

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 46

"A EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO  
DE CAPITAIS E SUAS IMPLICAÇÕES  
PARA DECISÕES ESTRATÉGICAS  
E REGULATÓRIAS

Ney Roberto Ottoni de Brito  
e  
José Célio Felício de Menezes\*

Outubro de 1980

\* Coordenador da Área de Economia e Finanças do Mestrado em Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro e Analista do Banco do Nordeste do Brasil S/A., respectivamente. Os autores agradecem o suporte do Banco do Nordeste do Brasil S/A., da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP).

## I. INTRODUÇÃO

Este trabalho discute a evolução do mercado à vista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro(BVRJ)no recente período de 1973 a 1979. Após discutir brevemente os aspectos gerais de evolução histórica da BVRJ o trabalho prossegue para examinar o mercado à vista de ações e o mercado de corretoras.

A análise do mercado à vista examina para diversos grupos de ações a distribuição dos negócios, a proporção de negócios em operações diretas e a frequência de presença em pregões. A análise do mercado de corretoras estuda diversos grupos de corretoras considerando a distribuição dos negócios, a distribuição dos negócios em operações diretas e o percentual interno em negócios diretos. Os estudos procuram também examinar com maior detalhe o comportamento das negociações de ações estatais e de corretoras associadas a conglomerados.

Os resultados observados trazem implicações para o planejamento estratégico de corretoras e para decisões de estrutura de regulação. Estas implicações são discutidas no final do trabalho.

## II. ASPECTOS DA EVOLUÇÃO HISTÓRICA

As Bolsas de Valores foram organizadas no Brasil no final do século XIX. Em 1876 era fundada a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e em 1895 foi fundada a Bolsa Oficial de Títulos de São Paulo<sup>1</sup>. Os sistemas organizacionais e operacionais das Bolsas de Valores só viriam a ser regulamentados com o De creto-Lei 354 de 16 de dezembro de 1895. Foram então designados quarenta corretores de fundos públicos nomeados através de portaria do Ministério da Fazenda da República. O cargo de corretor de fundos públicos era hereditário e es ta hereditariedade só veio a ser extinta com a Lei do Mercado de Capitais de julho de 1965. Posteriormente, a Resolução nº 39 de outubro de 1966 do Banco Central disciplinou a constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores e corretoras no território nacional.

No período de corretores hereditários de fundos públicos vários ti pos de papéis e títulos públicos e privados além de ações eram negociados nas Bolsas de Valores. As ações representavam uma parcela relativamente pequena do total de negociações nas principais Bolsas. A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) negociava uma maior parcela de ações e a Bolsa de Valores de São Paulo negociava uma maior parcela de títulos de dívida pública. A Tabela 1 apresenta a distribuição de negócios por papéis no período 1961/1965. O vo lume de negócios em ações não chegou a atingir 32% do movimento total em quanto dos cinco anos e apenas em 1963 elevou-se a 45,7%.

O início da década de 60 não caracterizou-se por um mercado acionário ativo. Nesta década a política econômica a partir de 1964 foi austera ob jetivando conter a inflação acelerada dos anos anteriores. As restritivas po líticas monetária e fiscal dificultaram a condução da atividade empresarial e

TABELA 1  
 COMPOSIÇÃO DOS NEGÓCIOS NAS BOLSAS DE VALORES  
 DO RIO DE JANEIRO E DE SÃO PAULO - EM %

ESPÉCIE DO TÍTULO	ANOS				
	1961	1962	1963	1964	1965
.Tít.Div.Púb.Federal	3,2	2,7	1,4	0,7	0,2
.Letras do T.Nacion.	-	-	8,1	0,9 <sup>(*)</sup>	4,5 <sup>(*)</sup>
.Tít.Div.Púb.Est.Mun.	6,3	2,8	2,4	7,1	1,8
.Letras do B.Brasil	<u>36,5</u>	<u>19,4</u>	<u>3,6</u>	<u>36,0</u>	<u>13,8</u>
<b><u>TOTAL TÍT.PUBLICOS</u></b>	<b><u>46,0</u></b>	<b><u>24,9</u></b>	<b><u>15,5</u></b>	<b><u>38,7</u></b>	<b><u>20,3</u></b>
.Letras de Câmbio	24,2	43,3	38,4	38,3	53,5
.Debêntures	0,2	0,7	0,4	0,5	2,5
<b>.Ações</b>	<b><u>29,6</u></b>	<b><u>31,1</u></b>	<b><u>45,7</u></b>	<b><u>22,5</u></b>	<b><u>23,7</u></b>
<b><u>TOTAL TÍT.PRIVADOS</u></b>	<b><u>54,0</u></b>	<b><u>75,1</u></b>	<b><u>84,5</u></b>	<b><u>61,3</u></b>	<b><u>79,7</u></b>
<b>TOTAL GERAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

FONTE: Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

NOTA: (\*) Inclui Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional.

o número de falências e concordatas elevou-se de forma significativa<sup>2</sup>. As empresas que sobreviveram ao difícil período 1964/67 entraram em 1968 descapitalizadas e em uma conjuntura ainda de crédito restritivo. O interesse pela capitalização acionária era evidente e simultaneamente o mercado acionário começou a mostrar sinais de recuperação e vitalidade. No período 1968/71 ele experimentou um rápido crescimento em volume de negócios e nível de preços. Foi o conhecido "boom" do mercado que estendeu-se até meados de 1971.

Em meados de 1971 o mercado iniciou um processo de acentuada queda em cotações. Este processo estendeu-se por parte de 1972 e parece razoável assumir que o mercado superou os efeitos anormais do "boom" e da queda em 1973 entrando em novo patamar de equilíbrio. Este trabalho examinará o comportamento do mercado acionário a vista da BVRJ no período 1973/79.

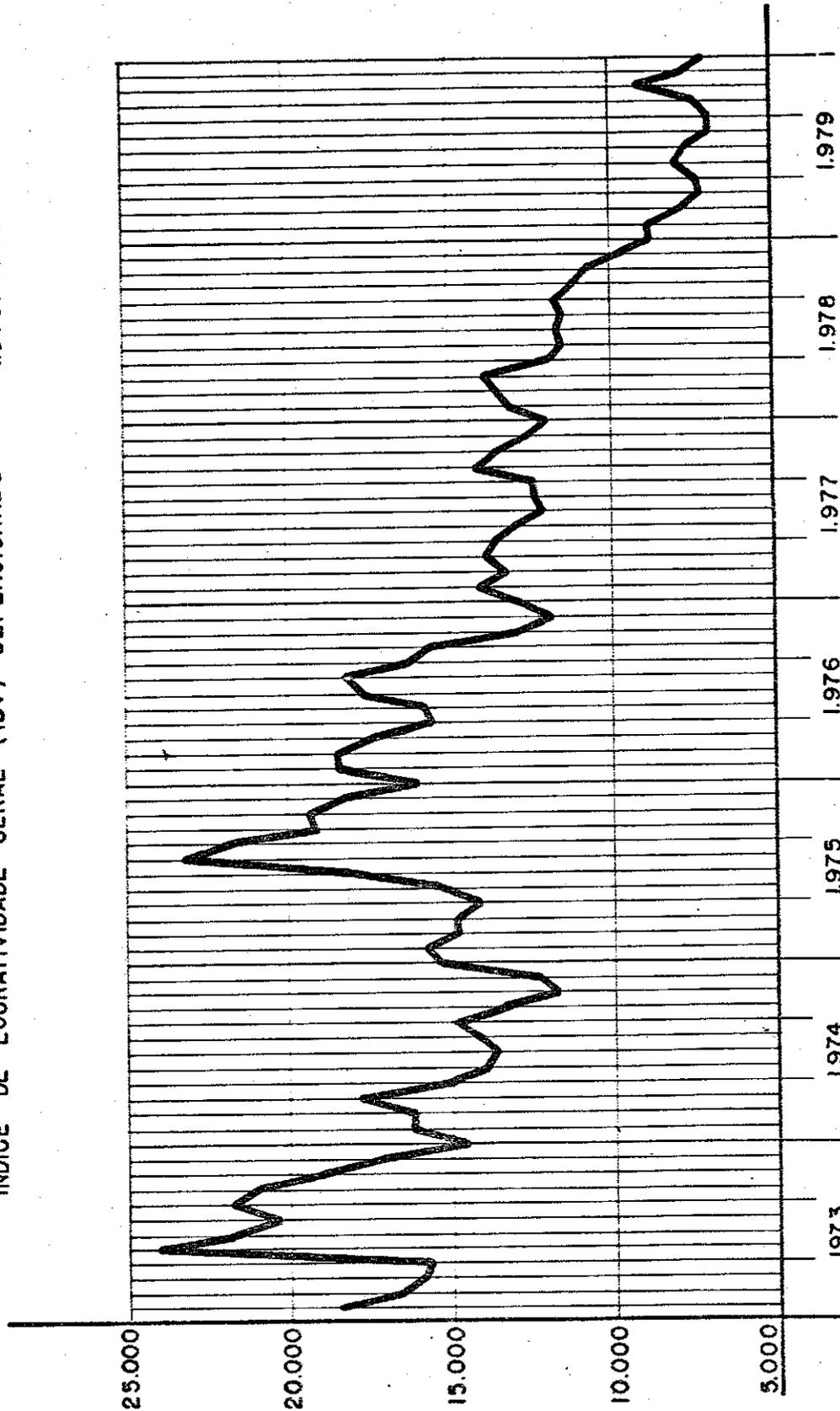
### III. CARACTERÍSTICAS GERAIS DO MERCADO A VISTA

No período 1973-79 o mercado a vista da BVRJ sofreu consideráveis pressões. No aspecto de nível de preços de ações tradicionais existiu uma tendência de queda em termos reais. Esta tendência é evidenciada na figura 1 que apresenta o comportamento do Índice da Bolsa de Valores (IBV) deflacionado. Com exceção da subida observada em 1975 a tendência geral foi claramente baixista.<sup>3</sup>

Grande parte das dificuldades encontradas pelo mercado no período de vem ser atribuídas <sup>a</sup> ao fluxo de fundos de investidores. Alguns aspectos relevantes deste fluxo aparecem na Tabela 2 que apresenta os volumes financeiros de negociações, de subscrições em dinheiro e de aplicações em títulos de renda fixa bem como diversos percentuais relevantes. Os resultados indicam que as negociações em Bolsa vêm representando um percentual decrescente do volume de aplicações em renda fixa. Este percentual<sup>4</sup> caiu de 24,9% em 1972 para 7,3% em 1979. Os resultados também indicam que o volume de subscrições em dinheiro vem representando um significativo percentual relativo ao volume total de negociações na BVRJ. Mais ainda, a proporção de subscrições em dinheiro canalizada para empresas estatais foi sempre significativa tendo chegado a 80,1% em 1977<sup>5</sup>. O conjunto de resultados aponta para duas das principais dificuldades encontradas pelo mercado no período: a expansão do mercado de títulos de crédito e a captação e influência direta das empresas estatais. Estes aspectos são discutidos em maior detalhe em recente trabalho da BVRJ [1].

Uma melhor percepção das dificuldades encontradas pelo mercado acionário pode ser obtida observando-se o comportamento do volume financeiro negociado no mercado à vista, apresentado na figura 2, e o comportamento da quantidade de ações negociadas, apresentada na figura 3. A figura 2 mostra que o volume financeiro real e em moeda constante esteve sujeito a uma tendência ligei

FIGURA Nº 1  
ÍNDICE DE LUCRATIVIDADE GERAL (IBV) DEFLACIONADO — 1.973/1.979 (\*)



(\*) NOTA = DEFLATOR IMPLÍCITO: IPA - DI — BASE: DEZEMBRO DE 1.979

TABELA 2

VOLUME NEGOCIADO, SUBSCRIÇÃO EM DINHEIRO NA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO E APLICAÇÕES EM TÍTULOS DE RENDA FIXA NO PERÍODO DE 1972 A 1979 - VALORES EM CR\$ 10<sup>6</sup> DE 1973(\*)

ANOS	VOLUME FINANCEIRO <sup>(1)</sup>		SUBSCRIÇÕES <sup>(2)</sup>		APLICAÇÕES			PERCENTUAIS			
	VISTA (a)	% (vista) (b)	TOTAL (total) (c)	% (total) (d)	ESTAT. (e)	TOTAL (f)	(e) <sup>(3)</sup>	a/b	d/b	b/e	c/d
1972	7.113		8.891			4.232	35.636	80,0	47,6	24,9	36,8
1973	6.154	-13,5	6.910	-22,3	1.868	3.208	44.228	89,1	46,4	15,6	22,9
1974	4.408	-28,4	4.991	-27,8	5.571	7.080	33.816	88,3	141,9	14,8	35,7
1975	7.872	+78,6	9.476	+89,8	2.908	4.575	72.367	83,1	48,3	13,1	19,4
1976	5.755	-26,9	7.219	-23,8	3.674	4.934	63.857	79,7	68,4	11,3	19,0
1977	5.730	- 0,4	7.080	- 1,9	4.814	6.010	73.180	80,9	84,9	9,7	17,9
1978	5.236	- 8,6	6.461	- 8,7	3.147	4.753	85.574	81,0	73,6	7,6	13,1
1979	3.947	-24,6	6.455	- 0,1			88.522	61,1		7,3	

FONTES: BVRJ e Banco Central do Brasil.

(\*) Deflator Implícito: IPA - DI.

(1) O mercado futuro iniciou apenas em 1979. Até 1978 só existiam operações à vista e a termo.

(2) Compreende as empresas registradas na BVRJ em 31 de Dezembro de cada ano. Dados não disponíveis em 1972 e 1979.

(3) Fluxo = Depósitos de Poupanças + Depósitos a Prazo Fixo + Aceites Cambiais + Letras Imobiliárias + Títulos da Dívida Pública. Abrange todo o Sistema Financeiro Nacional.

FIGURA Nº 2  
VOLUME FINANCEIRO NEGOCIADO - AÇÕES

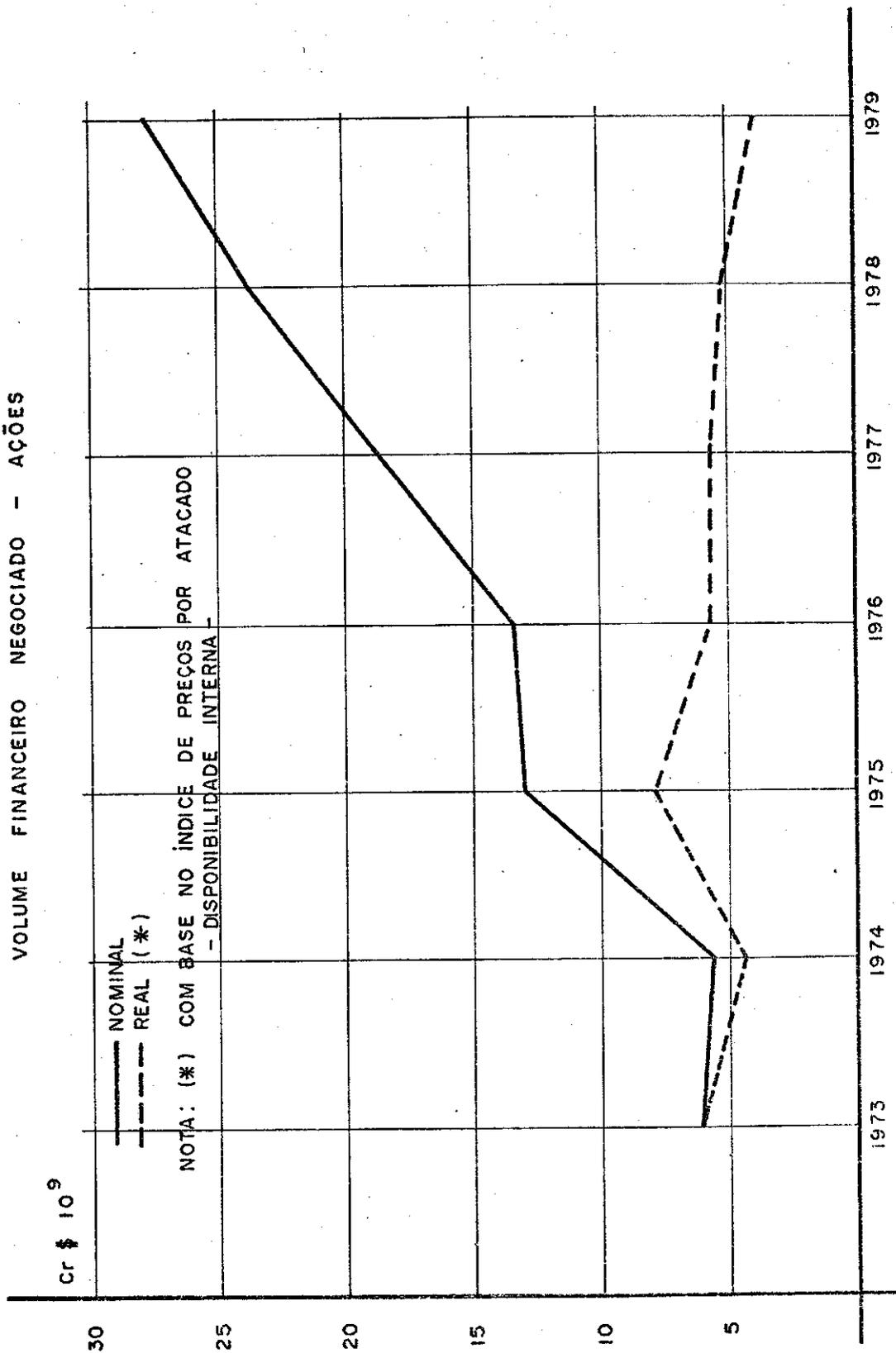
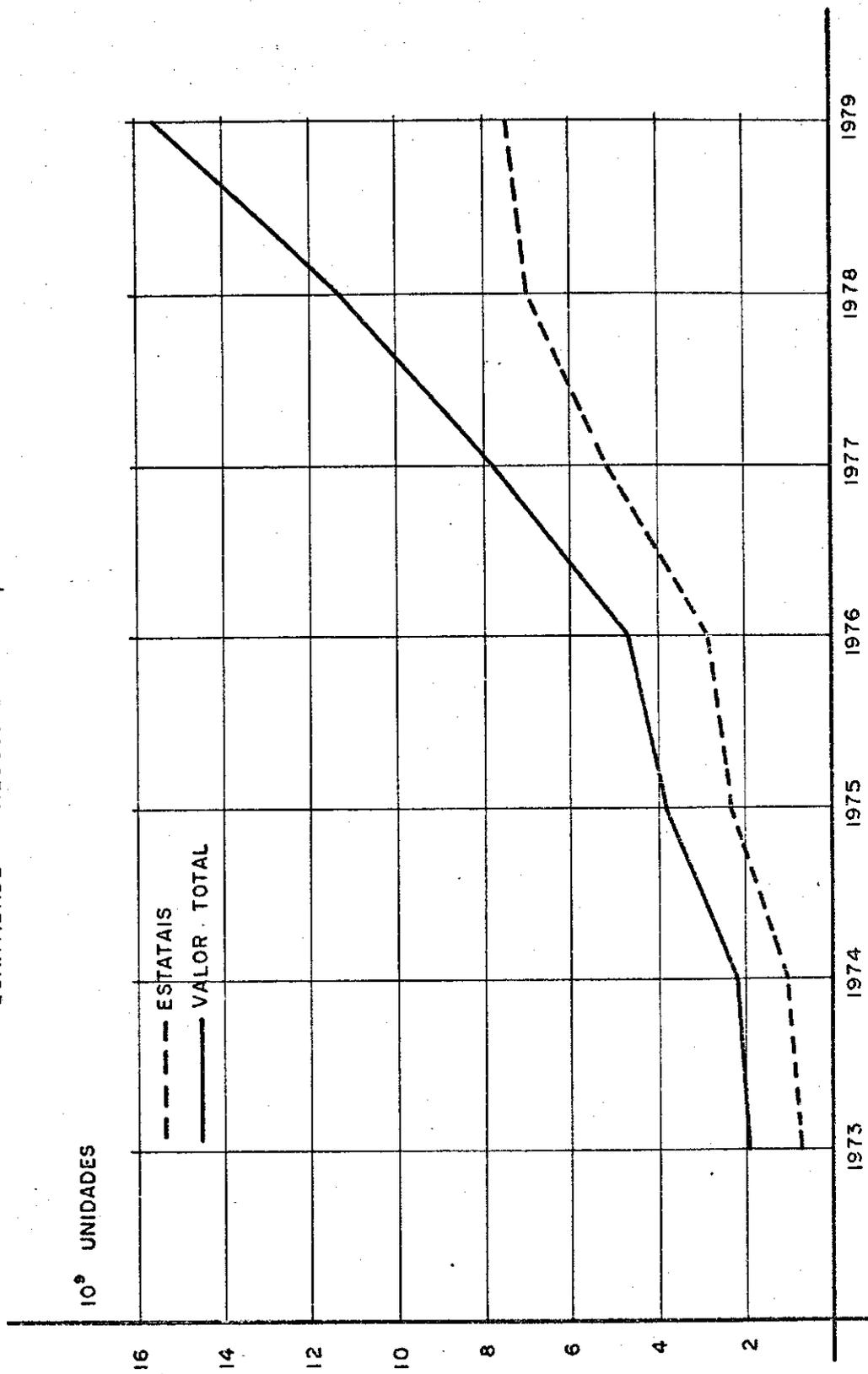


FIGURA Nº 3  
QUANTIDADE NEGOCIADA — AÇÕES



ramente decrescente no período<sup>6</sup>. Em contraste, a figura 3 indica que a quantidade negociada de ações experimentou um substancial crescimento no período. Esta conjuntura coloca uma considerável pressão para a intermediação financeira no setor bursátil. Não surpreendentemente o número de corretoras ativas no mercado reduziu-se de 86 em 1973 para 79 em 1979.

Esta pressão por eficiência produziu uma certa depuração no mercado de corretoras e na própria BVRJ. A operação do mercado teria sido completamente inviável sem a introdução de sistemas computacionais e de informações por terminais. A melhoria significativa dos sistemas operacionais da BVRJ foi e é um dos aspectos mais fundamentais para o desenvolvimento de nosso mercado acionário.

Finalmente, cabe destacar-se que o mercado futuro da BVRJ foi criado em princípios de 1979 e sua influência sobre o mercado a vista já fez-se sentir neste ano. Observe na Tabela 2 que o mercado a vista representou apenas 61,1% das negociações totais da BVRJ em 1979 ? Nos anos anteriores este percentual era superior a 80% tendo chegado a 89% em 1973. Esta queda de participação do mercado a vista deve ser atribuída à introdução do mercado futuro.

#### IV. O MERCADO À VISTA DE AÇÕES

No período 1973-79 o número de ações negociadas no mercado à vista da BVRJ evoluiu de 388 para 832. Uma análise que cobrisse todos os títulos negociados seria trabalhosa e de relevância questionável devido à concentração dos negócios em poucos papéis. Brito e Menezes [3] prosseguem então para analisar em detalhe as características das negociações apenas das 100 ações que apresentaram maior volume em cada ano. A Tabela 3 apresenta, para cada ano, o número de ações negociadas, o número de pregões e a proporção do volume negociado que concentrou-se na amostra de 100 ações analisadas. Esta amostra sempre representou mais de 90% do volume de negócios.

Com base nos resultados de Brito e Menezes [3] este trabalho prossegue para examinar

- (i) a frequência de presença das ações em pregão,
- (ii) a concentração e distribuição dos negócios entre as diversas ações,
- (iii) a evolução e proporção de negociações diretas no mercado e
- (iv) a participação de ações de empresas estatais no mercado.

A análise evolui considerando seis grupos de ações ordenados por volume de negociações no ano. Os grupos foram:

GRUPO A - compreende as 10 ações mais negociadas no ano,

GRUPO B - compreende o segundo grupo de 10 ações mais negociadas,

GRUPO C - compreende o terceiro grupo de 10 ações mais negociadas,

GRUPO D - compreende o quarto grupo de 10 ações mais negociadas,

TABELA 3

## TÍTULOS E PREGÕES NA BVRJ

1973-1979

ANOS	NºAÇÕES NE- GOCIADAS	Nº PREGÕES	VOL.FINANCEIRO DA AMOSTRA(%)
1973	388	246	98,30
1974	423	248	98,78
1975	333	247	99,54
1976	393	246	99,42
1977	474	248	98,69
1978	626	246	96,40
1979	832	247	90,46

GRUPO E - compreende o quinto grupo de 10 ações mais negociadas e

GRUPO F - compreende todas as demais ações negociadas na BVRJ.

Para cada ação em cada ano computou-se sua frequência de participação nos pregões<sup>8</sup> e para cada grupo de ações em cada ano computou-se a frequência média de participação nos pregões. A frequência média de cada grupo em cada ano é apresentada na figura 4. O grupo A teve uma ligeira queda de participação em 1974/75 mas recuperou-se em 1976 e vem mantendo uma participação quase igual a 100%<sup>9</sup>. O grupo B mostrou um comportamento errático: ele vinha mantendo uma participação próxima de 100% até 1975, teve uma ligeira queda em 1976 e veio oscilando nos demais anos. Entretanto, a tendência geral é de queda desde 1975. O grupo C cresceu de participação até 1975 e de lá para cá vem caindo constantemente. O grupo D veio caindo até 1975, recuperou-se em 1976 e 1977 e depois caiu em 1978-79. O grupo E teve comportamento semelhante iniciando um processo de queda em 1977. A tendência geral é de manutenção de elevada participação das "blue chips" do grupo A e queda da presença das demais ações em pregão.

Cabe agora prosseguir para examinar a concentração do mercado. Para cada grupo de ações em cada ano computou-se a fração do volume financeiro negociado representado pelas ações do grupo. A distribuição dos negócios por grupo para cada ano é apresentada na figura 5. Os resultados indicam que até 1975 o mercado era crescentemente concentrado. O grupo A das "blue chips" elevou sua participação a 87,05% em 1975 e isto representava uma altíssima concentração de mercado. Até 1975 todos os demais grupos tiveram perdas de participação no volume, isto é, os ganhos do grupo A obtidos através da redução da participação de todos os demais grupos. A situação era bastante delicada. Em 1976 a situação se manteve estável e nos mesmos níveis de 1975 mas o processo

FIGURA Nº 4  
FREQUÊNCIA MÉDIA PERCENTUAL EM PREGÕES

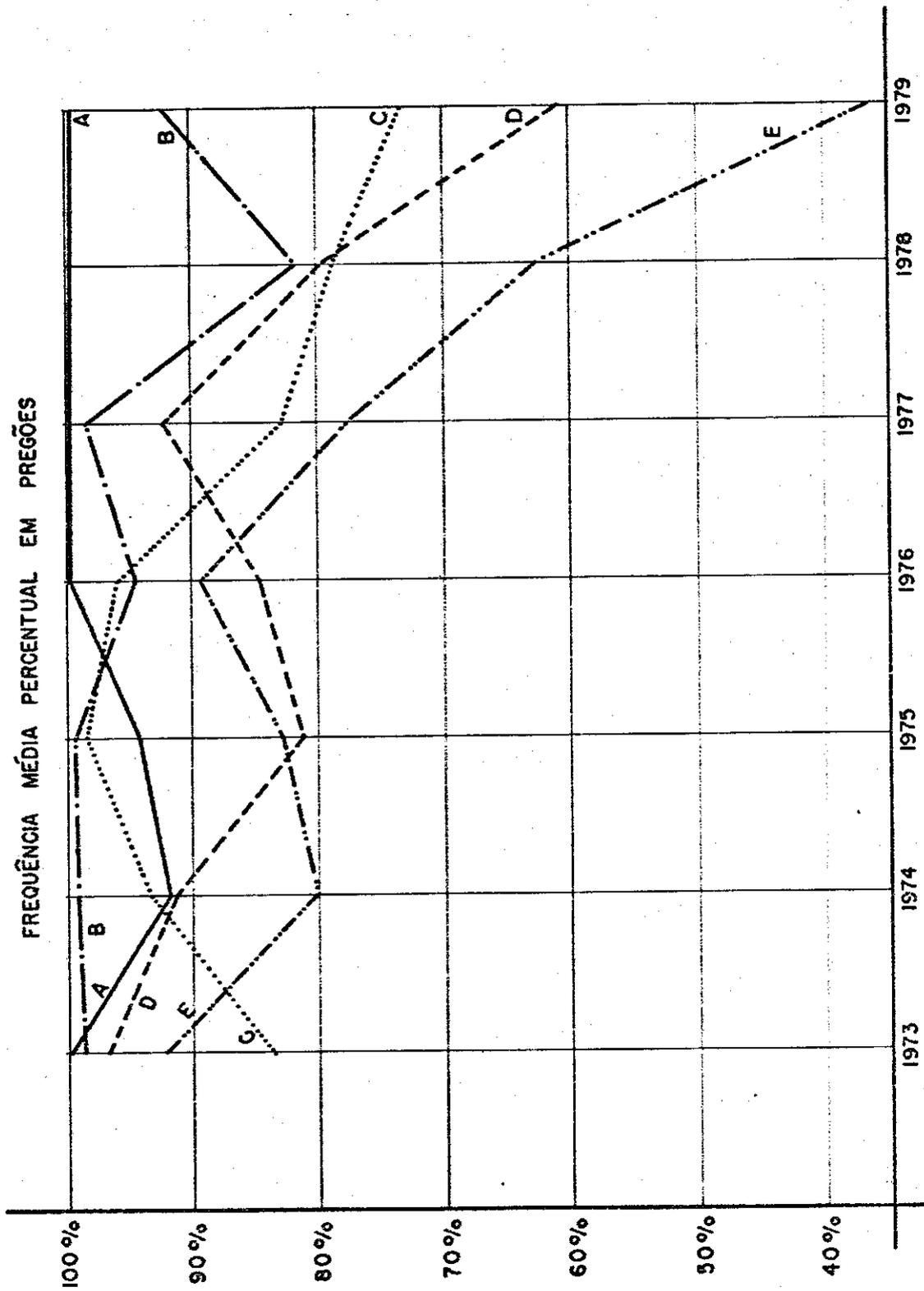
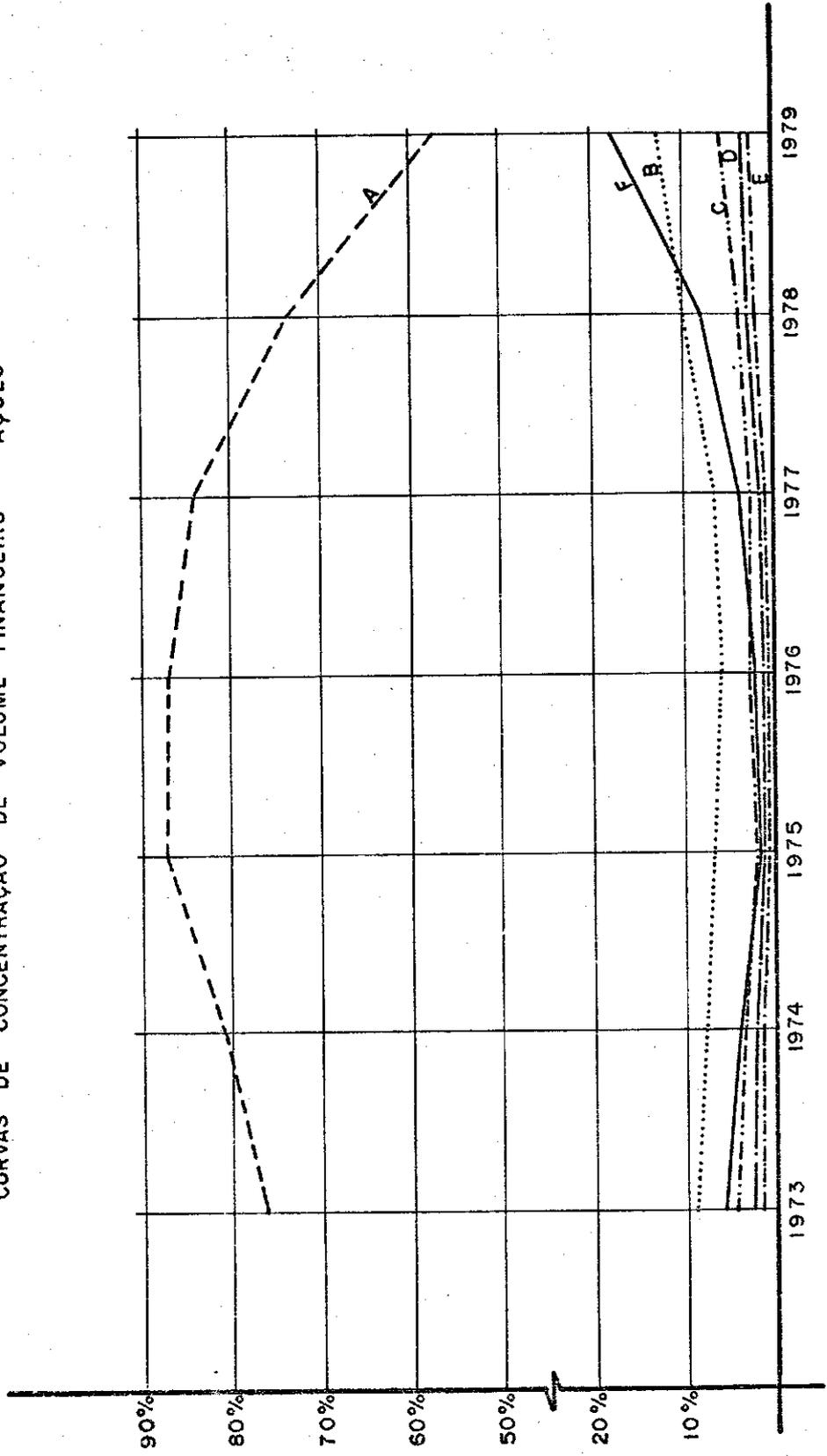


FIGURA Nº 5  
CURVAS DE CONCENTRAÇÃO DE VOLUME FINANCEIRO - AÇÕES



começou a reverter-se em 1977. De lá até 1979 as "blue chips" perderam parcelas crescentes de mercado e todos os demais grupos ganharam parcelas de mercado. Cabe observar-se o comportamento do grupo F integrado pelas ações não incluídas na lista das 50 mais negociadas. Este grupo vem aumentando sua participação de uma forma bastante rápida. Ela elevou-se de 2,10% em 1976 para 17,55% em 1979.

Uma idéia mais clara do recente processo de desconcentração do mercado à vista pode ser obtida observando-se a figura 6. A figura apresenta para cada ano a participação acumulada dos diversos grupos<sup>10</sup>. Se a curva de um determinado ano está sempre acima da curva de outro ano então pode-se afirmar que um número menor de ações deteve a mesma participação e que a concentração do mercado na maior no ano associado à curva superior. As curvas da figura 6 nunca se cruzam e fornecem pois clara indicação do comportamento da concentração do mercado. A concentração aumentou até 1975 e veio caindo a partir deste ano sendo de se destacar a grande queda observada em 1979.

O comportamento das negociações diretas<sup>11</sup> no mercado foi igualmente examinado. Para cada ação em cada ano computou-se o volume de negociações diretas e obteve-se o percentual que este volume representou 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. Adicionalmente obteve-se o percentual médio de volume financeiro direto negociado em todo o mercado da BVRJ, o que representa uma média geral do mercado. Os resultados por grupo e para a média geral não apresentados na figura 7. Para os grupos A e B as percentagens de diretas mantiveram-se razoavelmente estáveis até 1977 e cresceram em 1978 e 1979. Para os demais grupos, o comportamento até 1977 foi um tanto ou quanto errático mas o percentual de diretas cresceu significativamente

FIGURA Nº 6  
CURVAS ACUMULADAS DE CONCENTRAÇÃO DE VOLUME FINANCEIRO - AÇÕES

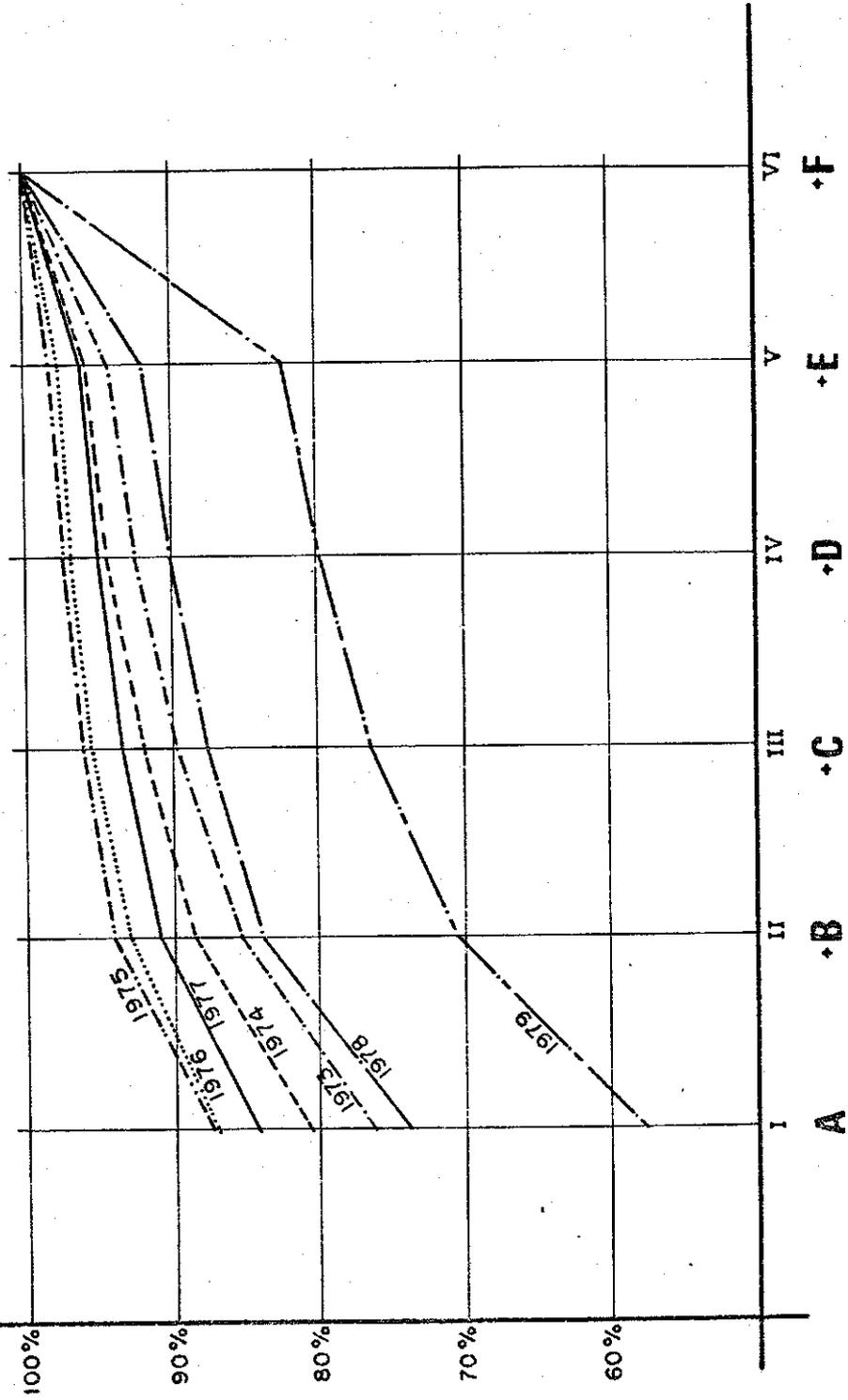
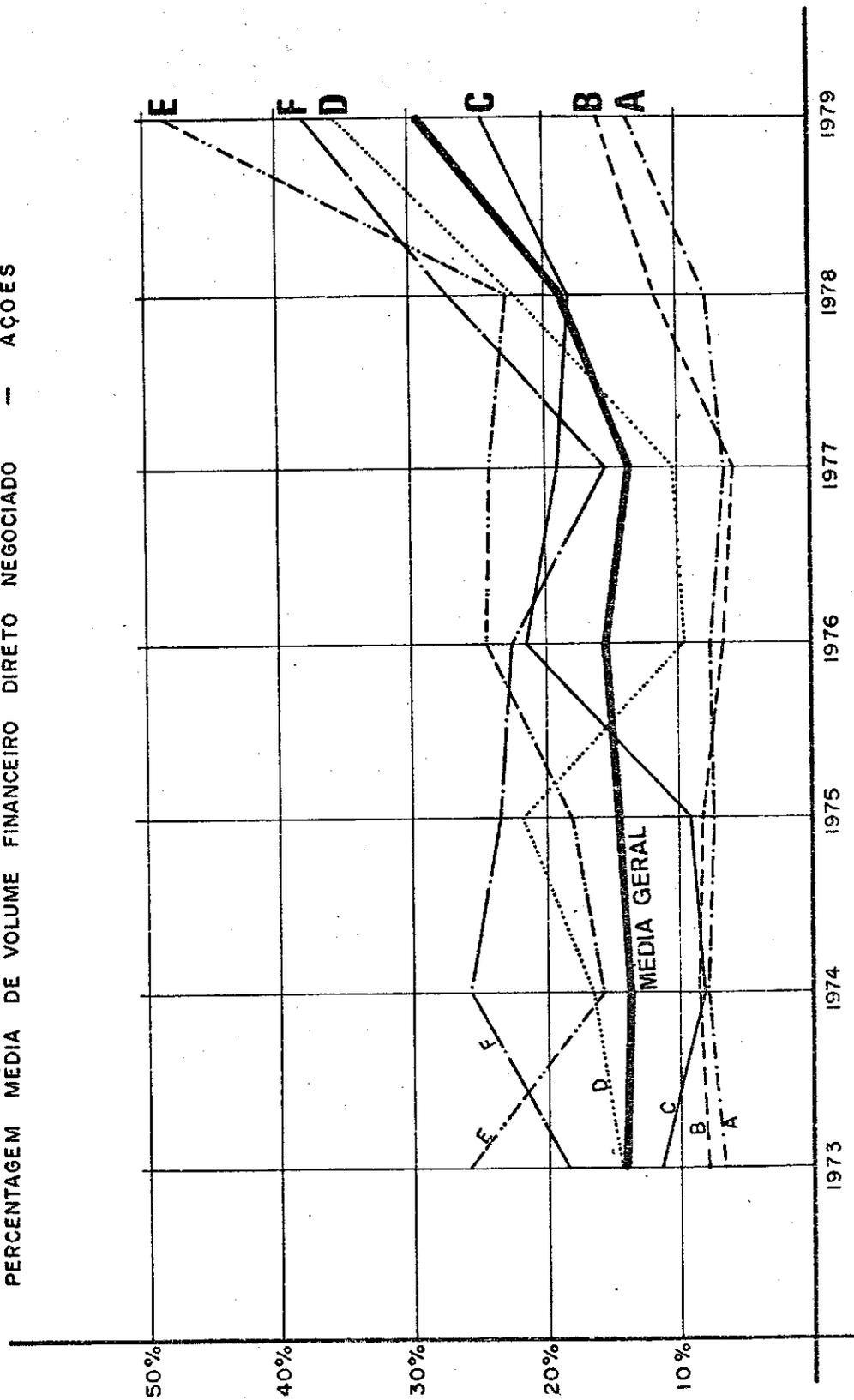


FIGURA Nº 7  
PERCENTAGEM MÉDIA DE VOLUME FINANCEIRO DIRETO NEGOCIADO - AÇÕES



em 1978 e 1979<sup>12</sup>. De uma forma geral a proporção de diretas nos grupos C a F é bem superior à proporção de diretas nos grupos A e B de ações mais negociadas<sup>13</sup>. Observa-se também que o percentual de diretas cresceu em todos os grupos em 1979, e este crescimento vem sendo mais acentuado nos grupos C a F de ações de menor volume de negócios. O comportamento da média geral foi relativamente estável até 1977 mas a média cresceu em 1978 e 1979.

A mesma análise foi desenvolvida para os percentuais de quantidade direta negociada ao invés de volume financeiro. Os resultados para quantidade direta são apresentados na figura 8. Não surpreendentemente os resultados são bastante semelhantes aos observados para volume financeiro direto. O comportamento dos grupos C a F de ações menos negociadas é idêntico ao observado para volume financeiro. O comportamento dos grupos A e B de ações mais negociadas é que difere um pouco, eles mostram uma tendência a estabilidade ou queda do percentual de quantidade direta em 1979. Entretanto, o comportamento da média geral dos percentuais de quantidade direta é idêntico ao de volume financeiro mostrando estabilidade até 1977 e crescimento significativo em 1978-1979.

O comportamento de negociações de empresas estatais na BVRJ foi também examinado. Como observado na figura 3 a quantidade de ações estatais negociadas vem crescendo, se bem que a taxas inferiores às taxas de crescimento da quantidade total de ações negociadas. O comportamento do volume financeiro negociado em estatais é apresentado na figura 9. Em valores nominais este volume cresceu até 1978 e teve uma queda em 1979; em valores reais o volume oscilou até 1976, estabilizou-se em 1977 e decresceu significativamente em 1978 e 1979. Cabe analisar o comportamento das estatais relativamente aos volumes e quantidades negociadas na BVRJ. Os percentuais de volume e quantidade

FIGURA Nº 8

PERCENTAGEM MÉDIA DE QUANTIDADE DIRETA NEGOCIADA — AÇÕES

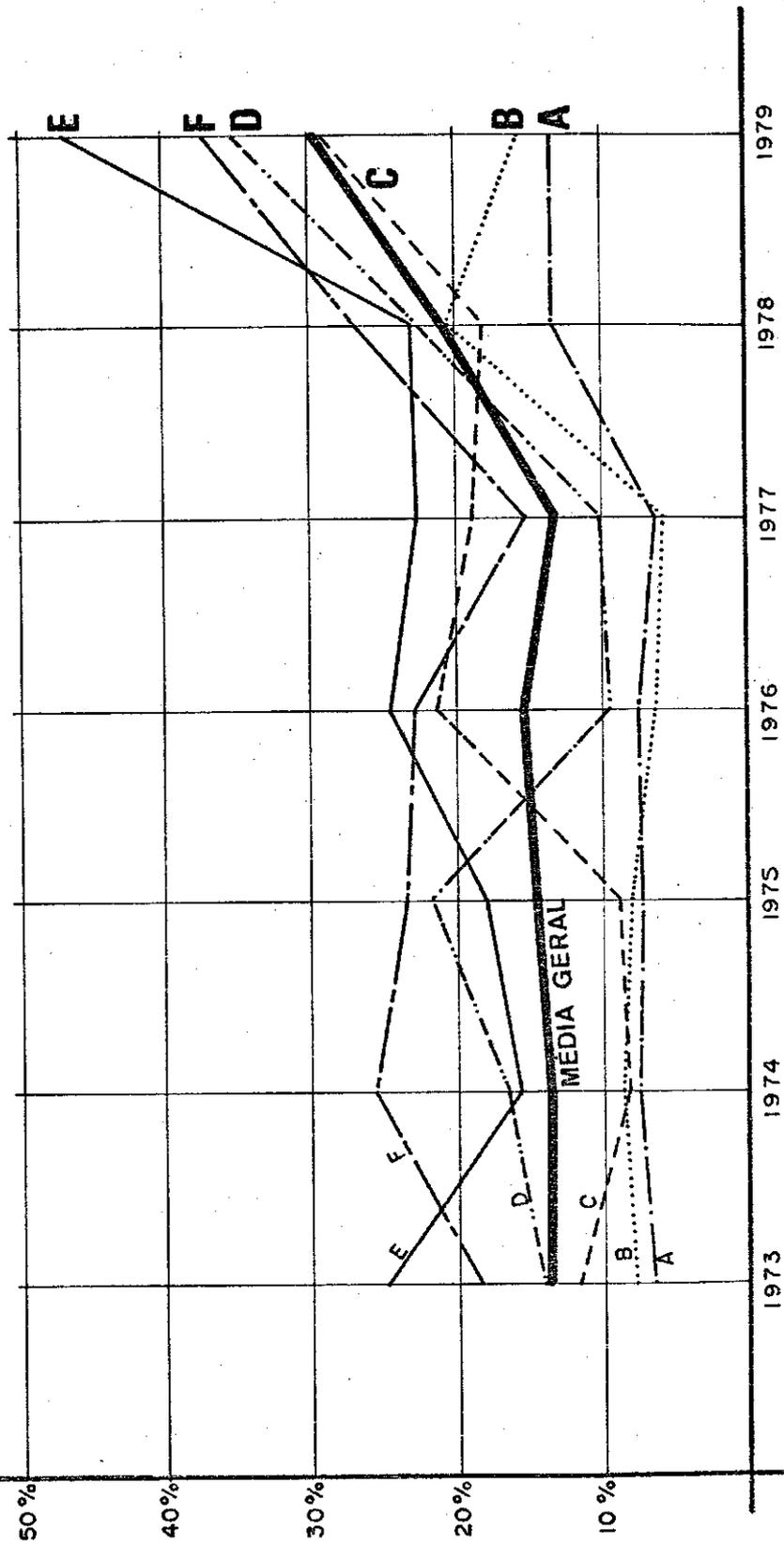
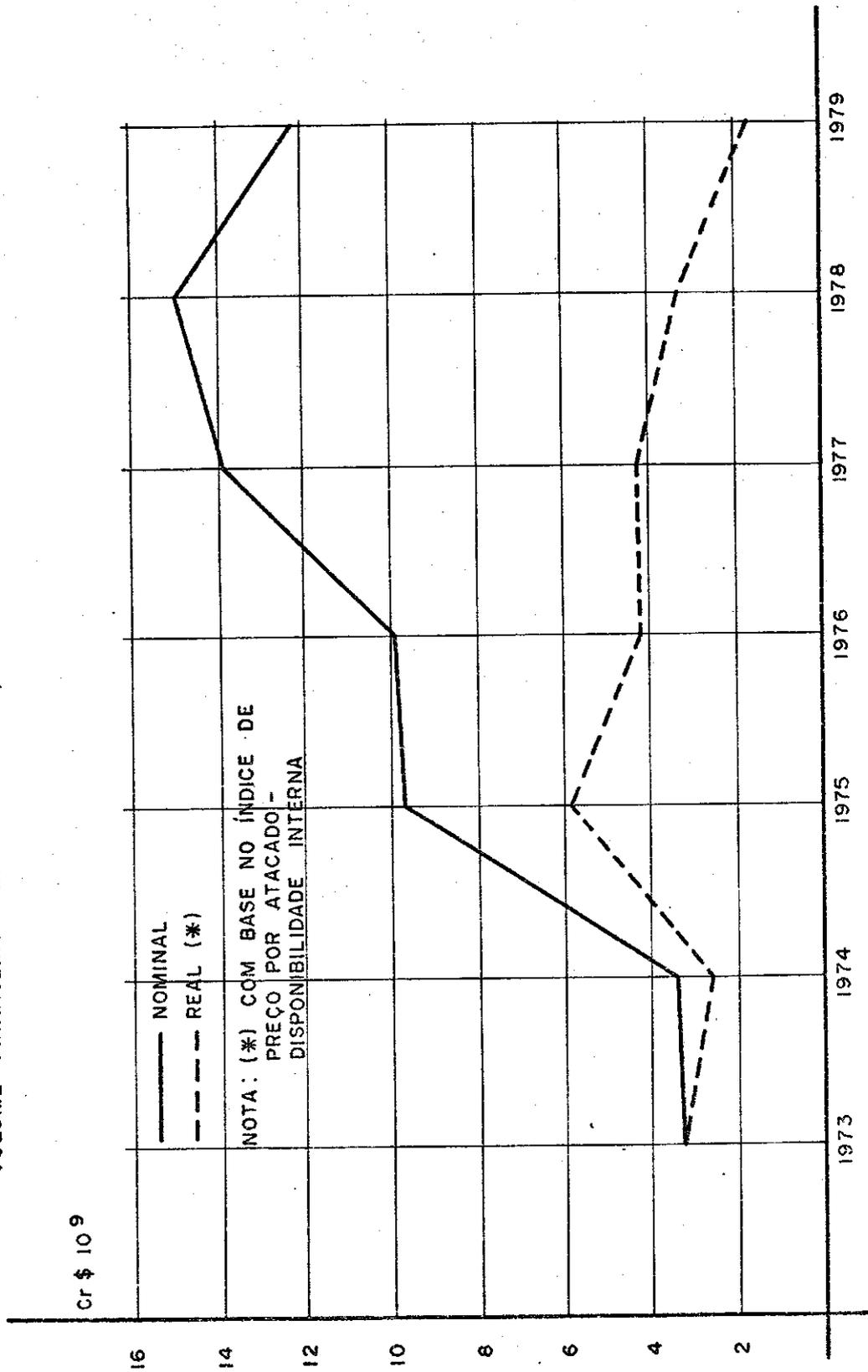


FIGURA Nº 9  
VOLUME FINANCEIRO NEGOCIADO - AÇÕES DE EMPRESAS ESTATAIS

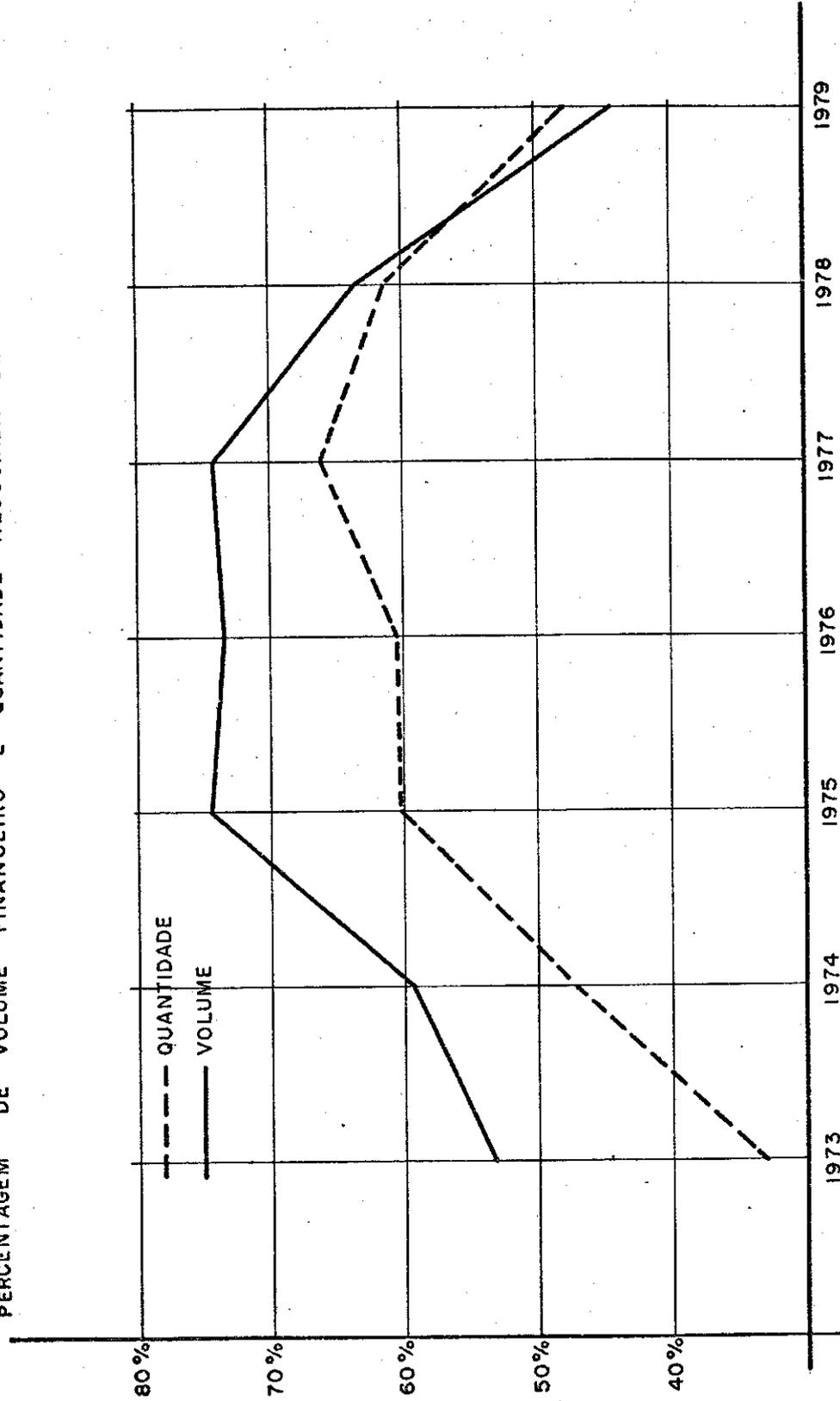


representados por negócios em estatais são apresentados na figura 10. O comportamento de ambos é semelhante mostrando crescimento até 1975 quando as estatais representaram 74,57% do volume. Nos anos seguintes (1976-1977) o percentual de volume mostrou-se estável e o de quantidade apresentou ligeiro crescimento mas em 1978-1979 tanto o percentual de volume quanto o de quantidade sofreram quedas significativas e a taxas crescentes<sup>14</sup>.

Recapitulando, os principais aspectos observados na análise de negociações em ações foram:

- (i) as ações com menor volume de negócios (grupos C a F) vem perdendo frequência de presença em pregões e esta tendência acentuou-se em 1978-79,
- (ii) o percentual de negócios nas "blue-chips" do grupo A vem se reduzindo e todos os demais grupos vêm ganhando percentual de negócios. Em especial merece destaque os ganhos do grupo F que pode ser classificado como de ações de "terceira linha". Esta tendência à desconcentração dos negócios também acentuou-se nos recentes anos de 1978-79,
- (iii) o percentual de negociações diretas vem crescendo no mercado, em particular nos grupos D a F de ações de segunda e terceira linhas. Esta tendência também acentuou-se nos recentes anos de 1978-79,
- (iv) o percentual de negociações em empresas estatais vem mostrando tendência a reduzir-se e esta tendência também acentuou-se nos anos de 1978-79.

FIGURA Nº 10  
PERCENTAGEM DE VOLUME FINANCEIRO E QUANTIDADE NEGOCIADA DE ESTATAIS



Um aspecto comum a todas as tendências de mercado observadas foi o seu desenvolvimento e acentuação no recente período 1978-79. Nos últimos anos o mercado vem mostrando modificações profundas.

Das tendências observadas talvez a mais fácil de racionalizar seja a redução de negócios em ações estatais que observou-se a partir de 1976. A crescente institucionalização do mercado e os requisitos de diversificação impostos a estes investidores iniciou a redução dos negócios em estatais e também a redução do percentual de negócios em "blue chips"<sup>15</sup>. Esta tendência foi acelerada em 1978-79 por resoluções do Banco Central do Brasil e pela criação do mercado futuro. As resoluções 460 e 470 do Banco Central, promulgadas em princípios de 1978, aumentaram as restrições quanto ao fluxo de fundos para investimentos em empresas estatais. A criação do mercado futuro em princípios de 1979 e a predominância de ações de empresas estatais no mercado futuro sugere que o novo mercado esteja absorvendo investidores que anteriormente negociavam em ações estatais no mercado à vista<sup>16</sup>.

A redução da frequência de negociações de ações de segunda e terceira linhas apesar de seus ganhos de volume junto com o aumento de diretas nestes papéis sugere uma crescente institucionalização destes papéis. Eles tendem mais a ser negociados menos frequentemente mas em grandes blocos através de diretas. A menor frequência de negociações também poderia estar associada a uma menor rotatividade e maior eficiência da administração das carteiras destes investidores institucionais. De qualquer modo a redução observada da frequência de presença em pregões não é uma característica desejável para o desenvolvimento do mercado.

## V. O MERCADO DE CORRETORAS

De 1973 a 1979 o número de corretoras ativas no mercado reduziu-se de 86 para 79 sendo que em 1976 o número de corretoras ativas chegou a 72. No grupo de corretoras ativas as 50 maiores sempre detiveram uma significativa fração dos negócios. A Tabela 4 apresenta o número de corretoras ativas e a fração de mercado das 50 maiores corretoras. Esta fração que era de 87% em 1973-74 evoluiu para cerca de 95% no período 1975-79.

Face ao grau de concentração do mercado de corretoras este estudo e xaminará em maior detalhe as características dos negócios das 50 maiores corretoras no período aludido. Mais especificamente, seis grupos de corretoras se rão examinados em cada ano:

GRUPO A - compreende as 10 corretoras com maior volume de negócios,

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

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

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

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

GRUPO F - compreende as corretoras ativas e que não foram incluídas em nenhum dos grupos anteriores.

.26.

TABELA 4

CORRETORAS NA BVRJ

1973-1979

---

ANOS	CORRETORAS ATIVAS	VOL. FINANCEIRO DA AMOSTRA (%)
1973	86	86,49
1974	83	87,43
1975	77	93,64
1976	72	94,81
1977	77	94,60
1978	73	95,48
1979	79	95,24

---

Considerando estes grupos o estudo prossegue para analisar as características do mercado de corretoras com relação a:

- (i) concentração de volume financeiro de negócios,
- (ii) concentração de volume financeiro de negócios em operações di  
retas,
- (iii) o percentual de negociações diretas internamente nas corretoras e
- (iv) a participação de corretoras associadas a conglomerados no mer  
cado.

Os resultados da concentração de volume financeiro de negócios por grupo e por ano são apresentados na figura 11. O grupo A das maiores corretoras mostra uma clara tendência a obter ganhos de mercado e sua fração de mercado aumentou em cerca de 10% no período. O grupo B obteve ganhos de mercado em 1975 mas no período 1976-79 sua fração de mercado estabilizou-se em cerca de 22%. Os grupos C e D vem mantendo uma participação de mercado razoavelmente estável em todo o período. Os grupos E e F vêm mostrando uma clara tendência a perder mercado sendo que o grupo F sofreu grande queda de participação em 1975. Em suma, o grupo A vem mostrando ganhos de mercado aparentemente às cus  
tas de perdas de mercado das corretoras menores. O deslocamento do mercado em direção a uma maior concentração pode ser observado nas curvas acumuladas de concentração de volume da figura 12. As curvas elevaram-se bastante a partir de 1973 e os recentes anos de 1978-79 apresentaram-se as curvas mais elevadas indicando que um menor número de corretoras deteve uma maior fração de mer  
cado nestes anos.

FIGURA Nº 11  
CURVAS DE CONCENTRAÇÃO DE VOLUME FINANCEIRO - CORRETORAS

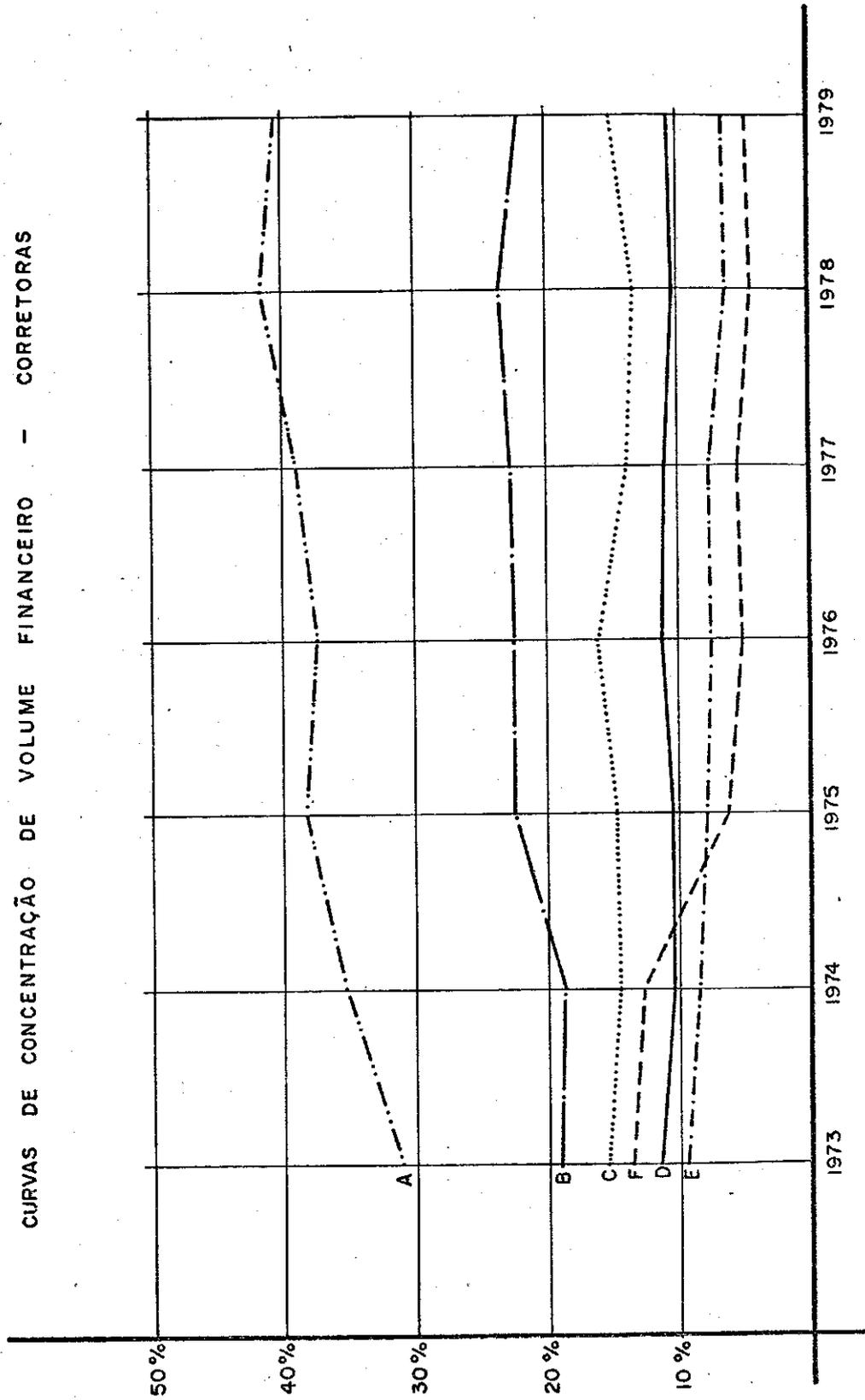
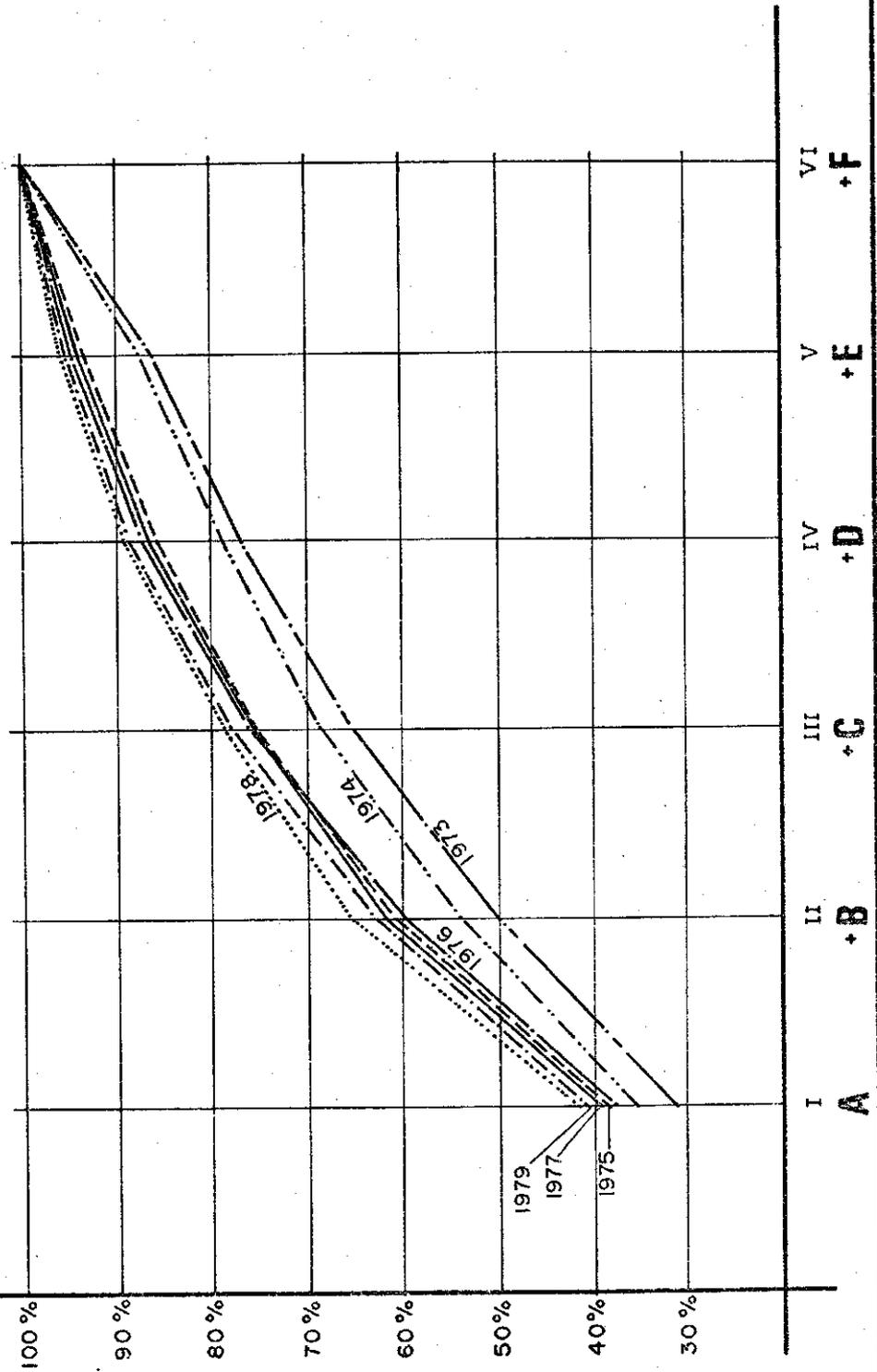


FIGURA Nº 12  
CURVAS ACUMULADAS DE CONCENTRAÇÃO DE VOLUME FINANCEIRO - CORRETORAS



Os resultados da concentração de volume financeiro em operações diretas são apresentados na figura 13. Eles indicam que o grupo A das maiores corretoras aumentou sua participação no volume de negócios diretos em cerca de 25% no período 1973-79. Nos últimos anos as corretoras do grupo A detiveram cerca de 58% do mercado de diretas. As corretoras do grupo B mostram ligeira tendência a ganhos no mercado de diretas e elevaram modestamente sua fração do mercado no período. As corretoras dos grupos C, D e E experimentaram perdas de mercado no período e mostram tendência de perdas de mercados. As corretoras do grupo F, as menores, foram praticamente eliminadas do mercado de diretas no período com sua fração de mercado caindo de cerca de 12% em 73 para apenas cerca de 1% em 79<sup>17</sup>. A tendência à concentração no rentável mercado de operações diretas é evidente e talvez possa ser melhor observada na figura 14 com suas curvas acumuladas de concentração. Ela mostra uma significativa elevação das curvas de concentração no período; enquanto em 1973 eram necessárias mais de 50 corretoras para deter 90% do mercado, em 1979 apenas cerca de 30 corretoras detinham 90% do mercado.

Como o volume financeiro total está se concentrando poder-se-ia argumentar que a concentração de volume financeiro direto seria uma consequência material. Para analisar o quanto da concentração de volume financeiro direto deve ser atribuído a modificação de estratégia de corretoras o trabalho prossegue para examinar os percentuais de volume financeiro direto em relação ao volume financeiro total negociado por corretoras<sup>18</sup>. Os percentuais médios de volume direto por grupo de corretoras é apresentado na figura 15. Até 1974 os maiores percentuais médios internos em diretas eram apresentados pelo grupo D, um grupo de pequenas corretoras. Entretanto, até 1977 os percentuais médios internos não eram significativamente diferentes para os diversos grupos e a

FIGURA Nº 13  
PERCENTAGEM DE VOLUME FINANCEIRO DIRETO NEGOCIADO - CORRETORAS

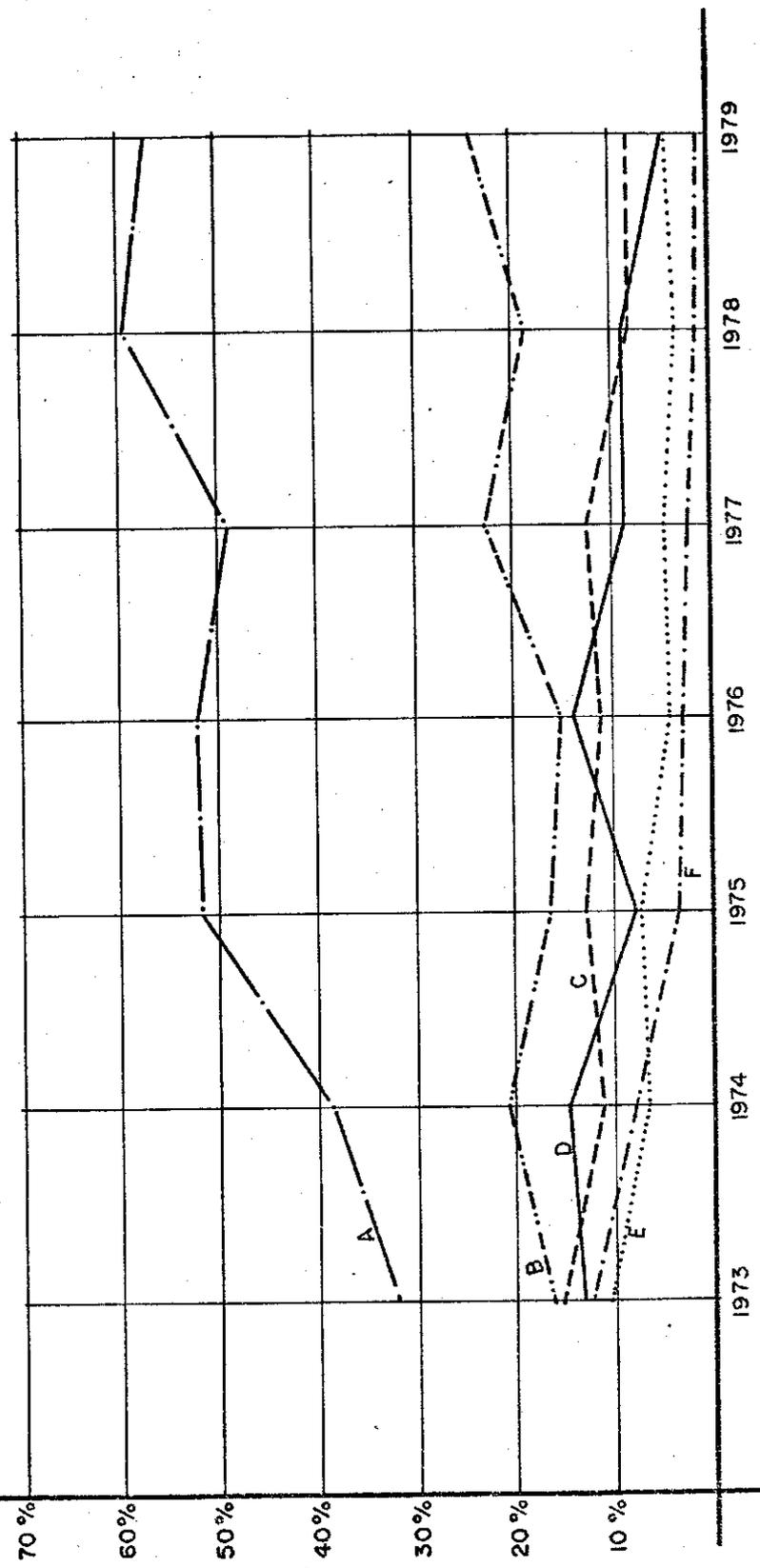


FIGURA Nº 14  
CURVAS ACUMULADAS DE CONCENTRAÇÃO DE VOLUME FINANCEIRO DIRETO - CORRETORAS

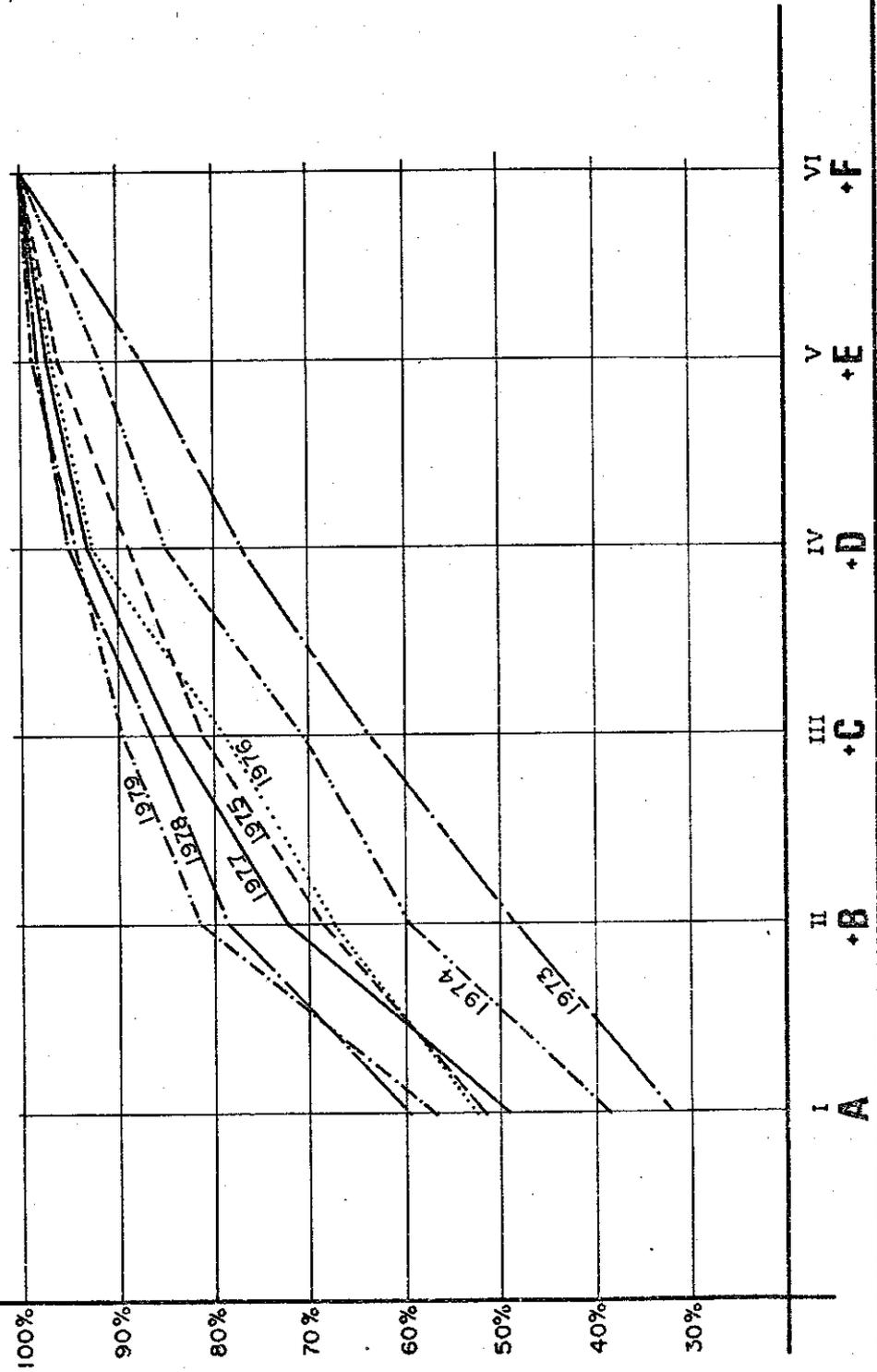
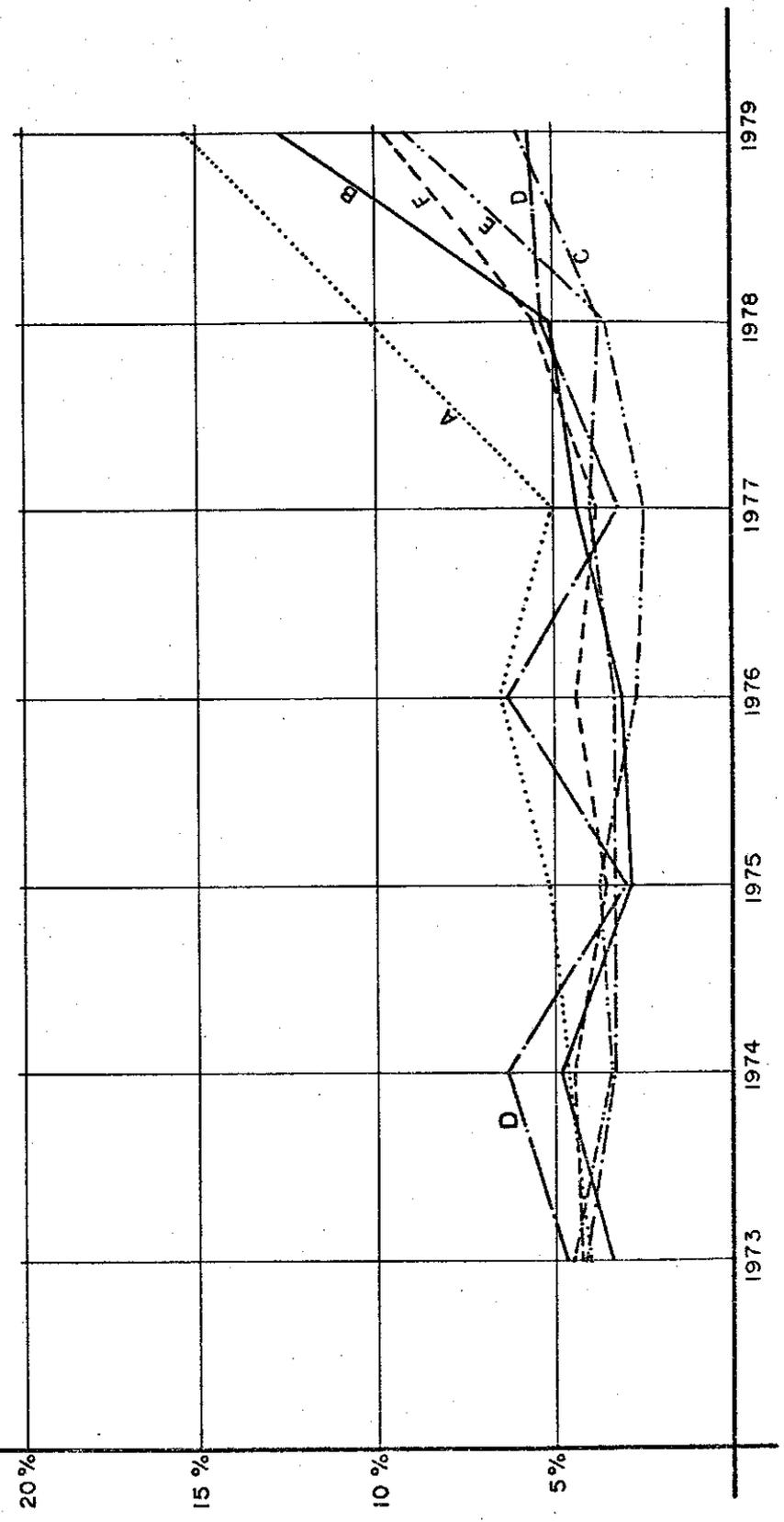


FIGURA Nº 15  
PERCENTAGEM MÉDIA INTERNA DE VOLUME FINANCEIRO DIRETO NEGOCIADO — CORRETORAS



maior diferença ocorreu entre os grupos A e C em 1976 sendo de cerca de 4%. Mais ainda, até 1977 os percentuais médios eram quase sempre inferiores a 5% para todos os grupos em todos os anos e o máximo percentual observado foi de cerca de 6,5% para os grupos D e A em 1974 e 1976, respectivamente. Em suma, até 1977 tudo se passava como se corretoras não tivessem uma preocupação em se diferenciar por transações diretas no seu quadro de decisões estratégicas.

Nos recentes anos de 1978 e 1979 o cenário modificou-se bastante. Primeiro, todos os grupos mostram uma clara tendência a elevar seu percentual de diretas e segundo, as diferenças entre os percentuais médios dos diversos grupos começaram a diferir de forma significativa. O grupo A das maiores corretoras triplicou seu percentual interno de diretas que em 1979 superou os 15%. Em 1978 o grupo A começou a se diferenciar dos demais grupos que não diferiam muito entre si. Em 1979 o grupo B reagiu diferenciando-se dos demais grupos menores. Os grupos de corretoras menores (E e F) também procuraram elevar seu percentual interno em diretas mas o grupo de corretoras médias (C e D) não chegaram a elevar seu percentual de forma significativa. O quadro mostra os extremos do mercado procurando aumentar seu percentual interno de diretas com nítida vantagem dos grupos de maiores corretoras (A e B).

A atuação de corretoras associadas a conglomerados financeiros foi também examinada<sup>19</sup>. O número de corretoras conglomeradas e sua distribuição por grupos é apresentado na Tabela 5. Em 1973 eram 15 as corretoras conglomeradas ativas no mercado sendo que 3 estavam nos grupos A e B de maiores corretoras e 9 nos grupos E e F de pequenas corretoras. Em 1979 as corretoras conglomeradas ativas eram também 15 mas o número de conglomeradas nos grupos A e B elevou-se para 7 e apenas 5 continuavam nos grupos E e F. O deslocamento de corretoras conglomeradas em direção a uma maior participação no mercado

TABELA 5

## CORRETORAS CONGLOMERADAS NA BVRJ

1973-1979

GRUPOS	ANOS						
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
A	1	1	2	-	1	2	3
B	2	3	2	4	3	3	4
C	1	1	2	2	4	3	2
D	2	4	1	5	3	3	1
E	3	2	5	-	1	2	2
SUB-TOTAL	9	11	12	11	12	13	12
OUTRAS	6	4	2	2	3	1	3
TOTAL	15	15	14	13	15	14	15

já começa a ficar evidente.

A participação percentual de corretoras conglomeradas nos volumes totais e direto e na quantidade de ações negociadas, em cada ano, é apresentada na figura 16. A participação de corretoras conglomeradas no volume total de negócios cresceu em 1974-75, manteve-se estável em 1976-77 e voltou a crescer em 1978-79. A tendência geral de crescimento das corretoras conglomeradas é bastante clara e elas duplicaram a sua fração do volume total negociado de cerca de 14% em 1973 para cerca de 28% em 1979. No rentável mercado de operações diretas a tendência a ganhos de mercado de corretoras conglomeradas é também evidente: elas mais do que duplicaram sua fração de mercado que em 1979 elevou-se a cerca de 33% do volume financeiro direto. Mais ainda, a fração de corretoras conglomeradas no rentável mercado de diretas foi sempre superior à sua fração no mercado total. A tendência ao crescimento no volume direto também mostra-se superior à tendência ao crescimento no volume total. Em suma, não só vêm ganhando mercado mas vêm ganhando mais mercado em diretas, o "creme".

Analisando-se a percentagem média interna de volume direto negociado por corretoras conglomeradas pode-se observar que ela evolui de 5,09% em 1973 para 15,25% em 1979<sup>20</sup>. Isto sugere que corretoras conglomeradas tomaram decisões estratégicas de maior expansão no mercado de negociações diretas. As figuras 17 e 18 apresentam a participação percentual de corretoras conglomeradas por grupos em volume financeiro total e volume financeiro direto. Os resultados indicam que os valores observados para a média de corretoras conglomeradas são em grande parte atribuíveis às conglomeradas do grupo A de maiores corretoras. Elas vêm obtendo os maiores ganhos no mercado total e, em particular, no mercado de diretas, desde 1977. Talvez as decisões estratégicas antes

FIGURA Nº 16  
PARTICIPAÇÃO DAS CORRETORAS CONGLOMERADAS

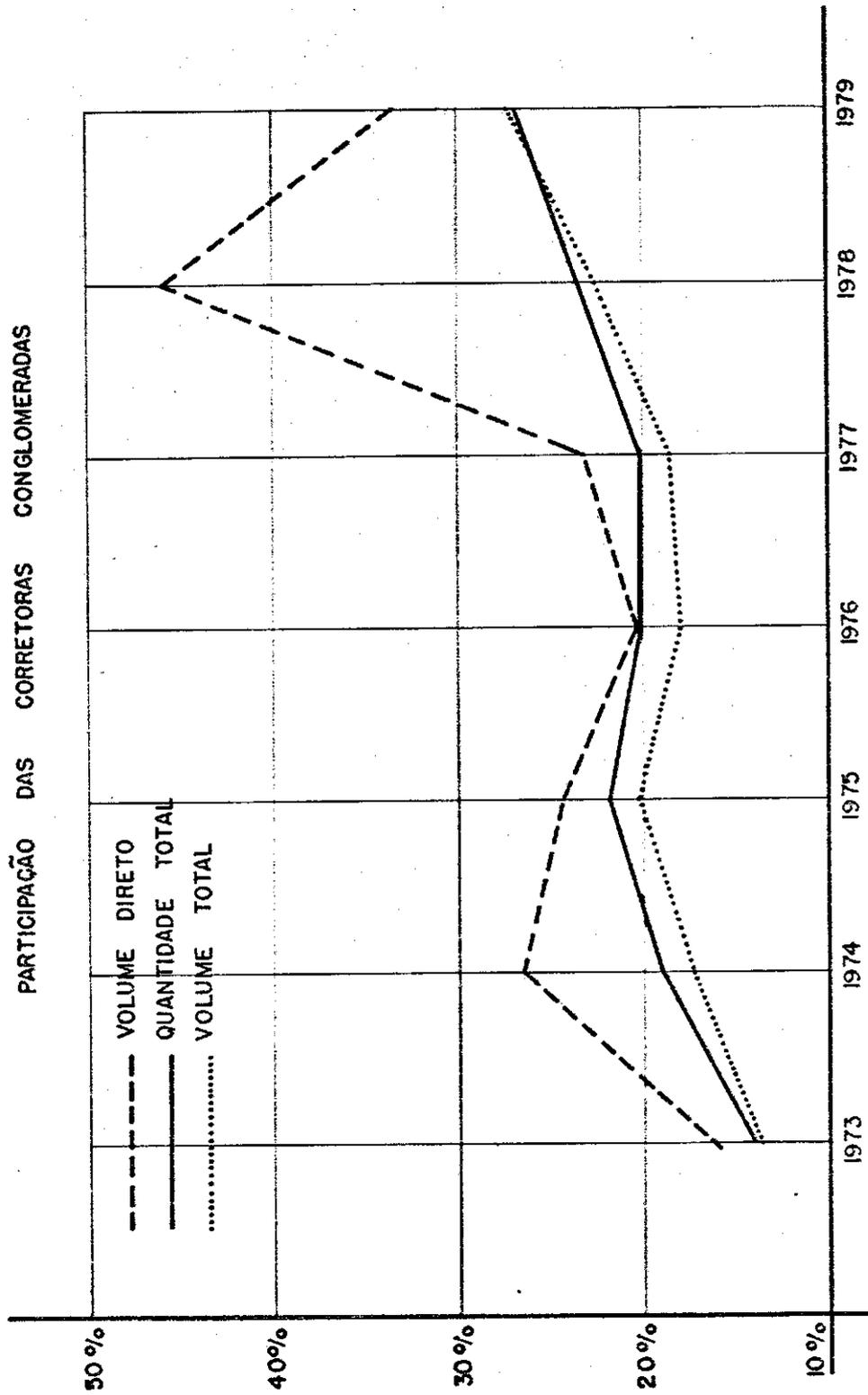


FIGURA Nº 17  
% VOLUME FINANCEIRO TOTAL DE CORRETORAS CONGLOMERADAS, POR GRUPOS

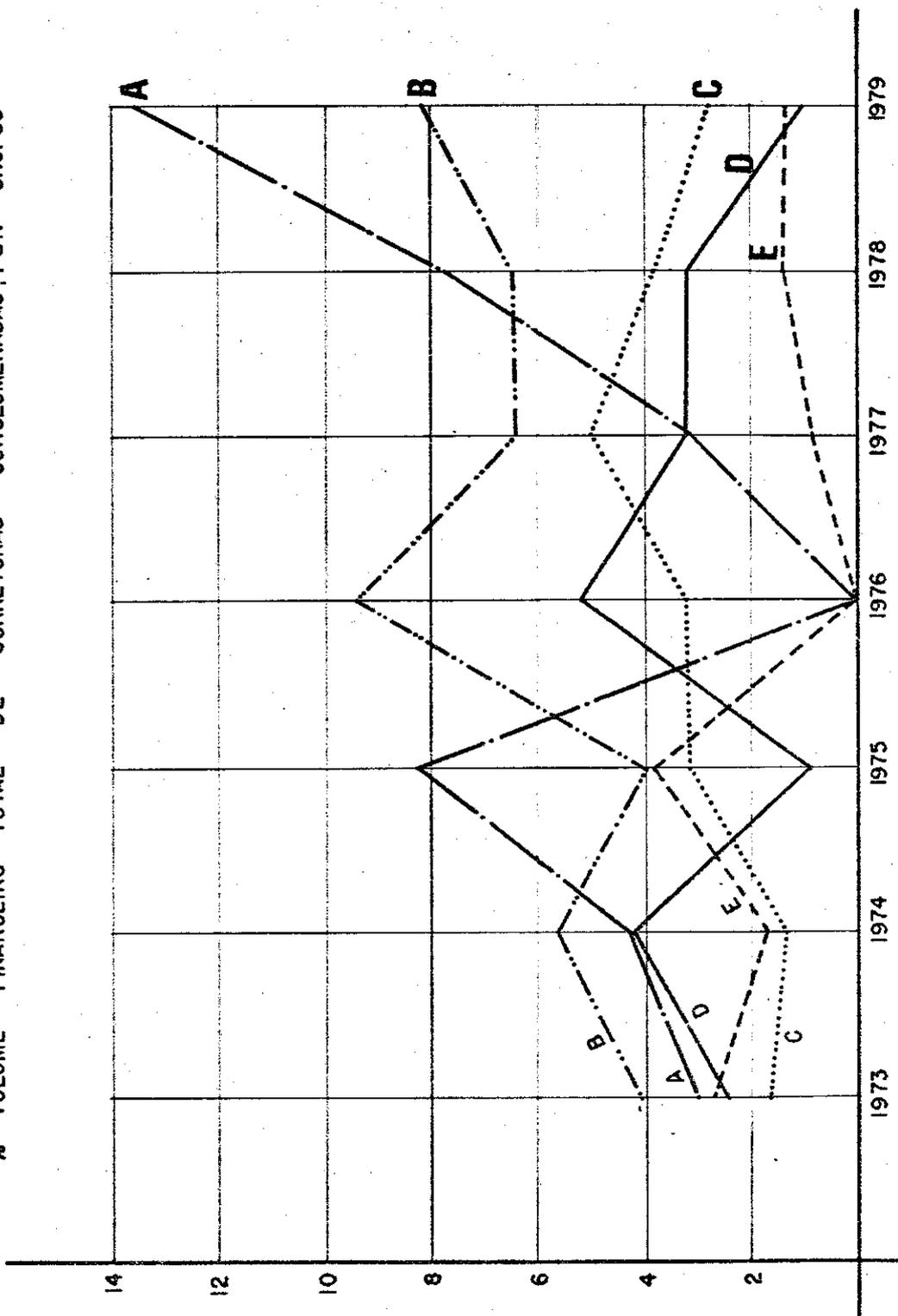
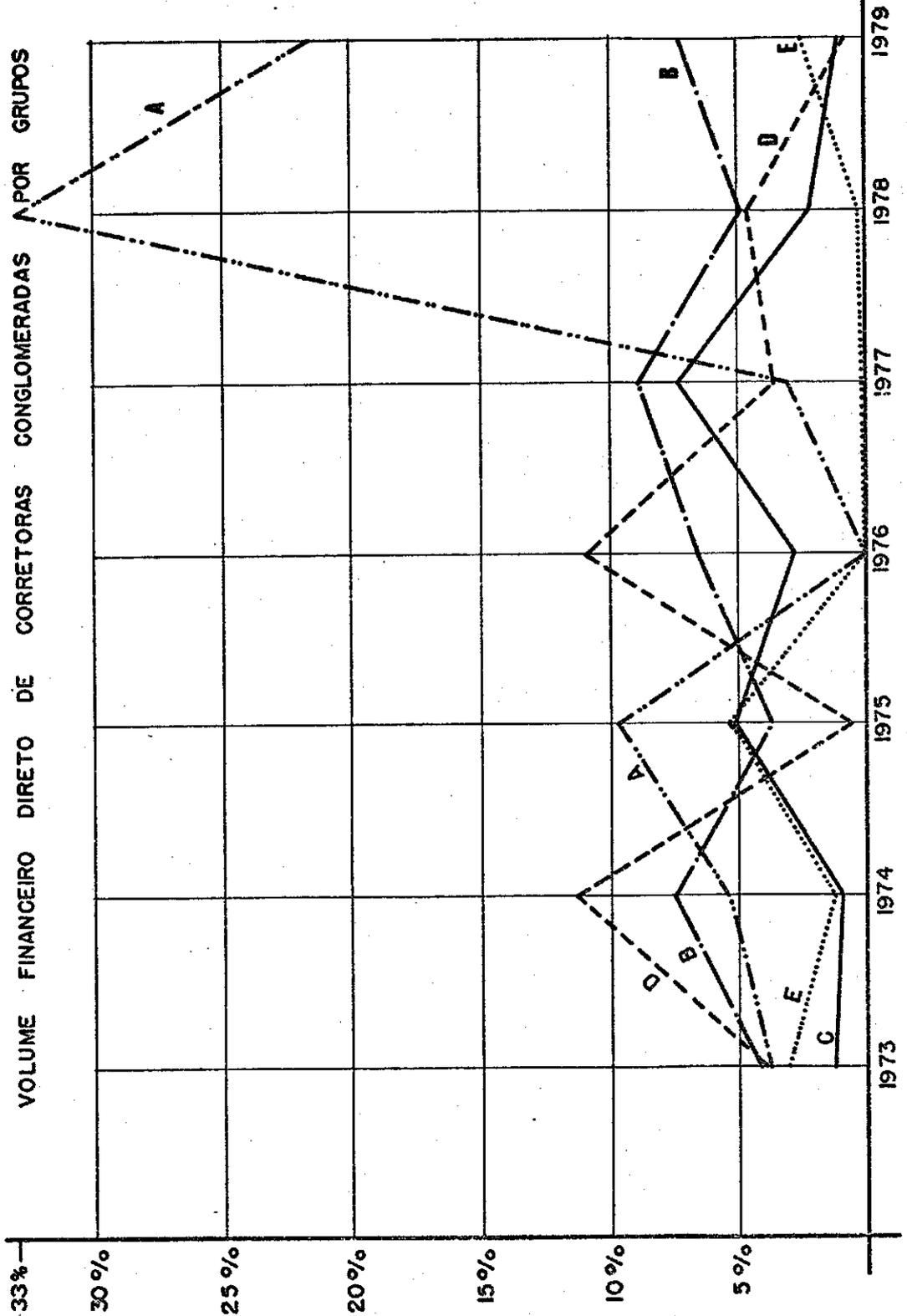


FIGURA Nº 18



observadas tenham sido mais explícitas no grupo de grandes corretoras conglomeradas.

As principais conclusões da análise do mercado de corretoras foram

- (i) o mercado vem se tornando mais concentrado com um número cada vez menor de corretoras detendo grandes frações de mercado,
- (ii) a tendência a concentração é maior no rentável mercado de operações diretas em que as corretoras menores vêm perdendo mercado rapidamente,
- (iii) o percentual interno de negociações diretas em corretoras vem crescendo e este crescimento vem sendo maior nos grupos extremos de corretoras, nas maiores (grupos A e B) e nas menores (grupos E e F).
- (iv) as corretoras conglomeradas vêm obtendo significativos ganhos de mercado e ganhos ainda mais expressivos no rentável mercado de diretas,
- (v) os ganhos das grandes corretoras conglomeradas do grupo A no mercado total e no mercado de diretas parecem ser os mais expressivos de todo o grupo de conglomerados,
- (vi) todas estas tendências e características foram particularmente marcantes nos recentes anos de 1978-79.

As características da evolução recente do mercado de corretoras trazem importantes implicações para as decisões estratégicas destes intermediários. Estas implicações são discutidas a seguir.

## VI. IMPLICAÇÕES PARA DECISÕES ESTRATÉGICAS E REGULATÓRIAS

As secções anteriores indicam que o mercado de capitais da BVRJ vem se modificando bastante nos últimos anos. As características dos negócios em ações mostram que as ações de segunda e terceira linhas vêm perdendo frequência em pregões apesar de estarem ganhando volume de negócios especialmente a través de negociações diretas. O aumento de negócios em diretas é uma característica geral. A distribuição dos negócios por corretoras indica uma crescente concentração do mercado e esta tendência é ainda mais clara no rentável mercado de operações diretas. O percentual interno de negociações diretas das corretoras vem crescendo especialmente nas grandes corretoras. As corretoras associadas a conglomerados vêm obtendo ganhos de mercado e os ganhos das grandes corretoras conglomeradas do grupo A são os mais expressivos.

Como discutido por Brito [2] uma corretora desempenha duas atividades básicas em seus negócios: atividades de assessoria e de circulação. As atividades de assessoria são aquelas associadas ao suporte técnico a decisões de escolha de investimentos. As atividades de circulação são aquelas diretamente associadas à execução de ordens de compra e venda. Talvez a mais importante decisão estratégica de uma corretora ativa no mercado acionário seja delimitar seu mercado de clientes e adequar o seu "mix" de atividades de assessoria e de circulação à sua clientela alvo.

Até 1977 as corretoras não pareciam procurar diferenciar-se e/ou especializar-se em atividades de circulação. Em 1978 e 1979 começou a se observar uma tendência à diferenciação com as grandes corretoras aumentando bastante os seus negócios em diretas. Isto sugere que elas estão procurando se distinguir em atividades de circulação ou de "fazer mercado" na terminologia usu-

al. Elas estão procurando fechar grandes lotes em diretas e isto tem beneficiado em particular as ações de segunda e terceira linhas que vêm ganhando volume de negócios. Esta tendência pode estar associada aos grandes volumes de recursos deslocados para o mercado pela resolução 460 do Banco Central. Isto explicaria os resultados observados em 1979 mas cabe observar que a tendência geral já era bastante clara em 1978 quando os volumes deslocados pela 460 não eram tão significativos. A hipótese de eficiência argumentaria que as grandes corretoras já estavam antecipando os deslocamentos de 1979 e ajustaram sua estratégia ainda em 1978.

Estes resultados sugerem que esteja existindo um processo de especialização em papéis junto com o observado aumento de diretas. Para "fazerem mercado" através de diretas as corretoras deveriam estar se especializando em alguns papéis. A observação de uma amostra de 30 papéis sugere que as corretoras líderes nos diversos papéis vêm aumentando a sua participação nos negócios dos papéis. Estudos mais completos encontram-se em andamento mas estes resultados iniciais confirmam a hipótese de que corretoras estão procurando se especializar.

No cenário observado e considerando ainda a crescente demanda de investidores institucionais por atividades de circulação, parece relevante que corretoras avaliem explicitamente suas decisões estratégicas com relação a clientes e alocação de recursos a "mix" de atividades. A postura clássica e usual de procurar diferenciar-se por atividades e qualidade de assessoria não parece ajustar-se às características da demanda por serviços.

Cabe explorar-se as implicações regulatórias dos resultados. A rarefação da presença de ações de segunda e terceira linha nos pregões do mercado

não parece ser uma característica desejável. Por outro lado as grandes corretoras estão tendo dificuldades em efetivamente "fazer mercado" e por não poderem deter carteira própria elas têm que procurar a outra ponta de transação para fecharem diretas. Se adicionalmente observar-se a tendência à especialização em ações fica claro que o mercado se beneficiaria com a liberação de corretoras para deterem carteira própria. Isto facilitaria a atividade de "fazer mercado" trazendo maior frequência e liquidez as ações de segunda e terceira linhas.

Finalmente, cabe lembrar que os ganhos de eficiência de circulação associados ao crescimento de diretas vêm sendo capitalizados pelas corretoras face ao regime de taxas de corretagem fixas que prevalece no mercado acionário brasileiro. Parte destes ganhos de eficiência deveriam ser repassados aos investidores, o que ocorreria em um regime de taxas de corretagem competitivas. O argumento de liberação de taxas de corretagem se tornará cada vez mais forte caso carteiras próprias sejam liberadas e caso a tendência ao aumento de negociações diretas se mantenha no futuro. O único aspecto preocupante associado à liberação de taxas de corretagem é a estrutura de intermediação no mercado acionário. A existência de corretoras associadas a conglomerados financeiros fortes pode gerar uma prática de "price dumping" que eliminaria do mercado um grande número de corretoras que seriam competitivas em condições normais de mercado. Esta possibilidade é reforçada se considerarmos que as maiores corretoras conglomeradas do grupo A (apenas 3) são as que vêm obtendo os mais expressivos ganhos de mercados. Uma solução seria a manutenção de taxas de corretagem fixas para corretoras associadas a conglomerados liberando-se as taxas de corretagem para as corretoras independentes.

Uma eventual liberação de taxas de corretagem para as corretoras independentes geraria uma redução no nível médio de taxas. Esta redução estimularia o volume de transações no mercado mas também provocaria considerável pressão sobre as corretoras menores. Um processo de fusões e aquisições no setor seria inevitável. O efeito final sobre faturamento global em comissões de corretagem seria uma função da variação de taxas médias, do aumento de volume do mercado e dos demais serviços oferecidos pelas corretoras. Analisando a recente transição do mercado americano para comissões livres e competitivas (Maio de 1975) Ellis [4] conclui que as comissões agregadas não pareceram variar com a mudança.

NOTAS DE RODAPÉ

- [1] Para detalhada análise histórica da evolução do mercado bursátil ver Levy [5].
- [2] Segundo dados da Conjuntura Econômica o número de falências e concordatas requeridas elevou-se de 932 em 1964 para 2212 em 1966. O número de falências e concordatas deferidas elevou-se de 84 para 224 no mesmo período.
- [3] Deve-se observar que estas conclusões devem ser restritas às ações que compõem o IBV que é preponderantemente determinado por "blue chips" tradicionais.
- [4] Ver a coluna b/e do conjunto de percentuais.
- [5] Ver a coluna c/d do conjunto de percentuais.
- [6] A único ano em que o volume financeiro real cresceu foi 1975, em todos os outros anos este volume decresceu. Todas as figuras deste trabalho foram obtidas a partir das tabelas apresentadas em Brito e Menezes [3].
- [7] Ver a coluna a/b do conjunto de percentuais.
- [8] Isto é, o número de pregões em que a ação foi negociada dividido pelo número de pregões do ano, que aparece na Tabela 3. Estes valores foram extraídos das tabelas de ações de Brito e Menezes [3].
- [9] Quase todas as ações do grupo A são negociadas todos os dias, o percentual médio de participação foi de 99,6% em 1979. Entretanto poucas ações são negociadas em todos os pregões. O número de ações negociadas em todos os pregões

reduziu-se de 22 em 1973 para apenas 7 em 1979.

- [10] O ponto I indica a participação do grupo A, o ponto II indica a participação dos grupos A e B, o ponto III a participação dos grupos A, B e C e assim sucessivamente para os demais pontos.
- [11] Negociações diretas são aquelas em que a mesma corretora intervém como compradora e vendedora.
- [12] A única exceção ocorreu para o grupo E em 1978 quando observou-se um ligeiro decréscimo do percentual de diretas.
- [13] Existe uma clara relação entre volume negociado e proporção de diretas. Computando-se o percentual médio de volume direto negociado por grupo no período total 1973-1979 obteve-se 8,15% para o grupo A, 9% para o grupo B; 16,01% para o C, 18,6% para o D, 25,85% para o E e 24,41% para o F. Os valores foram quase sempre crescentes.
- [14] Além disso, o número de ações estatais na amostra de 100 ações mais negociadas vem se reduzindo. Elas eram 22 em 1973, chegaram a 28 em 1974-75 e reduziram-se a 13 em 1979.
- [15] Convém lembrar que as estatais predominam no grupo A de "blue chips". Elas representaram cerca de 83% dos negócios do grupo A no período 1975-78 e 72,7% no último ano (1979)
- [16] Face a suas características de alavancagem o mercado futuro absorve os investidores mais interessados em posições especulativas o que torna o processo de formação de preços no mercado ã vista menos volátil. Esta é a

experiência geral observada em mercados futuros. A importância do mercado futuro é pois evidente e, como constatado na tabela 2, em 1979 ele já representava 32% do mercado em BVRJ. Em 1980 este percentual cresceu significativamente.

- [17] Idênticas conclusões foram obtidas examinando-se os percentuais de quantidade de ações negociadas em operações diretas.
- [18] Para cada corretora ativa observou-se o seu volume financeiro direto e o seu volume financeiro total no ano. A seguir obteve-se o percentual que negociações diretas representaram para cada corretora em cada ano e prossuiu-se para obter os percentuais médios por corretora e por ano.
- [19] Uma corretora é considerada como conglomerada se está ligada a grupo financeiro que possua banco comercial e/ou banco de investimento. A lista de corretoras conglomeradas segundo tal definição foi fornecida pela Assessoria Econômica da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.
- [20] Nos anos intermediários do período 1974-78 esta percentagem média interna foi de 7,43%, 4,90%, 6,58%, 5,4% e 9,74%, respectivamente.

BIBLIOGRAFIA

- [1] Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - "A Influência Direta do Governo no Mercado de Capitais", Departamento Econômico, Novembro 1978.
- [2] Brito, N. - "A Relevância de Mercados de Capitais Eficientes e Regulação", Relatório Técnico nº 3, COPPEAD - Programa de Administração, Maio de 1977.
- [3] Brito, N. e Menezes, J. - "Dados Básicos do Mercado à Vista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro no Período 1973-1979", Relatório Técnico Nº 29, COPPEAD - Programa de Administração, Outubro 1980.
- [4] Ellis, C. - "The Brokerage Industry After May Day", Financial Analyst Journal, September 1976.
- [5] Levy, M.B. - Historia da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977.