

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD N° 150

O CENÁRIO INSTITUCIONAL DO
MERCADO A VISTA DA BOLSA DE VALORES
DO RIO DE JANEIRO ATÉ JULHO DE 1984

Ney Roberto Ottoni de Brito

Maio de 1985

* Professor de Economia e Finanças da COPPEAD. Este trabalho contou com a assistência de pesquisa de Sylvia Figueira de Mello e com a assistência de análise de Nelson Coutinho. Ele beneficiou-se do suporte geral da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

I - INTRODUÇÃO

Este estudo discute o comportamento do mercado à vista da BVRJ no período 1973-JUL1984. Após examinar alguns aspectos gerais deste mercado, ele prossegue para examinar especificamente as características da distribuição dos negócios por ações e pelas corretoras do mercado.

Como será observado, o cenário institucional do mercado à vista mostrou importantes e positivas modificações em 1984. Além de apresentar um expressivo crescimento no volume real negociado, o mercado à vista mostrou aspectos extremamente positivos de desconcentração. Os negócios mostraram-se mais desconcentrados tanto ao nível de ações quanto ao nível de corretoras. Adicionalmente, as ações de 2^a e 3^a linhas vêm mostrando maior frequência e presença em pregões. Este cenário tem implicações para as decisões estratégicas de posicionamento de corretoras e de investidores e, em particular, sugere um processo de formação de preços mais eficiente e saudável.

II - ASPECTOS GERAIS DO MERCADO

O mercado à vista continua como base do mercado de ações da BVRJ em 1984, tendo movimentado 52,7% do total do volume de negócios até julho. Sua posição relativa na BVRJ pode ser analisada na Tabela 1, que apresenta os volumes negociados nas principais modalidades operacionais e no volume total, assim como o percentual de cada modalidade no total. Abaixo do mercado à vista, está o mercado futuro, que elevou sua participação nos negócios, de 14,2% em 1983, para 30,2% em 1984. Em terceiro lugar vem o mercado de opções, cujo percentual no total caiu significativamente no último ano, de 31% para 11,1%.

A evolução mensal do volume financeiro negociado no mercado à vista em valores nominais e reais nos últimos dois anos pode ser acompanhada na Figura 1. Os valores reais são apresentados em Cr\$ constantes de julho de 1984. É evidente a recuperação do mercado em relação ao ano anterior, negociando volumes muito mais elevados. O volume real negociado nos 7 primeiros meses de 1984, Cr\$ 1,16 trilhão, já supera em 125% o volume real negociado no mesmo período de 1983.

Algumas características gerais das negociações no mercado à vista da BVRJ no período 1973/1984 são apresentadas na Tabela 2. Com relação ao número de ações negociadas, observa-se que em 1982 iniciou-se um processo de queda que vem se acentuando. Neste ano, 778 ações foram negociadas; em 1983 este número declinou para 746 e em 1984, nos 144 pregões do período

TABELA 1

MERCADO A VISTA

COMPOSICAO DO VOLUME NEGOCIADO NA BVRJ
1972 - JUL/1984

	VOLUME NOMINAL Cr\$ milhões				PARTICIPACAO NO VOLUME TOTAL			
	VISTA	FUTURO	OPCOES	TOTAL	VISTA	FUTURO	OPCOES	
								%
1972	7,015	-	-	7,707	91.0%	-	-	-
1973	6,154	-	-	6,907	89.1%	-	-	-
1974	5,691	-	-	6,447	88.3%	-	-	-
1975	12,978	-	-	15,633	83.0%	-	-	-
1976	13,522	-	-	16,939	79.8%	-	-	-
1977	18,665	-	-	23,020	81.1%	-	-	-
1978	23,688	-	-	29,244	81.0%	-	-	-
1979	27,738	14,476	-	45,423	61.1%	31.9%	-	-
1980	57,819	127,327	-	191,277	30.2%	66.6%	-	-
1981	69,227	381,397	-	452,344	15.3%	84.3%	-	-
1982	172,738	482,803	6,185	666,952	25.9%	72.4%	0.9%	-
1983	494,297	130,919	286,574	924,635	53.5%	14.2%	31.0%	-
1984	862,341	493,674	181,811	1,636,752	52.7%	30.2%	11.1%	-

Notas: 1) O mercado futuro inclui as duas modalidades: com e sem retencao
2) O mercado de opcoes inclui premios mais exercicios
3) O ano de 1984 inclui os resultados ate 31/07.

FIGURA 1
VOLUME FINANCIERO - ACOES - JANEIRO/JULHO-4

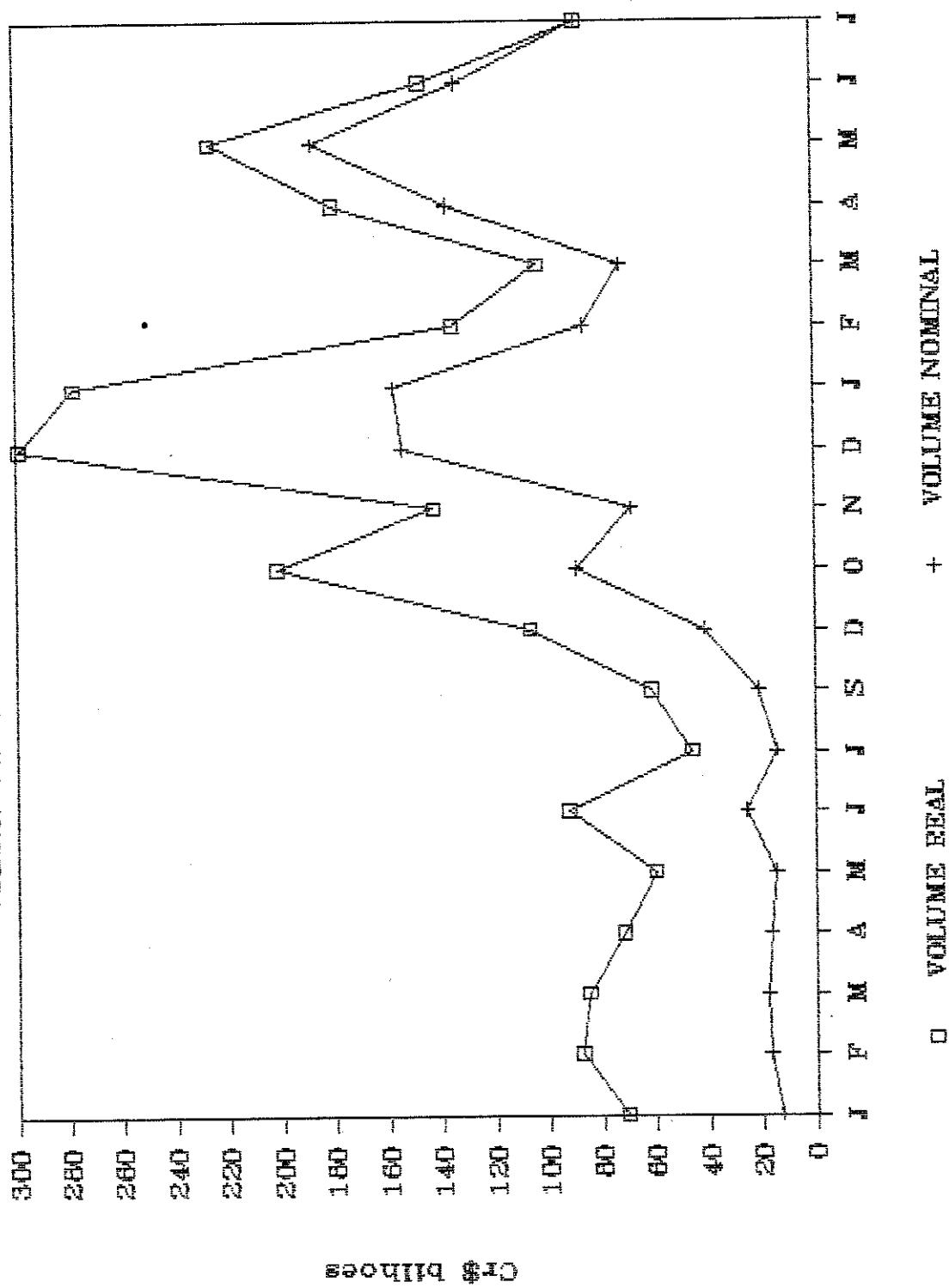


TABELA 2
MERCADO A VISTA
SUMARIO GERAL DE NEGOCIOS - 1973 A JUL/1984

ACOES NEGOCIADAS (tipos)	QUANTIDADE milhoes de titulos	VARIACAO ANUAL %	PARTICIPACAO DE ESTATAIS	
			VOLUME	QUANTIDADE
1973	390	1,968	3.0%	53.6%
1974	424	2,154	9.5%	57.4%
1975	333	3,852	78.8%	72.5%
1976	394	4,689	21.7%	73.8%
1977	474	7,843	67.3%	74.2%
1978	626	11,374	45.0%	62.8%
1979	832	15,593	37.1%	44.9%
1980	848	20,416	30.9%	53.7%
1981	870	20,526	0.5%	65.3%
1982	778	29,382	43.1%	73.9%
1983	746	81,199	176.4%	62.2%
1984	556	131,125	61.5%	54.1%

janeiro/julho, apenas 556 ações foram objeto de negociação.

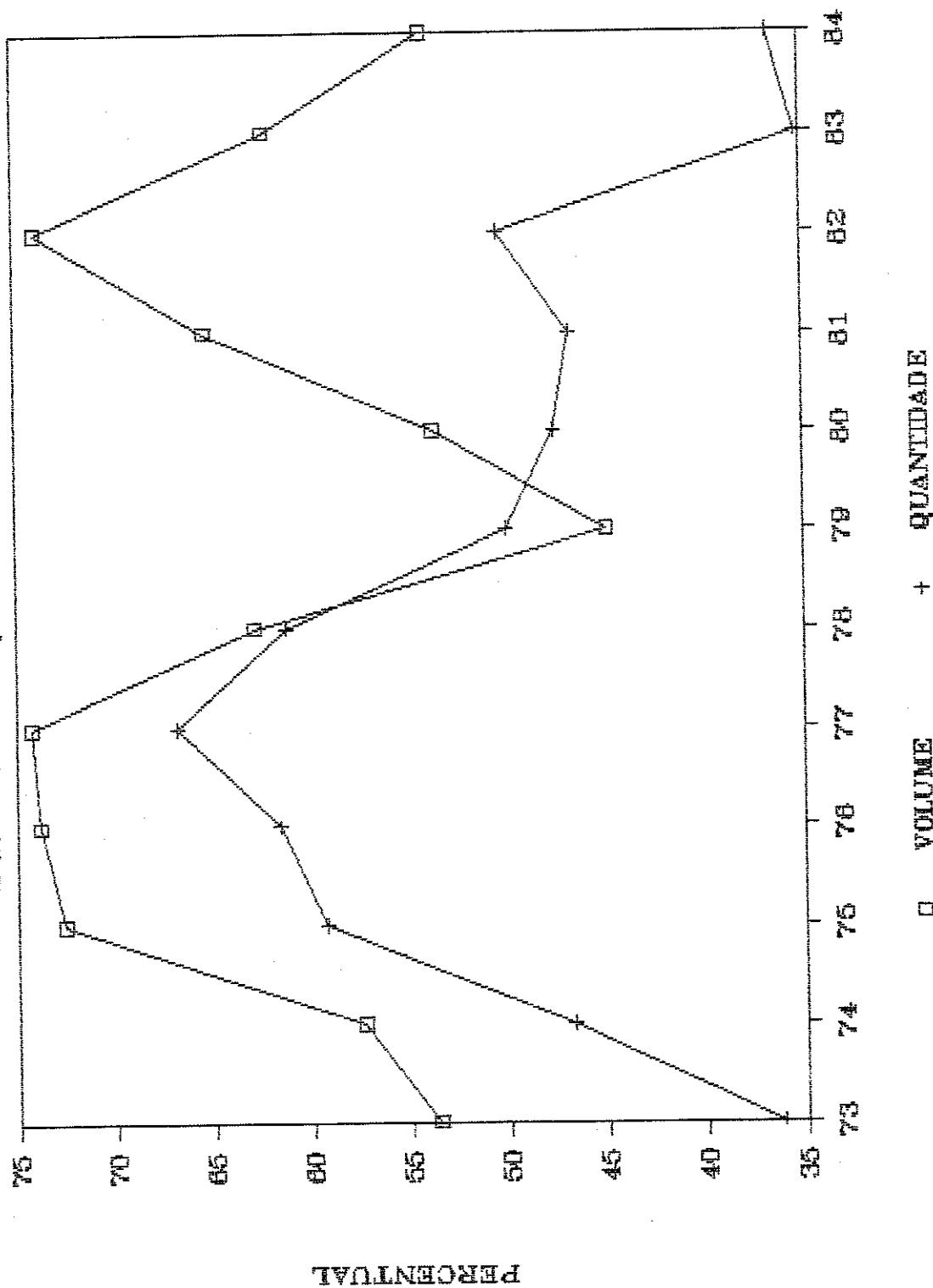
A Tabela 2 apresenta ainda a evolução da quantidade de ações negociadas na BVRJ nos últimos anos. Pode-se observar que a quantidade de ações negociadas apresentou normalmente altas taxas de expansão. O ano de 1983 foi muito atípico, tendo ocorrido uma elevação de 176% na quantidade negociada. No ano mais recente, até julho, já foram negociados 131 bilhões de títulos significando uma expansão de 61% em relação ao ano anterior, o que sugere que também em 1984 deverá ocorrer uma taxa de crescimento atípica da quantidade negociada.

Uma outra característica relevante das negocações com ações é a proporção de ações de empresas estatais no volume total de negócios. O mercado à vista é o que apresenta o menor nível de concentração em negócios com estas empresas, dentre todas as modalidades operacionais. Os percentuais de volume financeiro e quantidade negociada de estatais relativamente ao total de negócios são também apresentados na Figura 2. A participação das estatais no volume continua declinando no último ano. Em 1983 estas empresas foram responsáveis por 62,2% dos negócios, enquanto que em 1984, até julho, seu percentual foi de 54,1%.

Com relação à quantidade, a proporção de estatais no total elevou-se ligeiramente em relação ao ano anterior, passando de 35,2% para 36,5%.

Este quadro de queda da participação de estatais no volume negociado, iniciada em 1983 e mantida em 1984 pode ser explicado por uma mudança no comportamento do investidor do

FIGURA 2
% DE VOLUME E QUANTIDADE DE ESTATAS



mercado de ações. Este vem apresentando uma maior demanda por ações de 2^a e 3^a linhas, reduzindo-se portanto a participação relativa das "blue chips" estatais no total de negócios.

III - A DISTRIBUIÇÃO DOS NEGÓCIOS POR AÇÕES

Como observado anteriormente, o número de ações negociadas na BVRJ declinou nos últimos anos. Para examinar as características de distribuição dos negócios destas ações, elas foram separadas por grupos. A análise enfoca principalmente a amostra das 100 primeiras ações de maior volume, que são representativas do mercado, tendo sido responsáveis por 97% do total negociado em 1984. A divisão por grupos foi feita da seguinte forma:

GRUPO A - 10 ações mais negociadas,

GRUPO B - segundo grupo de 10 ações mais negociadas,

GRUPO C - terceiro grupo de 10 ações mais negociadas,

GRUPO D - quarto grupo de 10 ações mais negociadas,

GRUPO E - quinto grupo de 10 ações mais negociadas,

GRUPO F - sexto grupo contendo as demais 50 ações da amostra de 100 mais negociadas, e

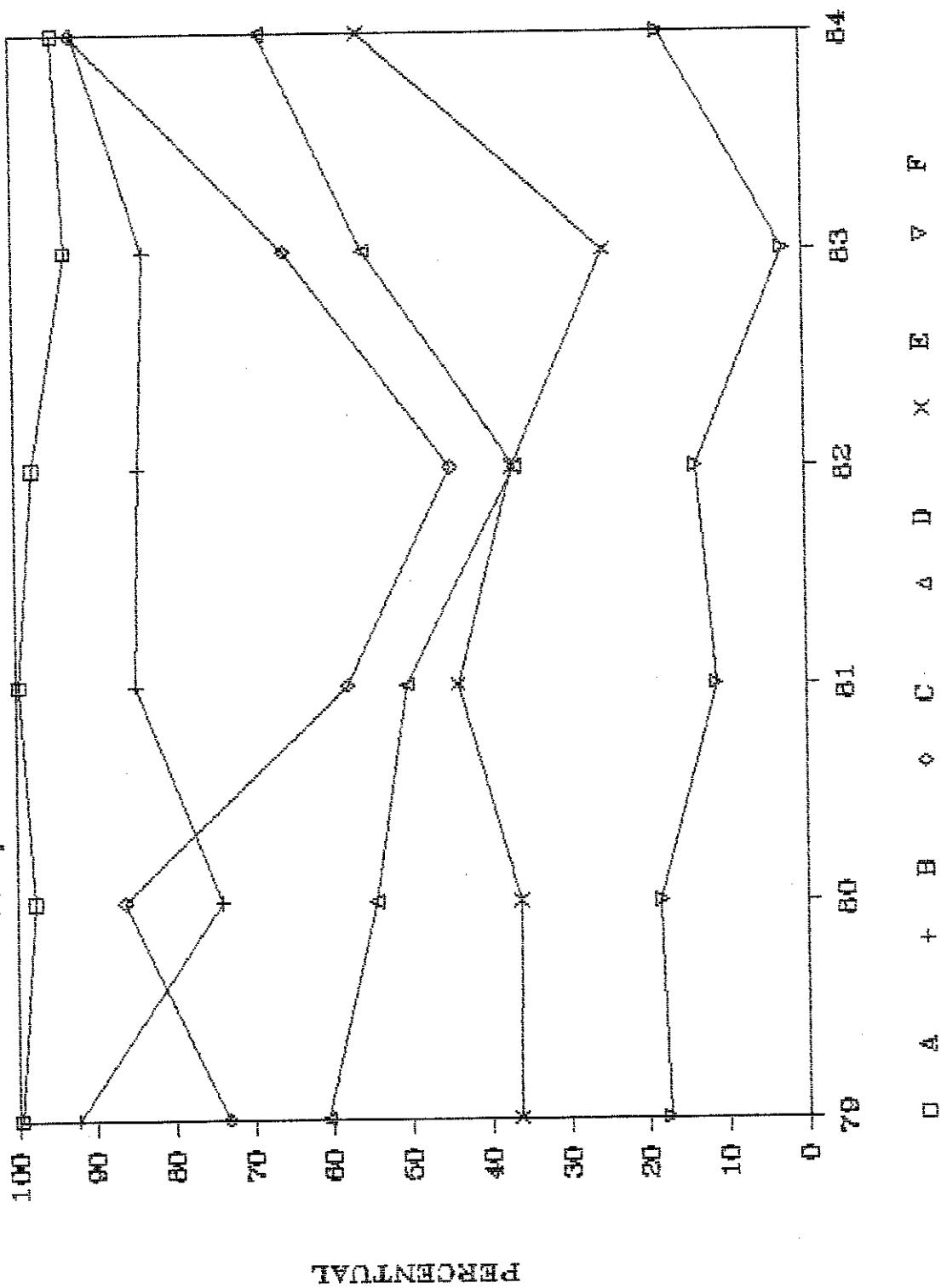
GRUPO G - demais ações negociadas na BVRJ.

A seguir prosseguiu-se para analisar os resultados de cada grupo com relação a:

- (i) frequência de presença de ações em pregão,
- (ii) distribuição do volume financeiro negociado,
- (iii) distribuição do volume negociado em diretas.

Os resultados associados à frequência média de presença das ações em pregão são apresentados na Figura 3. As ações do Grupo A, das 10 mais negociadas, são as de maior frequência em

FIGURA 3
FREQUENCIA MEDIA PERCENTUAL EM PEEGUES



pregões. Em 1984, as ações deste Grupo estiveram presentes, em média, em 94,51% dos pregões. Entretanto, todos os demais grupos apresentaram sensíveis aumentos em relação à frequência com que são negociados, tendo os Grupos B e C se aproximado bastante do Grupo A. O Grupo B, que esteve presente em 83,28% dos pregões em 1983, elevou este número para 92,01% em 1984. O Grupo que apresentou a mais importante diferenciação em frequência em relação ao ano anterior foi o C, passando de um percentual de 65,42% para 92,22% em 1984. Os Grupos D, E e F estiveram presentes em 68,33%, 55,76% e 13,92% dos pregões em 1984.

Cabe agora prosseguir para examinar a concentração do mercado. Para cada grupo de ações computou-se a fração do volume financeiro negociado representado pelo grupo de ações. A distribuição do volume de negócios por grupo é apresentada na Figura 4. O mercado continua fortemente concentrado em ações do Grupo A. No entanto, o nível geral de concentração vem declinando. Em 1983, as dez ações mais negociadas movimentaram 71,44% do total, percentual que caiu para 67,29% em 1984, até julho. Por outro lado, a maioria dos demais grupos elevou sua participação nos negócios. O Grupo B, que detinha 8,74% do volume em 1983, passou a deter 12,17% deste em 1984. Os Grupos C, D e E obtiveram pequenos ganhos passando a negociar 6,54%, 3,87% e 2,47% respectivamente. Finalmente, os percentuais do volume dos Grupos F e G caíram ligeiramente, situando-se em 4,62% e 2,90%.

Todas estas mudanças nos níveis de concentração podem também ser observadas nas curvas acumuladas de concentração de volume financeiro apresentadas na Figura 5. A curva de 1984

FIGURA 4
CONCENTRACAO DE VOLUME - ACOES

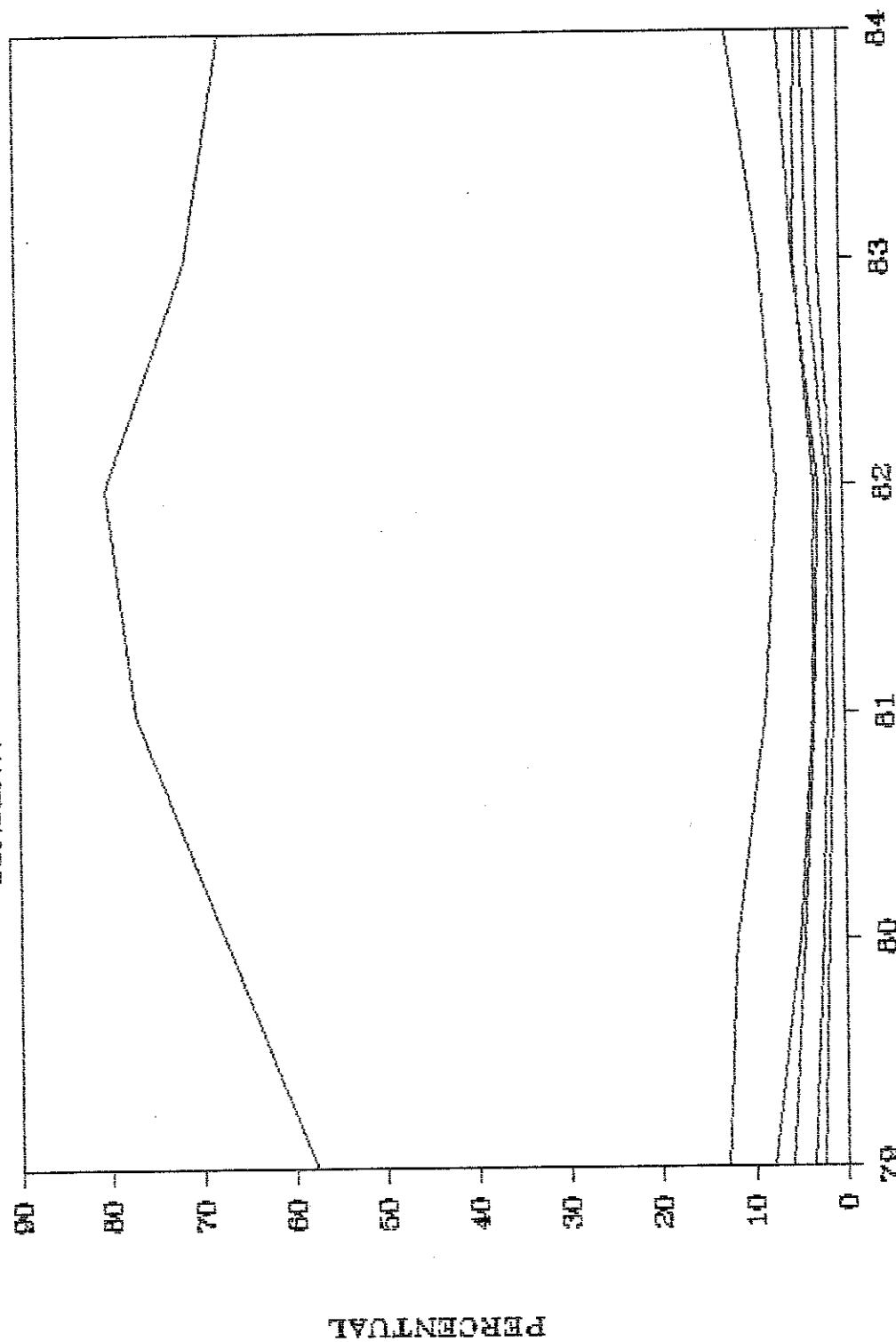
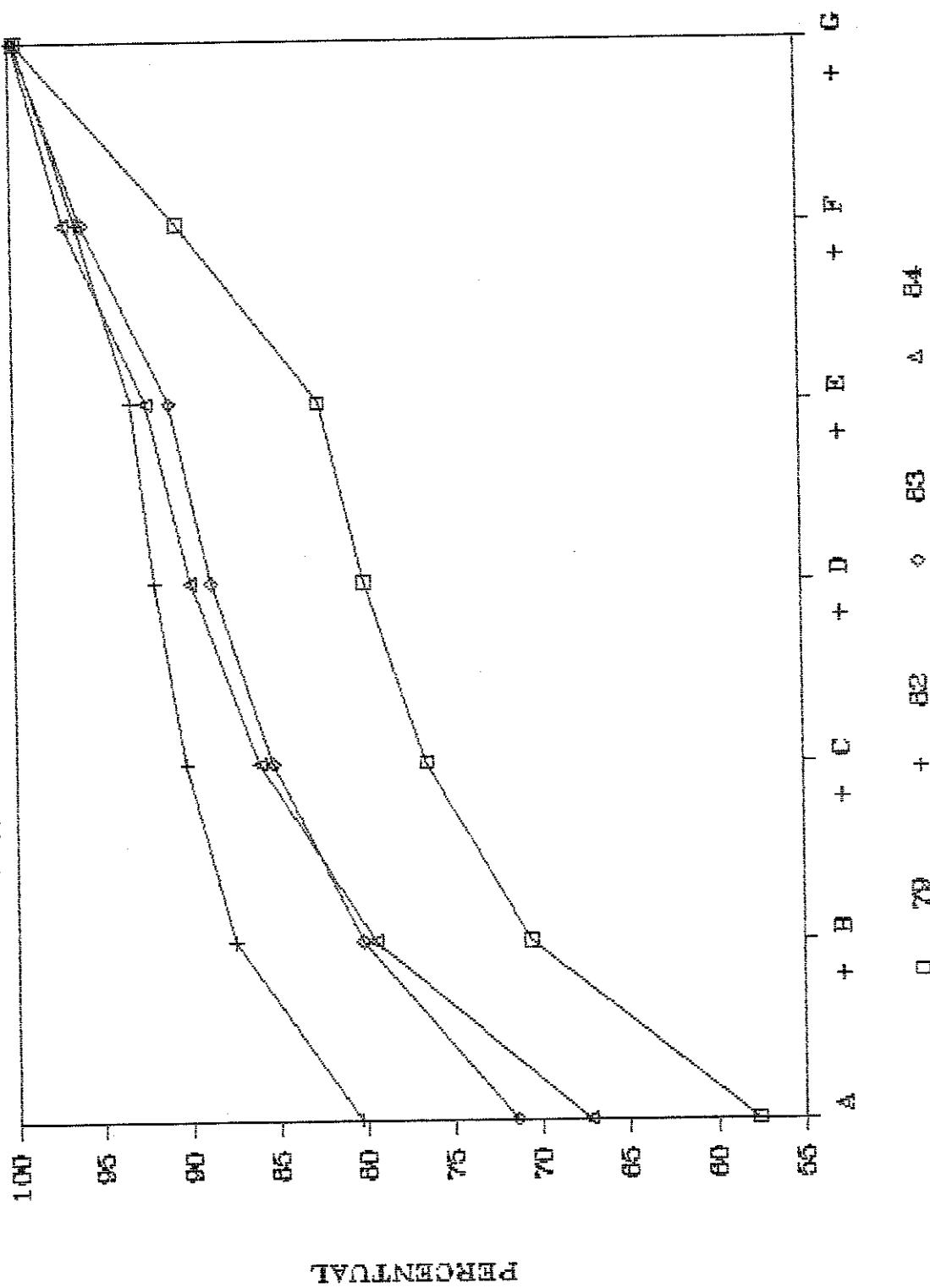


FIGURA 5
CONCENTRAÇÃO ACUMULADA DE VOLUME

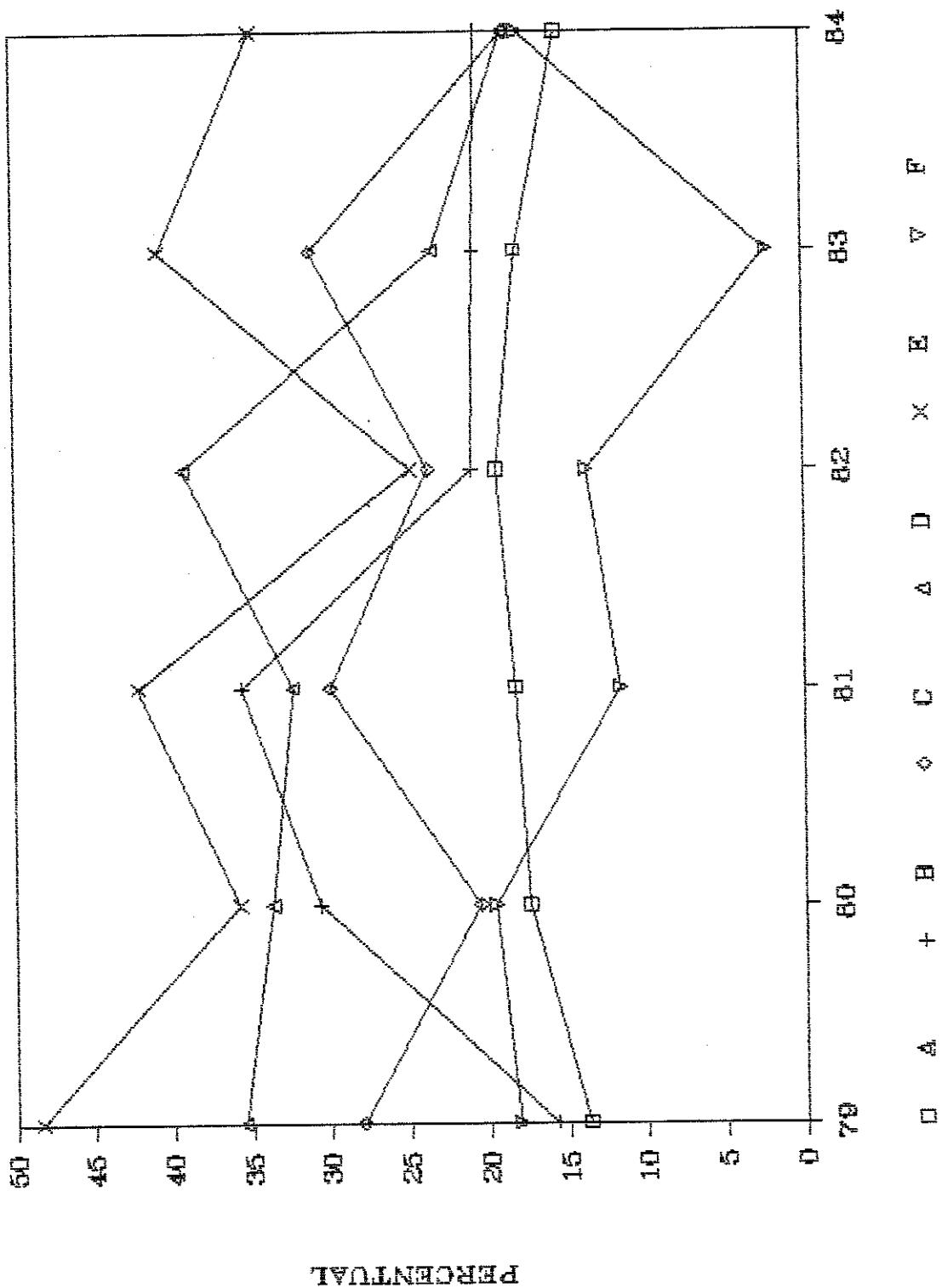


declinou em relação a de 1983, o que indica a menor concentração das "blue chips" do Grupo A. O nível de concentração inicial de 1984 só não é menor que o observado em 1979.

Examinou-se também o comportamento das negociações diretas, ou seja, negociações de compra e venda intermediadas pela mesma corretora. O volume de diretas como proporção do volume total elevou-se de 18,8% em 1983 para 19,7% em 1984, até julho. Para a análise de negócios diretos em ações, computou-se para cada ação em cada ano o percentual do volume em diretas em relação ao total de negócios da ação. Para cada grupo de ações em cada ano obteve-se então o percentual médio de volume financeiro direto negociado, que é apresentado na Figura 6. Para os principais grupos analisados, houve declínio das percentagens médias negociadas em diretas. O Grupo A, cujo percentual médio em diretas era de 18,13% em 1983, teve este reduzido para 15,40% em 1984. O percentual do Grupo B ficou praticamente estável, situando-se em 20,52%. Tiveram quedas substanciais em seus percentuais os Grupos C, D e E que passaram respectivamente para 18,66%, 18,83% e 34,73%. O único grupo que apresentou aumento significativo foi o F, cujo percentual passou de 2,19% em 1983, para 17,83% em 1984. Não se pode deixar de observar, que o Grupo A, que detém a maior parcela do volume de negócios, tem também a menor média de negócios diretos.

Em síntese, as principais características observadas sobre a distribuição dos negócios por ações no mercado à vista no último ano, até julho, foram:

FIGURA 6
% MÉDIO DO VOLUME DIRETO - AÇOES



- (i) As ações dos Grupos B e C aumentaram significativamente sua frequência de presença em pregões, para 92,01% e 92,22%, tornando-se quase tão frequentes quanto o Grupo A (94,51%).
- (ii) Continua em 1984 o processo de desconcentração iniciado em 1983, com as blue chips do Grupo A perdendo participação no total de negócios. Seu percentual do volume passa de 71,4% para 67,3%.
- (iii) A proporção de diretas no total negociado à vista elevou-se de 18,8% para 19,7%. Mas, de uma forma geral, os percentuais médios de diretas dos principais grupos se reduziram. A exceção foi o Grupo F, de 50 ações, que aumentou seu percentual médio em diretas de 2,19% para 17,83%.

IV - A DISTRIBUIÇÃO DOS NEGÓCIOS NO MERCADO DE CORRETORAS

Alguns dados sumários do mercado de corretoras no período 1973/JUL1984 são apresentados na Tabela 3. Pode-se observar que o número de corretoras ativas sofreu mais uma redução, passando de 72 em 1983 para 64 no período janeiro-julho de 1984. Todavia, o número de corretoras conglomeradas vem se mantendo estável. Em 1984, 17 delas estão operando no mercado.

Este trabalho examina as principais características do mercado de corretoras, destacando-se o subgrupo das corretoras conglomeradas, classificadas desta forma por sua associação a conglomerados financeiros integrados por bancos comerciais ou de investimento.

Para examinar o mercado de corretoras, utilizou-se também uma classificação por grupos. Os grupos analisados serão:

GRUPO A - 10 corretoras com maior volume de negócios,

GRUPO B - segundo grupo de 10 corretoras com maior volume de negócios,

GRUPO C - terceiro grupo de 10 corretoras com maior volume de negócios,

GRUPO D - quarto grupo de 10 corretoras com maior volume de negócios,

GRUPO E - quinto grupo de 10 corretoras com maior volume de negócios, e

GRUPO F - demais corretoras ativas não incluídas nos grupos anteriores.

TABELA 3

MERCADO A VISTA

CORRETORAS ATIVAS NA BVRJ
1973 a JUL/1984

ANOS	INDEPENDENTES	CONGLOMERADAS	TOTAL
1973	71	15	86
1974	68	15	83
1975	63	14	77
1976	60	12	72
1977	64	15	79
1978	62	14	76
1979	64	16	80
1980	60	15	75
1981	58	17	75
1982	61	17	78
1983	54	18	72
1984	47	17	64

Utilizando esta classificação, o trabalho prossegue para examinar os seguintes aspectos do mercado de corretoras:

- (i) a concentração e distribuição do volume financeiro de negócios
- (ii) a concentração e distribuição do volume financeiro em operações diretas e
- (iii) o percentual interno de negociações diretas das corretoras.

A proporção e participação de cada grupo no volume financeiro de negócios da BVRJ no período 1973/1984 é apresentado na Figura 7. Como pode ser visualizado na Figura, o movimento de desconcentração ocorrido em 1983, repete-se em 1984. O Grupo A, das 10 maiores corretoras teve sua parcela de mercado reduzida de 40,6% em 1983 para 35,95% em 1984. A exceção do Grupo E, cuja parcela ficou estável em 8,6%, os demais grupos aumentaram a sua participação no mercado. O Grupo que obteve maiores ganhos foi o B, que elevou sua parcela dos negócios de 18,44% em 1983 para 21,42% em 1984. Foram pequenos os ganhos dos Grupos C, D e F, em 1984, quando suas parcelas de mercado alcançaram 15,93%, 11,76% e 6,32%, respectivamente. Em resumo, o mercado de corretoras confirmou até julho de 1984 uma tendência a desconcentração iniciada em 1983.

A distribuição dos negócios em operações diretas foi a seguir analisada e os resultados obtidos para cada grupo são apresentados na Figura 8. O nível de concentração do mercado de diretas é bem mais elevado do que dos negócios em geral, com as

FIGURA 7
CONCENTRAÇÃO DE VOLVUME - CORRETOBAS

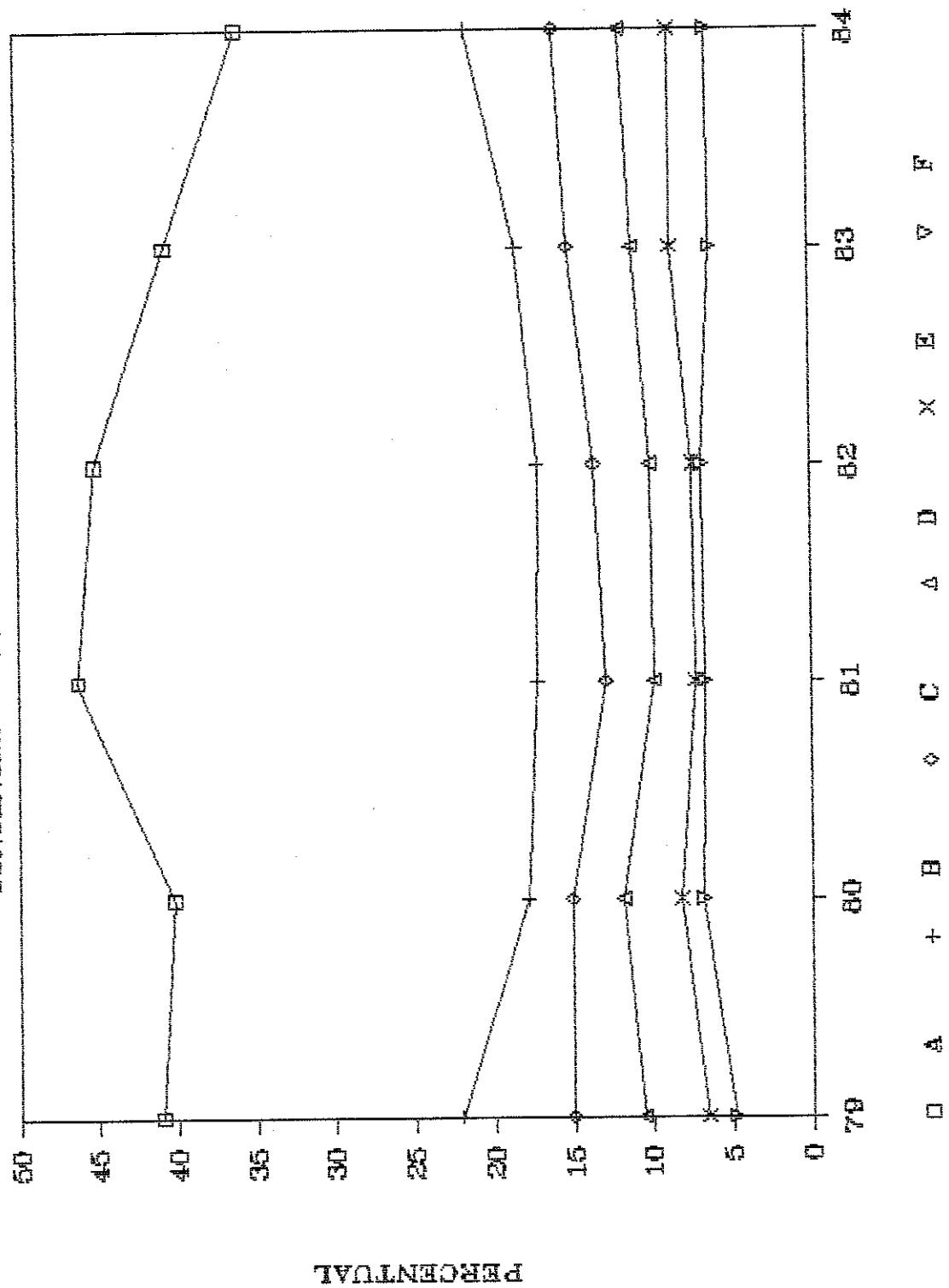


FIGURA 8
X DE VOLUME DIFERENTE - CORRETORES

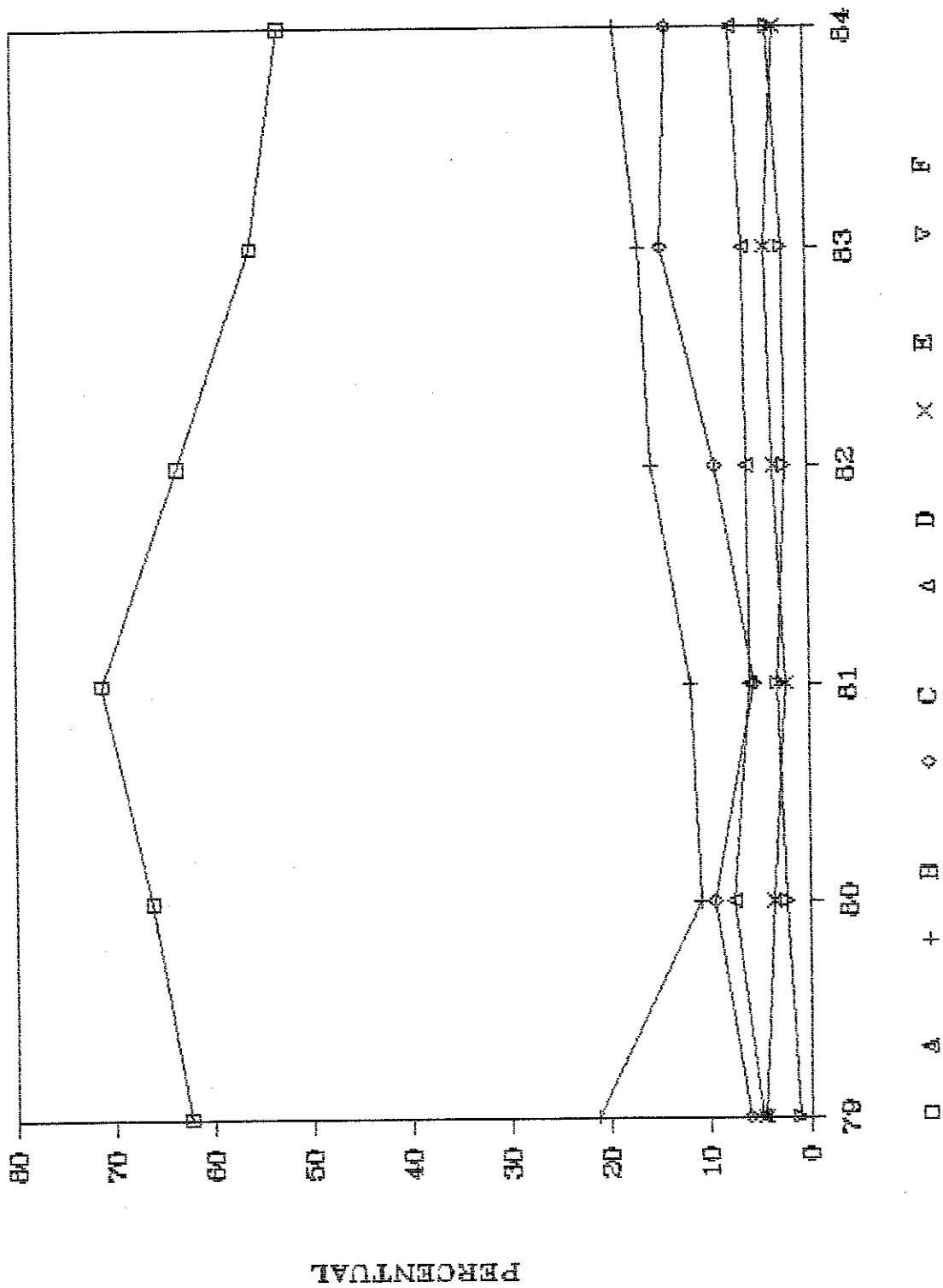


FIGURA 9
CONCENTRAÇÃO ACUMULADA DE VOLUME DIRETO

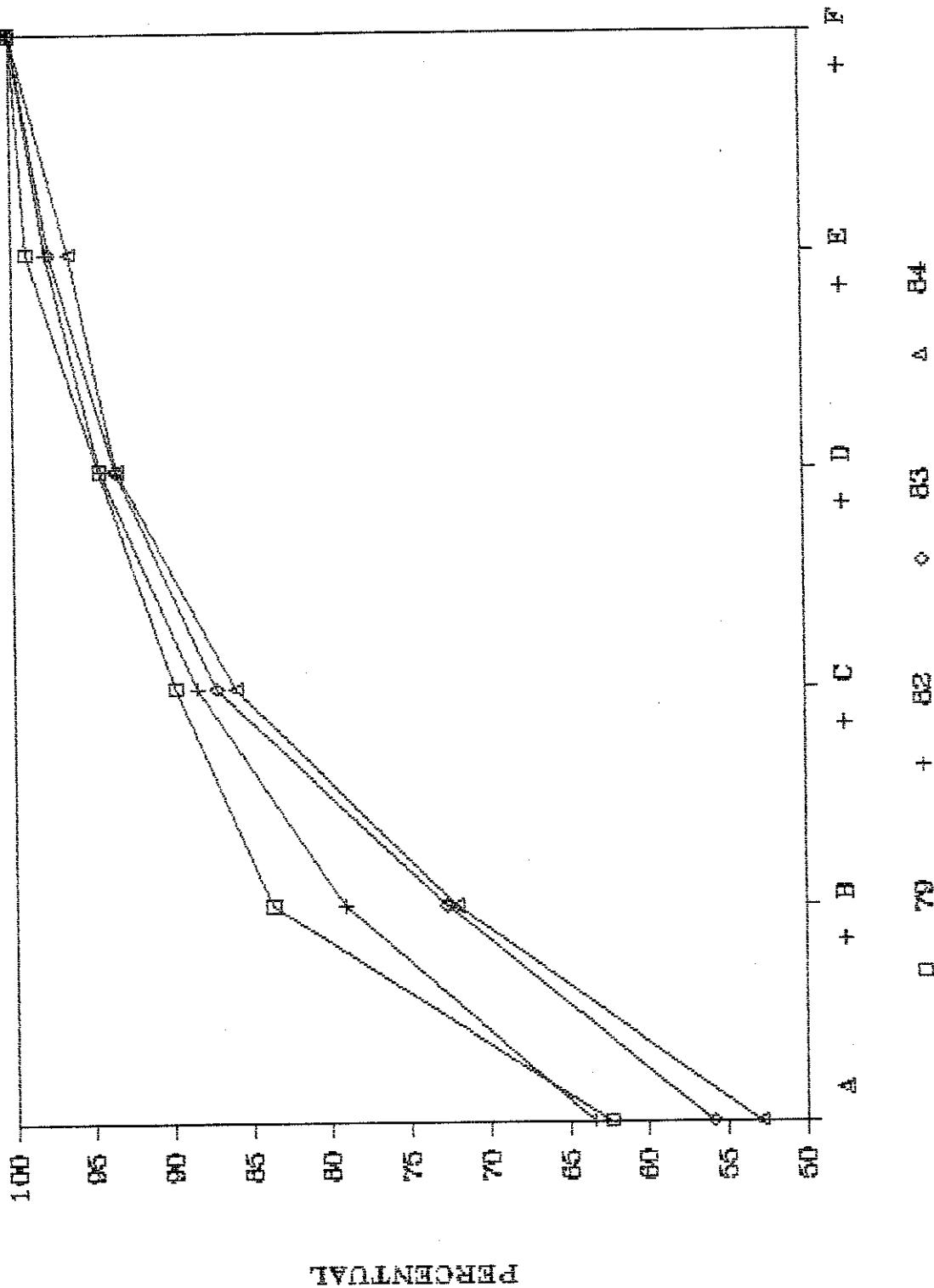
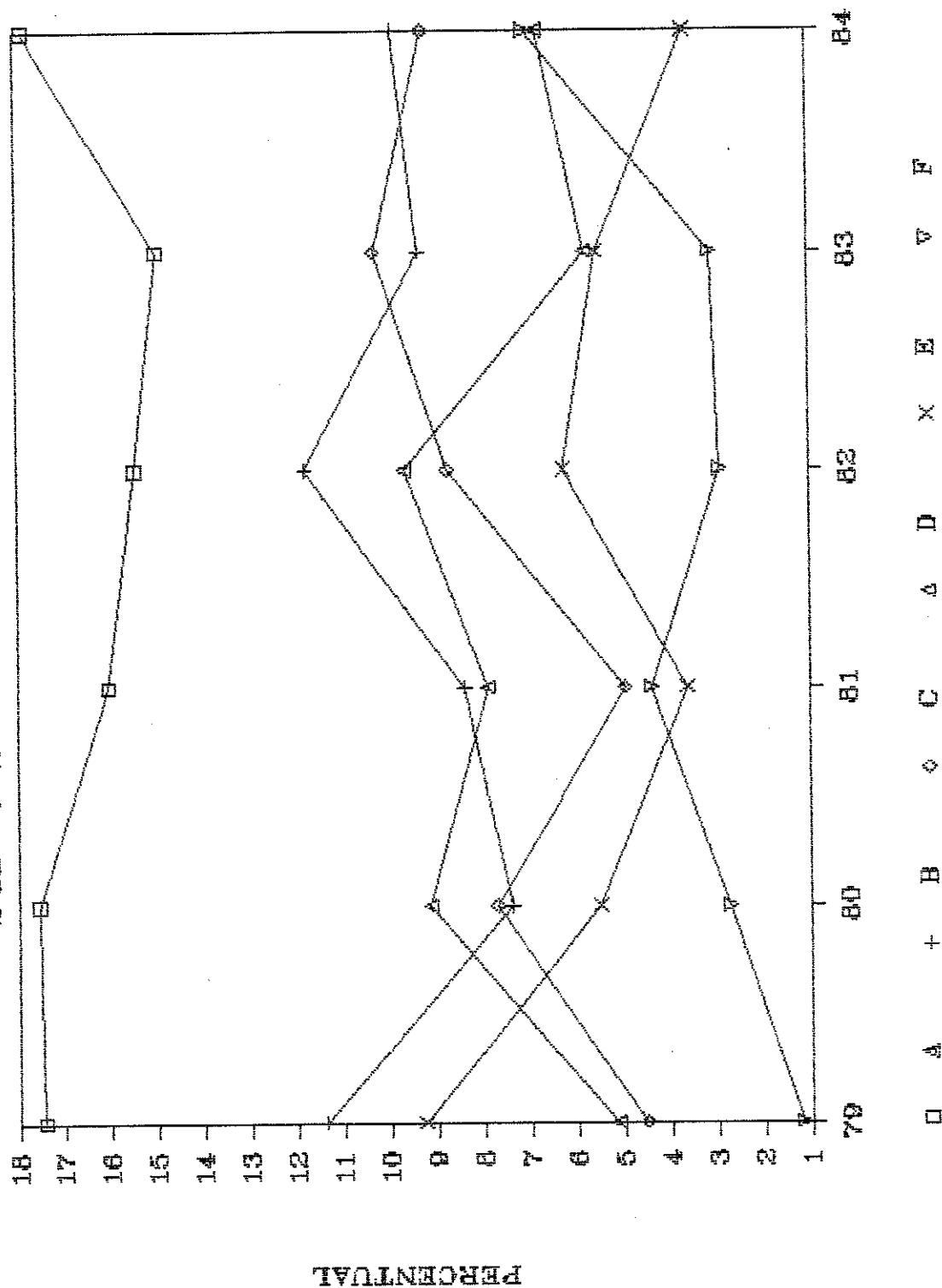


FIGURA 10

% DE VOLUME DIRETO INTERNO - CORRETORES



Grupos C e E reduziram ligeiramente seus percentuais internos que ficaram em 9,21% e 3,62%. O inverso ocorreu com as corretoras dos Grupos D e F cujos percentuais situaram-se em 6,76% e 7,04%, respectivamente. Este quadro no qual as maiores corretoras do Grupo A detém o maior percentual médio interno de negociações diretas sugere que continua existindo um esforço por parte deste grupo em desenvolver estes negócios.

A atuação de corretoras associadas a conglomerados financeiros foi também examinada. Como observado anteriormente, foram definidas como corretoras conglomeradas aquelas que têm associação com bancos comerciais ou de investimentos. A Tabela 4 apresenta o número de corretoras conglomeradas, bem como a sua distribuição pelos diversos grupos de corretoras. No último ano, o número de conglomeradas passou de 19 para 18. Dentre as 10 maiores corretoras do Grupo A, o número de conglomeradas passou de 7 para 6 em 1984. Apesar desta redução ainda é evidente o destaque destas corretoras no mercado à vista da BVRJ. No Grupo B, o número destas corretoras elevou-se de 2 para 3 enquanto que o Grupo C manteve-se com apenas 1. Os Grupos D e E tiveram em 1984 1 e 3 conglomeradas respectivamente.

A participação percentual de corretoras conglomeradas nos volumes financeiro total e de operações diretas bem como a sua participação na quantidade de ações negociadas são apresentadas na Figura 11. Como pode ser observado, as três curvas declinam em 1984. No volume total, a parcela destas corretoras reduziu-se de 40,82% em 1983 para 34,73% em 1984. O mesmo ocorreu com a sua parcela do volume direto, que passou de

TABELA 4

MERCADO A VISTA

CORRETORAS CONGLOMERADAS NA BVRJ - 1973 a JUL/1984

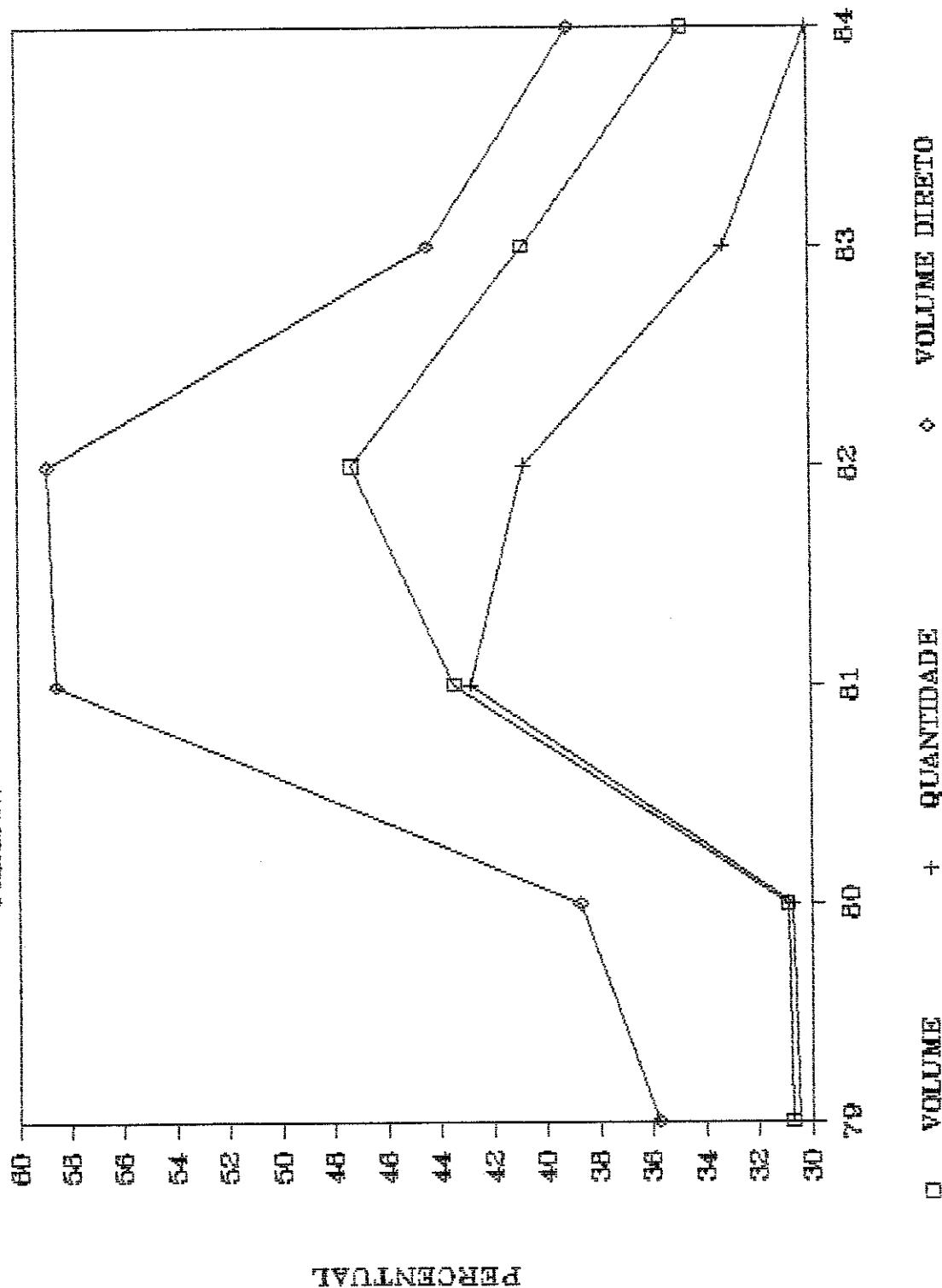
GRUPOS	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
A	1	1	2	0	1	2	4	4	7	7	7	6
B	2	3	2	3	3	3	3	2	2	1	2	3
C	1	1	2	2	4	3	3	2	1	3	1	1
D	2	4	1	5	3	3	1	3	1	4	3	1
E	3	2	5	0	1	2	2	1	3	8	2	3
SUBTOTAL	9	11	12	10	12	13	13	12	14	15	15	14
TOTAL	15	15	15	13	15	15	16	16	18	18	19	18

NOTAS: 1 - Uma corretora conglomerada esteve inativa no mercado a vista em 1975, 1976, 1978, 1980, 1981, 1982, 1983 e 1984.

2 - Uma corretora não foi incluída em 1982 pois passou a integrar um conglomerado apenas em nov/82.

3 - O ano de 1984 inclui os resultados até julho.

FIGURA 11
PARTICIPAÇÃO CORRETÓRAS CONGLOMERADAS



44,37% para 39,03%. Finalmente, a quantidade de títulos intermediada por estas corretoras caiu de 33,2% para 30,05%.

A participação percentual de corretoras conglomeradas no volume financeiro total e no volume financeiro direto, por grupos, foi analisada e é apresentada nas Figuras 12 e 13, respectivamente. Os resultados evidenciam que as maiores corretoras conglomeradas do Grupo A, sofreram redução de participação no último ano, como já havia ocorrido no ano anterior, tanto em termos de volume quanto de volume direto. No último ano, o percentual do volume das corretoras conglomeradas do Grupo A caiu de 29,8% para 21,2% enquanto que no mais atrativo mercado de operações diretas, este caiu de 36% para 28%. A proporção de mercado das conglomeradas dos demais grupos mantém-se muito reduzida, sendo ligeiramente maior no Grupo B, cujo percentual atingiu em 1984 a 5,9% do volume total e a 4,2% do volume direto. O percentual médio interno de volume direto das conglomeradas do Grupo A elevou-se em 1984 passando de 12,48% para 15,74%.

Em síntese, as principais características que merecem ser destacadas para o mercado de corretoras no último ano, até julho, são:

- (i) o nível de concentração do mercado de corretoras reduziu-se, com as 10 maiores corretoras do Grupo A perdendo parcela de mercado para os demais grupos.
- (ii) no mais atrativo mercado de negociações diretas, também existiu um movimento de desconcentração no último ano.

FIGURA 12
% DO VOLUME TOTAL DE CONGLOMERADAS

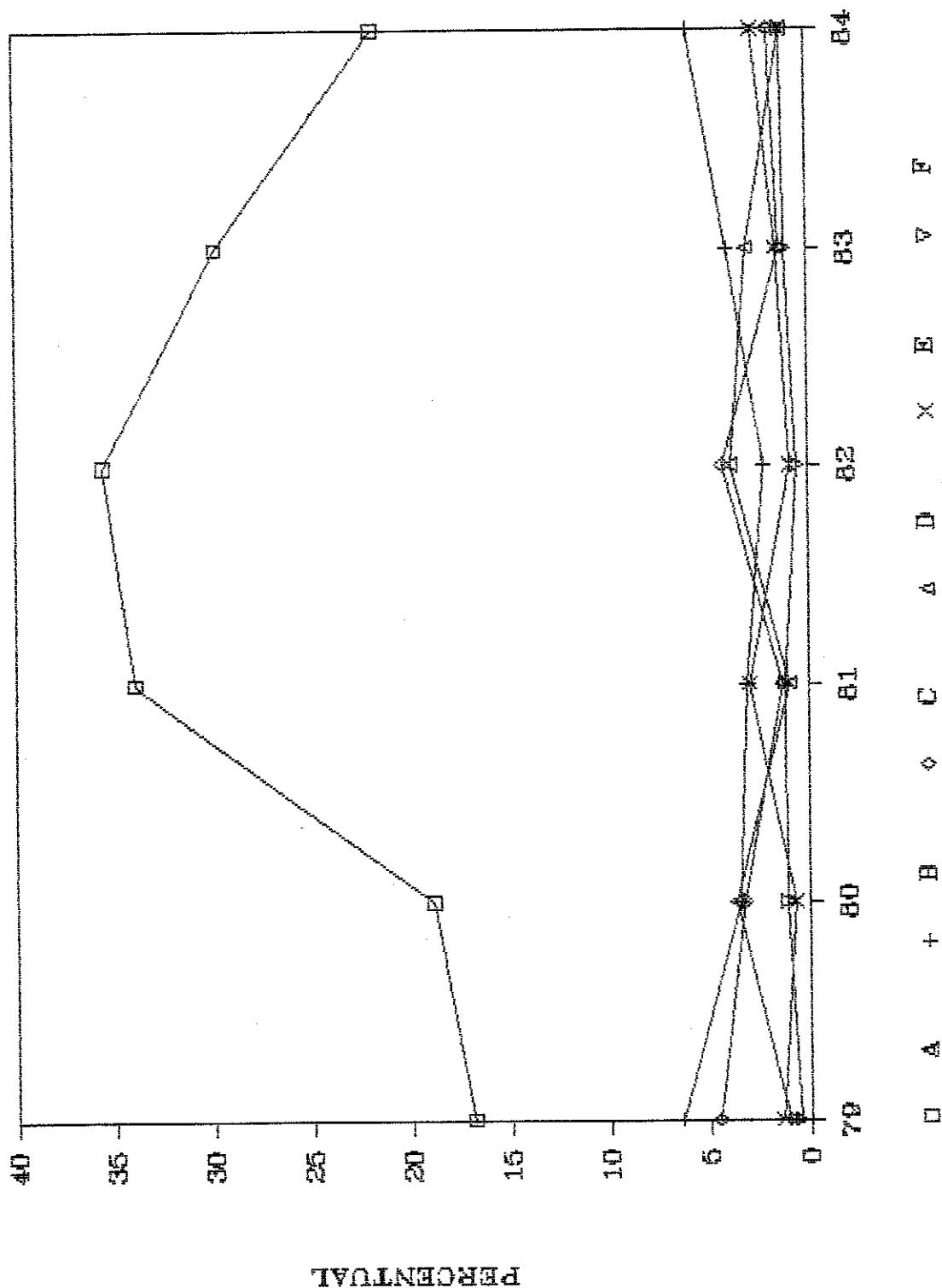
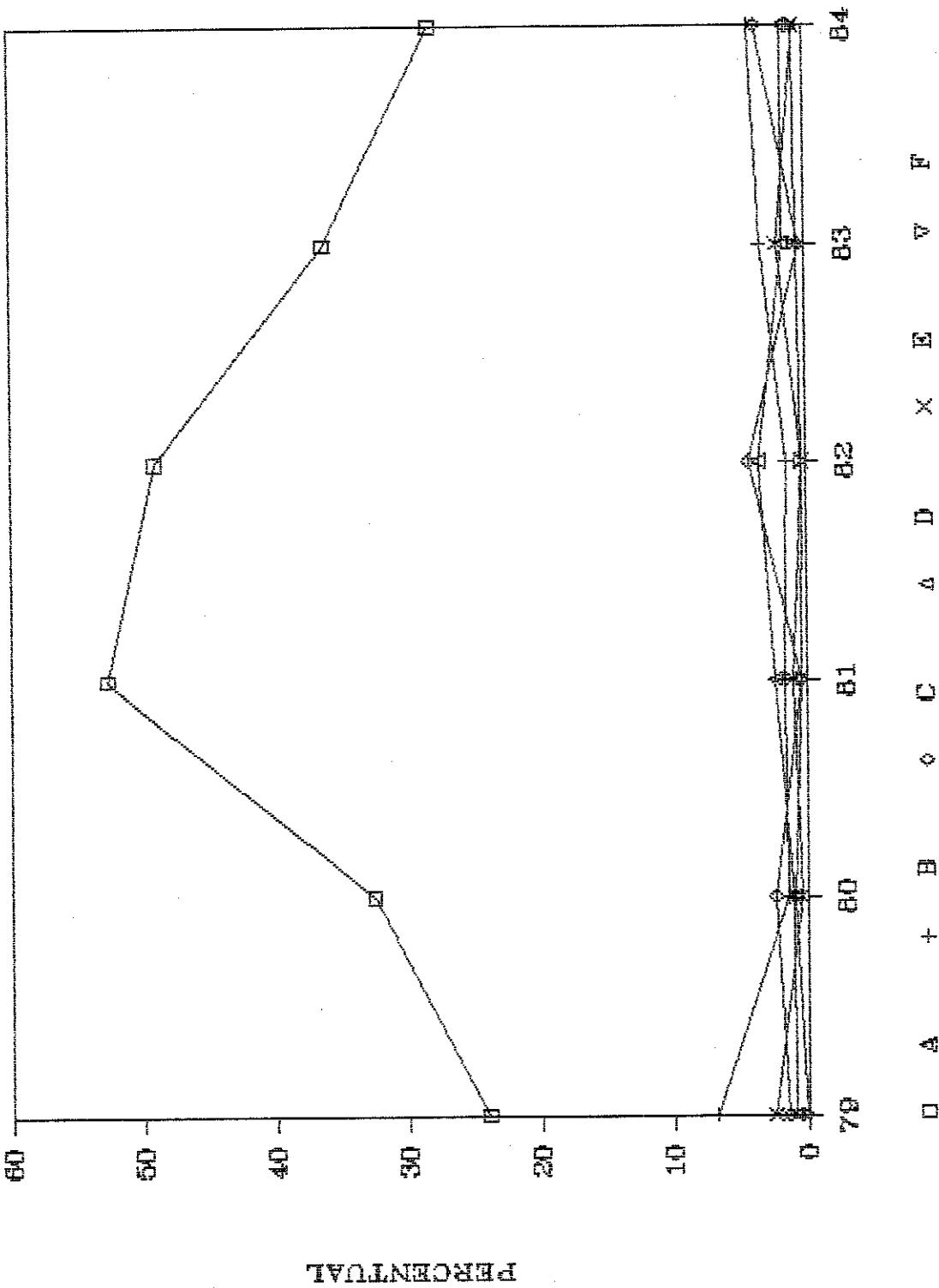


FIGURA 13
% DO VOLUME DIRETO DE CONGLOMERADAS



(iii) as maiores corretoras do Grupo A continuam a se destacar das demais corretoras, em particular apresentando os maiores percentuais internos de negociações diretas.

(iv) as corretoras conglomeradas, apesar de continuarem se destacando no mercado, perderam participação no mercado em 1984, tanto no volume total quanto em operações diretas.

interno de negociações diretas deste grupo elevou-se de 14,95% para 17,82%.

Com relação às corretoras conglomeradas, elas mantiveram a maioria (sete em 1983 e seis em 1984) no grupo das dez maiores corretoras. Elas têm grande destaque tanto nos negócios em geral como em operações diretas. Entretanto, em 1984 as conglomeradas continuaram perdendo participação no volume (40,82% para 34,73%), na quantidade (33,2% para 30,05%) e no volume direto (44,37% para 39,03%). O percentual interno de negociações diretas das conglomeradas do Grupo A elevou-se de 12,48% em 1983 para 15,74% em 1984.