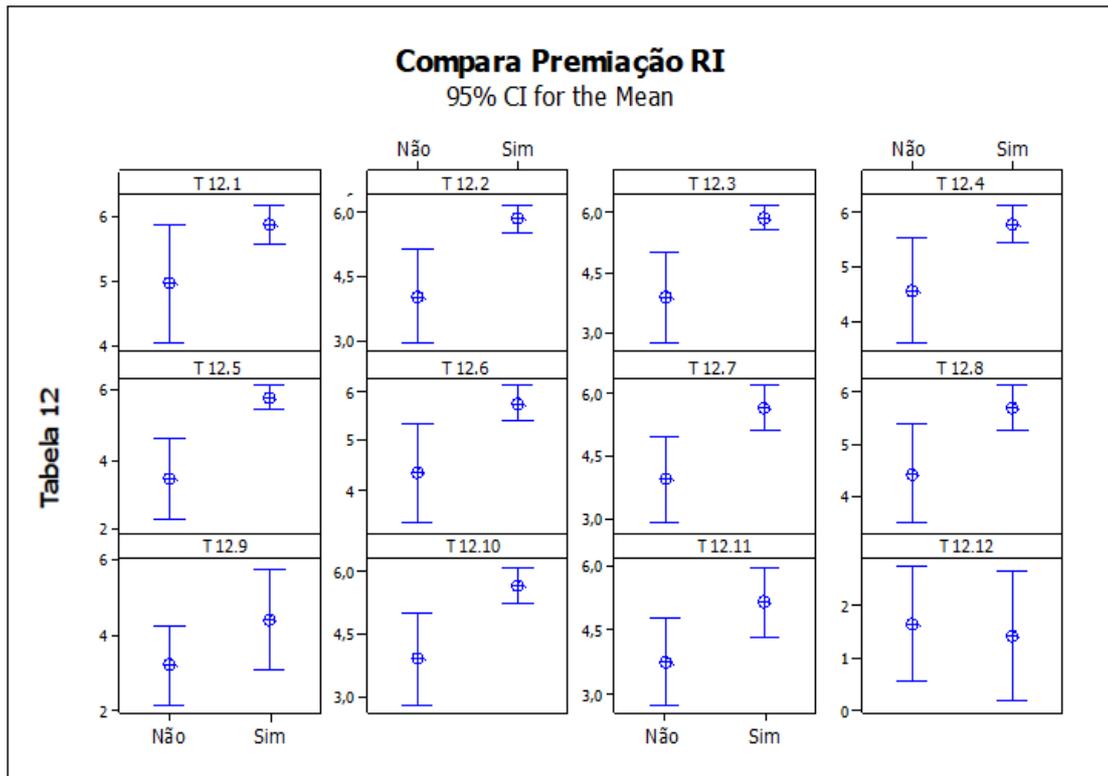
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 11: Compara empresas para tabela 11



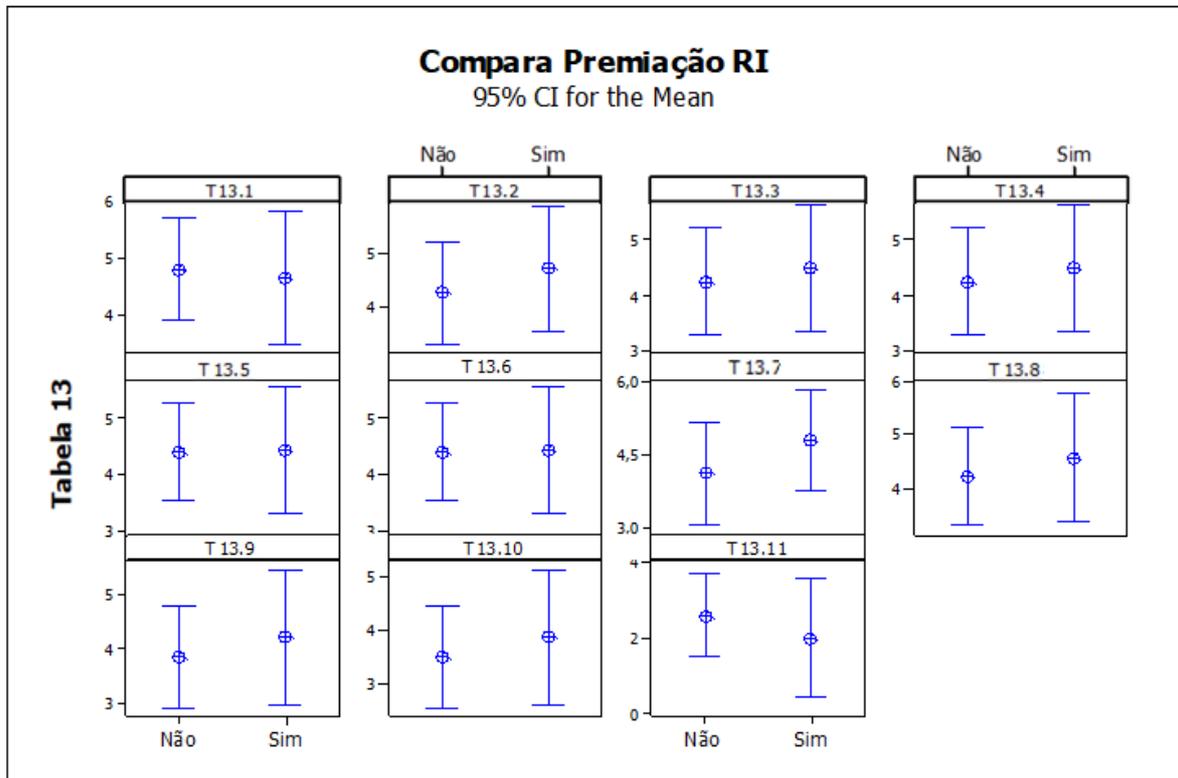
Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 12: Compara empresas para tabela 12.



Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Gráfico 13: Compara empresas para tabela 13.



Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.