

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 148

O CENÁRIO INSTITUCIONAL DO MERCADO
FUTURO DE AÇÕES DA BVRJ

Ney Roberto Ottoni de Brito*

Maio 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 trabalho procura examinar as principais características do cenário institucional do mercado futuro de ações da BVRJ nos onze primeiros meses de 1984.

Após uma breve discussão sobre a posição do mercado futuro no cenário geral de negócios da BVRJ, o estudo prossegue para analisar a distribuição do volume negociado entre ações e corretoras. Neste contexto, são especialmente analisadas as características das operações diretas por ações e corretoras assim como o papel das corretoras conglomeradas no mercado. Finalmente, as principais conclusões são revistas.

II - ASPECTOS GERAIS DO MERCADO

O volume de negócios da BVRJ nos onze primeiros meses de 1984 atingiu Cr\$ 4,6 trilhões, apresentando uma elevação de 400% em relação ao total do ano anterior. Deste total, o mercado futuro foi responsável por 25,5%, no valor de Cr\$ 1,2 trilhões, o que representa um expressivo aumento em relação ao ano anterior quando detinha 14,2% dos negócios. A participação deste mercado no volume negociado anualmente na BVRJ é apresentada na Tabela 1. Pode-se observar também que o mercado de opções teve um movimento semelhante ao do mercado futuro, com 23,6% do total enquanto que a parcela do mercado à vista foi de 46,9%, com um volume de Cr\$ 2,2 trilhões.

A Tabela 2 apresenta um sumário geral dos negócios do mercado futuro. Nela pode-se verificar que o movimento de queda real dos negócios que se iniciou em 1982 e se aprofundou em 1983 foi interrompido em 1984. No corrente ano, o volume real de negócios de 11 meses elevou-se em 201,2% em relação ao de 1983. Ao mesmo tempo, a quantidade de títulos negociados elevou-se de 9,6 bilhões para 29,7 bilhões, uma variação de 210%.

O maior movimento do mercado futuro em 1984 entretanto, concentrou-se nos meses de agosto a novembro, como pode ser observado na Figura 1. Nos últimos dois meses os volumes negociados neste mercado foram os mais elevados e atingiram Cr\$ 208 e Cr\$ 281 bilhões respectivamente.

TABELA 1
VOLUMES NEGOCIADOS NO PERIODO 1979/NOV84
Cr\$ milhoes

ANO	FUTURO	%	VISTA	%	OPCOES	%	TOTAL
1979	14,476	31.9	27,738	61.1	-	-	45,423
1980	127,327	66.6	57,819	30.2	-	-	191,277
1981	381,397	84.3	69,227	15.3	-	-	452,344
1982	482,803	72.4	172,738	25.9	6,185	0.9	667,001
1983	130,919	14.2	494,297	53.5	286,574	31.0	924,635
1984	1,175,000	25.5	2,159,497	46.9	1,085,851	23.6	4,601,392

Notas: 1 - O ano de 1984 inclui os resultados ate 30/11

2 - O volume do futuro inclui as modalidades com e sem retencao

3 - O volume de opcoes inclui premios + exercicios

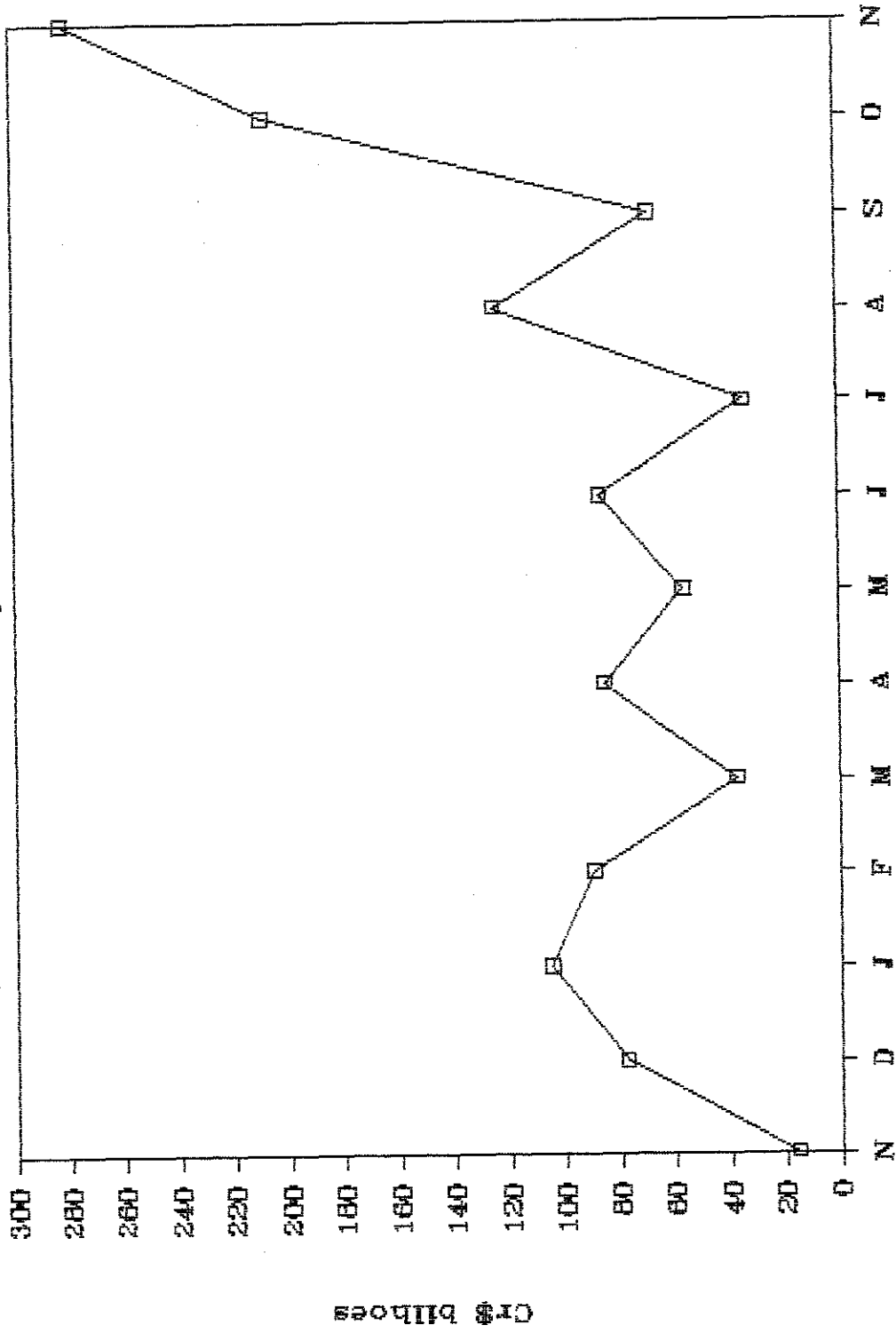
TABELA 2
 MERCADO FUTURO
 SUMARIO GERAL DE NEGOCIOS

	VOLUME FINANCEIRO NEGOCIADO Cr\$ milhoes				QUANT. NEGOCIADA milhoes de titulos		N. DE ACOES NEGOCIADAS
	NOMINAL	REAL	VAR %	ESTATAIS /TOTAL %	TOTAL	ESTATAIS /TOTAL %	
1979	14,476	14,476	-	79.5	7,186	78.5	171
1980	127,327	57,522	297.4	92.5	31,882	89.6	140
1981	381,397	88,684	54.2	93.5	65,202	85.5	78
1982	482,803	56,780	-36.0	98.4	47,034	94.0	56
1983	130,919	4,609	-91.9	92.2	9,574	77.3	65
1984	1,175,000	13,882	201.2	96.0	29,674	82.4	102

NOTAS: 1 - Deflacionado pela IPA-DI (Base Dez/79)
 2 - O ano de 1984 inclui os resultados ate 30/11.

FIGURA 1

FUTURO RETENCAD - Negocios de nov 83 a nov 84



Um outro aspecto positivo deste mercado em 1984 foi o aumento do número de títulos negociados. Havia negócios com 65 ações em 1983. Este número elevou-se substancialmente no corrente ano atingindo 102.

Estes resultados significam grandes ganhos para o mercado futuro em 1984, entretanto, ainda estão bem abaixo daqueles alcançados no período 1980-1982.

Ainda na Tabela 2, pode-se verificar um aspecto marcante das negociações do mercado futuro da BVRJ, que é a excessiva concentração dos negócios em ações de empresas estatais. A participação de estatais atingiu seu máximo em 1982, quando os negócios com estas empresas chegaram a 98,4% do volume e 94% da quantidade. Em 1983 estes percentuais caíram para 92,2% e 77,3% mas em 1984 eles voltaram a se elevar para 96% do volume e 82,4% da quantidade.

III - A DISTRIBUIÇÃO DOS NEGÓCIOS POR AÇÕES

De uma forma geral, apesar do grande aumento do número de companhias negociadas, o nível de concentração de negócios do mercado futuro nunca foi tão elevado como em 1984. Como pode ser observado na Tabela 3, o volume do mercado até 1983 era distribuído em sua maioria entre as duas ou três ações de maior volume, basicamente PETR PP, BB PP e VALE PP. Em 1984 o mercado futuro está concentrado em apenas uma ação: VALE PP, que até novembro, detém 86,5% do total do volume. A segunda e terceira colocadas, BB PP e PETR PP, movimentaram apenas 5,3% e 3,1% respectivamente. Este cenário pode ser visualizado na Figura 2. Ela apresenta as curvas acumuladas de concentração de volume de ações no ano inicial do mercado futuro, 1979, em 1983 e no último ano de 1984.

Para as dez ações mais negociadas examinou-se também o volume das operações diretas, ou seja, das operações nas quais compra e venda são intermediadas pela mesma corretora. 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 e os resultados são apresentados na Tabela 4. Para todos os anos, salvo raras exceções, as três ações mais negociadas se caracterizam pelos mais baixos percentuais em diretas. Portanto, os mais altos percentuais estão associados às ações menos negociadas. Em 1983 e 1984 o percentual médio em diretas das três primeiras estatais se eleva sensivelmente mas ainda assim, pode-se verificar que o de VALE PP, ação que

TABELA 3

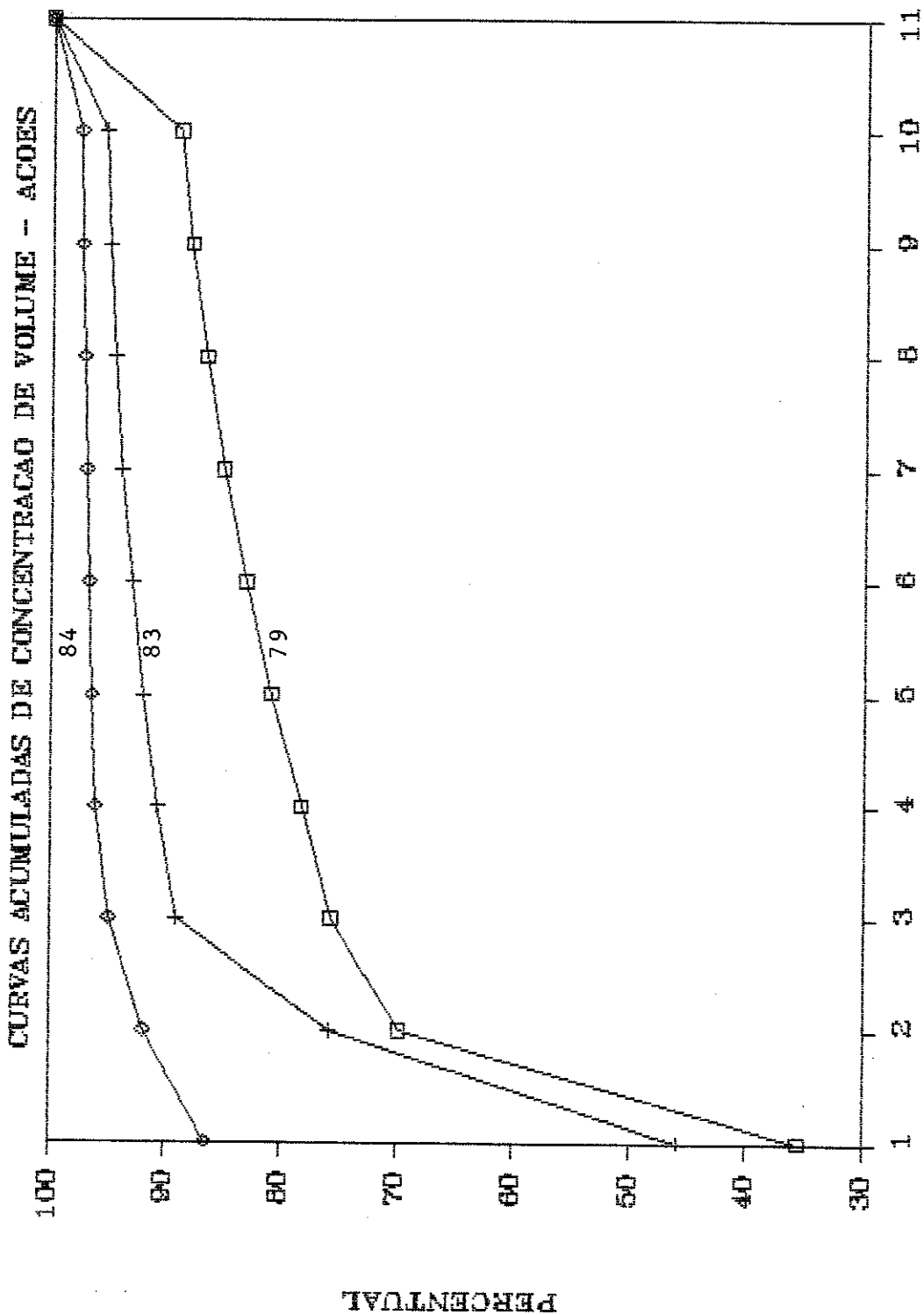
MERCADO FUTURO

AS 10 ACOES MAIS ACOES NEGOCIADAS

ORDEM	1979		1980		1981		1982		1983		1984	
	ACAO	%	ACAO	%	ACAO	%	ACAO	%	ACAO	%	ACAO	%
1	BB PP	35.6	PETR PP	50.5	PETR PP	41.7	PETR PP	55.3	VALE PP	45.9	VALE PP	86.5
2	PETR PP	34.2	VALE PP	24.4	BB PP	41.2	BB PP	38.7	BB PP	30.0	BB PP	5.3
3	VALE PP	5.9	BB PP	16.9	VALE PP	8.3	BESP PP	2.4	PETR PP	13.2	PETR PP	3.1
4	BELG OP	2.6	SAMI OP	2.0	MMT OP	3.1	VALE PP	1.8	BESP PP	1.6	SAMI OP	1.2
5	ACES OP	2.6	DOCA OP	1.5	BESP PP	1.9	MMT OP	0.6	MMT OP	1.3	CESP PP	0.4
6	BRHA PP	2.2	BELG OP	0.8	MMM OP	0.8	MMM OP	0.4	MMT PP	1.0	COPE PA	0.3
7	MMM OP	2.0	MMM OP	0.7	DOCA OP	0.6	DOCA OP	0.2	CESP PP	0.9	ACES PP	0.3
8	LAME OP	1.5	BRHA PP	0.7	BELG OP	0.6	SAMI OP	0.1	MMM OP	0.6	MMT PP	0.2
9	CRUZ OP	1.3	ACES OP	0.7	CRUZ OP	0.5	BRB OP	0.1	FERB PP	0.5	SOLD PP	0.2
10	SAMI OP	1.0	JUTA PP	0.2	BRHA PP	0.2	ACES OP	0.1	ACES OP	0.4	FERB PP	0.2

Nota: O ano de 1984 inclui os resultados ate 30/11

FIGURA 2



NOTA: O Eixo das ordenadas é composto pelas ações classificadas de acordo com o volume financeiro negociado em cada ano. A 11ª posição é o somatório da participação de todas as ações que não as 10 mais negociadas.

TABELA 4

MERCADO FUTURO

PERCENTUAL DE VOLUME EM NEGOCIAÇÕES DIRETAS

ORDEM	1979		1980		1981		1982		1983		1984	
	ACAO	%	ACAO	%	ACAO	%	ACAO	%	ACAO	%	ACAO	%
1	BB	13.6	PETR	8.0	PETR	7.4	PETR	11.8	VALE	22.2	VALE	24.5
2	PETR	11.6	VALE	8.3	BB	10.9	BB	14.1	BB	44.3	BB	42.8
3	VALE	15.0	BB	11.1	VALE	10.3	BESP	19.7	PETR	37.9	PETR	71.2
4	BELG	23.2	SAMI	15.3	WHMT	15.8	VALE	29.4	BESP	22.0	SAMI	75.0
5	ACES	29.8	DOCA	42.5	BESP	14.7	WHMT	20.0	WHMT	33.9	CESP	1.2
6	BRHA	23.0	BELG	18.1	MANM	15.2	MANM	25.0	MONT	84.1	COPE	70.9
7	MANM	16.6	MANM	25.5	DOCA	30.9	DOCA	49.8	CESP	17.6	ACES	67.6
8	LANE	23.5	BRHA	16.7	BELG	23.9	SAMI	23.0	MANM	32.2	MONT	75.7
9	CRUZ	32.5	ACES	33.8	CRUZ	32.2	BARB	83.2	FERB	92.4	SOLO	81.1
10	SAMI	20.5	JUTA	26.5	BRHA	34.2	ACES	6.6	ACES	35.9	FERB	98.1
MEDIA		20.9		20.6		19.6		28.3		42.3		60.8

Nota: O ano de 1984 inclui os resultados ate 30/11

sustentou o mercado especialmente em 1984, é um dos mais reduzidos. A média dos percentuais de diretas de todas as ações passou de 20,9% em 1979 para 28,3% em 1982 elevando-se para 60,8% em 1984. Esta elevação sugere que as corretoras têm procurado uma maior especialização em ações menos negociadas, tentando assim fazer mercado para estas ações.

IV - A DISTRIBUIÇÃO DOS NEGÓCIOS NO MERCADO DE CORRETORAS

Dentre os principais mercados, o mercado futuro é aquele que tradicionalmente apresenta os maiores índices de concentração com relação à distribuição dos negócios entre as corretoras. Em 1984, sessenta e quatro corretoras estiveram atuantes no mercado futuro, o mesmo número de corretoras do ano anterior.

Esta seção prossegue para analisar as características e a distribuição dos negócios no mercado de corretoras, estudando:

- (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.

Estes três aspectos serão analisados tanto para as corretoras em geral como para as corretoras conglomeradas, classificadas desta forma por sua associação a conglomerados financeiros integrados por bancos comerciais ou de investimentos.

Após obter-se a participação de cada corretora no mercado futuro, decidiu-se agrupá-las da seguinte forma:

GRUPO A - Abrange as cinco corretoras com maior volume de negócios no mercado futuro

- GRUPO B - Abrange o segundo grupo com as dez corretoras seguintes com maior volume de negócios.
- GRUPO C - Abrange o terceiro grupo com as dez corretoras seguintes com maior volume de negócios e
- GRUPO D - Abrange as corretoras ativas que não foram incluídas em nenhum dos grupos anteriores.

A Tabela 5 apresenta a evolução da parcela de negócios de cada grupo de corretoras do mercado futuro. De uma maneira geral, a distribuição de volume pelos grupos é extremamente desigual, e a concentração foi crescente ao longo dos anos. Entretanto, de 1983 para 1984 não houve alteração significativa no perfil de distribuição. Este cenário pode ser melhor visualizado na Figura 3, que apresenta as curvas acumuladas de concentração de volume. As curvas de 1983 e 1984 estão praticamente no mesmo nível, existindo pequenas discrepâncias.

O Grupo A, das cinco maiores corretoras, elevou ligeiramente sua parcela, de 44,2% em 1983 para 47,3% em 1984, intermediando praticamente a metade dos negócios. O Grupo B, de 10 corretoras, teve perdas, e seu percentual passou de 30,6% para 25,4%. A parcela do Grupo C ficou exatamente no mesmo nível, 12,8%, enquanto que a das menores corretoras do Grupo D elevou-se de 12,5% para 14,5%. Em resumo, existiram pequenos ganhos de mercado dos Grupos A e D, em detrimento do Grupo B.

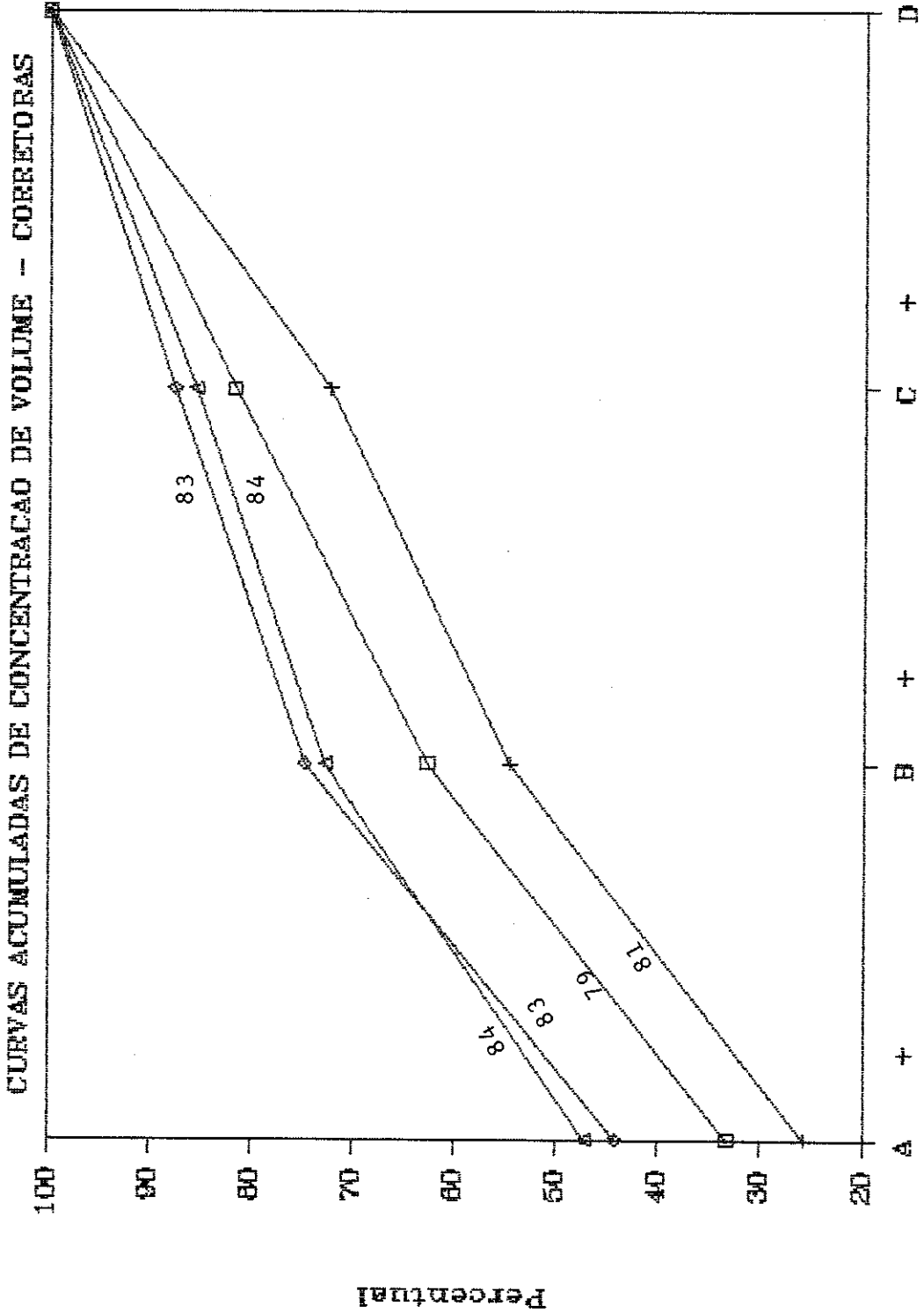
É importante examinar como as corretoras vêm desenvolvendo os mais rentáveis negócios diretos neste mercado

TABELA 5
MERCADO FUTURO
PERCENTAGEM DO VOLUME FINANCEIRO NEGOCIADO - CORRETORAS

GRUPOS	1979	1980	1981	1982	1983	1984
A	33.3	21.1	25.8	39.2	44.2	47.3
B	29.4	28.5	28.8	26.8	30.6	25.4
C	19.0	19.6	17.8	15.0	12.8	12.8
D	18.3	30.8	27.5	19.1	12.5	14.5
CORRETORAS ATIVAS	67	70	68	66	64	64

Nota: O ano de 1984 inclui os resultados ate 30/11

FIGURA 3



tão concentrado. Os dados relativos às negociações diretas são apresentados na Tabela 6 e na Figura 4. Pode-se verificar que o nível de concentração na distribuição dos negócios diretos é muito mais elevado que o dos negócios em geral e que os dos dois últimos anos são os mais altos do período. De fato, a atuação de corretoras em 1984 sofreu uma variação muito pequena em relação ao ano anterior.

O Grupo A, das cinco maiores corretoras, elevou sua parcela de mercado de 60,8% para 62,2%. Por outro lado, o Grupo B teve sua parcela reduzida de 32,8% para 28,5%. Os demais grupos têm parcelas muito pequenas. Enquanto a do Grupo C caiu de 4,6% para 3,3%, a do Grupo D subiu de 1,8% para 5,9%. De uma certa forma, houve apenas uma pequena redistribuição entre os grupos pois a maior parte do mercado continua mesmo nas mãos dos Grupos A e B. As quinze maiores corretoras componentes destes grupos negociavam 93,6% em 1983 e em 1984 negociaram 90,7%.

Os altos percentuais de volume financeiro direto dos dois maiores grupos sugerem que as corretoras têm procurado se especializar em negociações diretas. O exame da média interna de volume financeiro direto também apresentada na Tabela 6 mostra que nos últimos dois anos deve ter havido especialização. Entretanto, ela foi mais intensa em 1983 do que em 1984, haja visto que os percentuais médios dos três maiores grupos declinaram no último ano. A média interna do Grupo A, que era de 31,7% em 1983 caiu para 23,7% em 1984. Reduziu-se também o

TABELA 6

MERCADO FUTURO

DISTRIBUICAO DE NEGOCIACOES DIRETAS - CORRETORAS

% DO VOLUME FINANCEIRO DIRETO

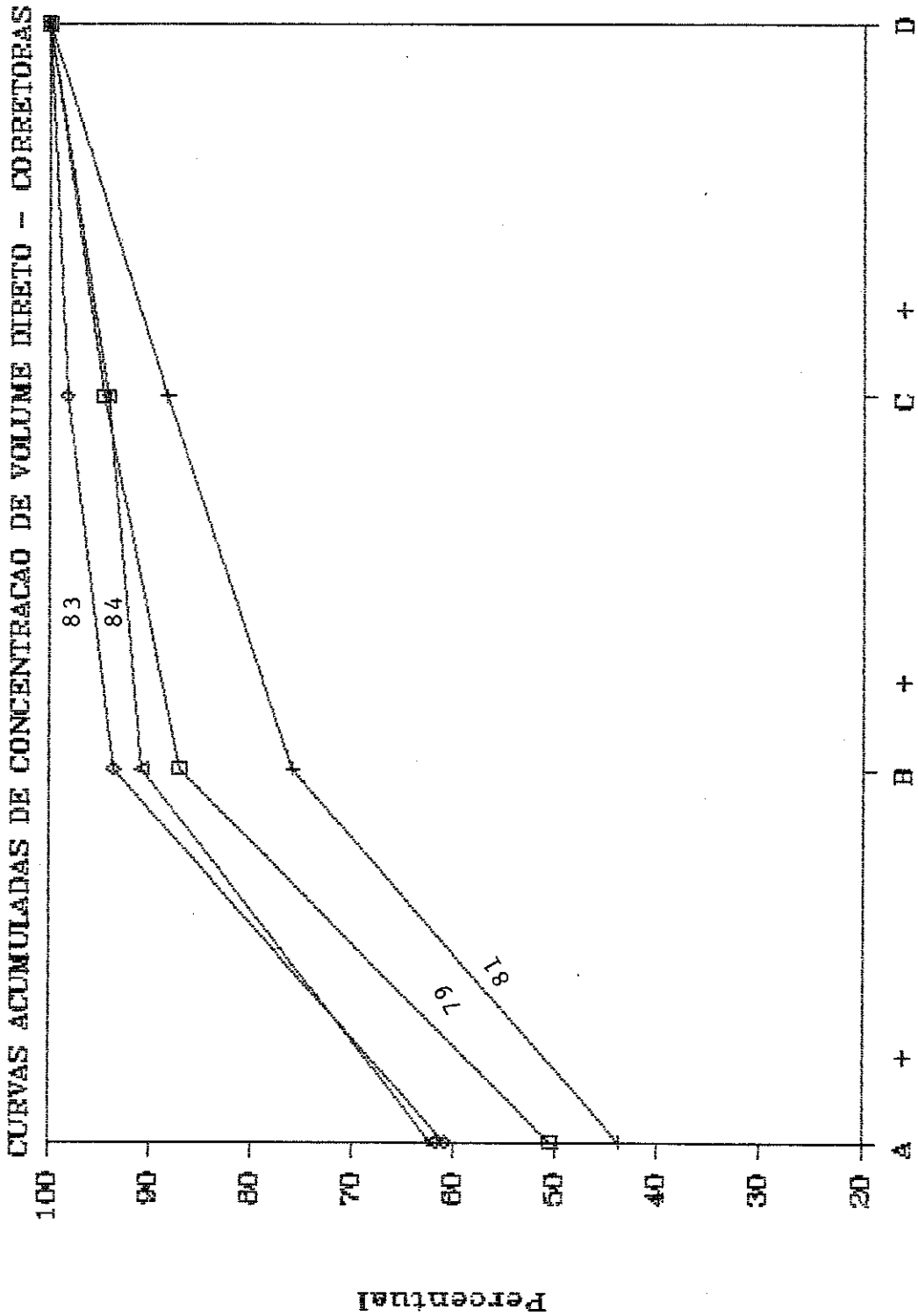
GRUPO	1979	1980	1981	1982	1983	1984
A	50.6	32.2	43.8	46.6	60.8	62.2
B	36.5	36.3	32.1	35.3	32.8	28.5
C	7.5	15.6	12.4	8.7	4.6	3.3
D	5.3	15.9	11.7	9.4	1.8	5.9

MEDIA INTERNA DE VOLUME FINANCEIRO DIRETO

GRUPO	1979	1980	1981	1982	1983	1984
A	17.3	9.0	9.7	10.0	31.0	23.7
B	14.1	7.8	6.2	9.8	23.3	19.3
C	4.0	4.4	3.6	4.0	6.6	3.9
D	1.8	1.9	1.7	2.7	2.7	5.5

Nota: O ano de 1984 inclui os resultados ate 30/11

FIGURA 4



percentual do Grupo B, passando de 23,3% para 19,3%. Nos Grupos C e D os percentuais sempre foram muito pequenos.

Estes resultados sugerem que em 1983 as corretoras adotaram a estratégia de especialização em negociações diretas. Em 1984 isto está ocorrendo, mas com uma intensidade muito menor. Portanto, a concentração na distribuição dos negócios diretos no corrente ano, advém em parte dos percentuais internos de volume direto altos e em parte da própria concentração do volume total nas mãos de poucas corretoras dos Grupos A e B.

Todos estes dados foram levantados também para as corretoras conglomeradas cujas características gerais e distribuição são apresentadas na Tabela 7. O número de corretoras conglomeradas ativas reduziu-se de 17 em 1983 para 15 em 1984. Desta forma, como era de se esperar, o conjunto de conglomeradas teve uma atuação mais fraca em 1984 do que em 1983 no mercado futuro. A parcela de volume financeiro total que elas intermediaram caiu de 36,4% para 28,6%. O mesmo aconteceu com sua parcela de volume direto que era de 29,6% em 1983 e passou para 26,8% em 1984.

Como não podia deixar de ser, houve muitas alterações na classificação destas corretoras entre os grupos. Das quinze corretoras, nove se colocaram no Grupo D e em cada um dos demais grupos havia duas. A não ser pelo fato de ser surgido mais uma corretora no Grupo A, totalizando duas conglomeradas entre as cinco maiores do mercado, de um modo geral elas perderam

TABELA 7

MERCADO FUTURO

CARACTERÍSTICAS GERAIS DE CORRETORES CONGLOMERADOS

	NÚMERO DE CONGLOMERADOS				VOLUME FINANCEIRO TOTAL				VOLUME FINANCEIRO DIRETO				MÉDIA INTERNA DE VOLUME FIN. DIRETO											
	79	80	81	82	83	84	79	80	81	82	83	84	79	80	81	82	83	84						
A	1	0	2	4	1	2	5.4	0.0	10.3	29.1	12.8	16.8	10.8	0.0	16.6	44.9	9.0	15.3	23.3	0.0	9.0	12.2	14.0	15.5
B	3	5	3	3	6	2	8.9	14.6	8.4	8.6	18.6	5.7	13.5	19.7	11.0	7.6	19.2	7.6	18.2	8.8	7.5	6.9	23.0	21.7
C	5	2	1	2	3	2	10.0	3.8	1.7	2.8	3.9	2.7	4.2	3.3	1.4	0.7	1.3	0.8	4.1	4.9	4.6	1.6	5.2	4.7
D	5	7	10	7	7	9	0.3	2.3	6.1	2.6	1.1	3.5	0.1	0.3	3.1	0.4	0.1	3.1	1.6	0.6	2.0	2.2	0.6	13.8
TOTAL	14	14	16	16	17	15	24.6	20.7	26.5	43.1	36.4	28.6	28.6	23.3	32.1	53.6	28.6	26.8	-	-	-	-	-	-

NOTAS: 1 - Doss corretores conglomerados não foram incluídos nos totais de 1979 a 1983 e três não foram incluídas no total de 1984 pois estiveram inativas no mercado futuro nestes anos.

2 - O ano de 1984 inclui os resultados até 30/11

colocação no ranking. O Grupo A, que negociava 12,8% do volume total e 9% do volume direto passou a negociar 16,6% do volume total e 15,3% do volume direto. A parcela do Grupo B com duas corretoras (6 em 1983) caiu de 18,6% para 5,7% do volume total e de 19,2% para 7,6% no volume direto. As conglomeradas dos Grupos C e D continuaram detendo baixos percentuais de volume.

Os percentuais médios internos de volume financeiro direto dos grupos de conglomeradas também estão apresentadas na Tabela 7. As duas conglomeradas colocadas no Grupo A, das 5 maiores corretoras, têm um percentual médio interno de diretas de 15,5%, muito inferior ao do total do grupo que é de 23,7%. Nos Grupos B e C, a média de conglomeradas é ligeiramente maior que o total dos Grupos e no menor grupo, o D, é que parece haver maior diferença a favor das conglomeradas já que sua média interna é de 13,8% contra 5,5% do Grupo como um todo. Em suma, entre as 25 maiores corretoras não parece haver um comportamento diferenciado das corretoras conglomeradas tendo inclusive as do Grupo A um percentual médio inferior ao do Grupo.

V - CONCLUSÃO

Os resultados da análise do mercado futuro em 1984, até novembro, mostram mudanças nas características do seu cenário institucional.

O volume real de negócios cresceu 201% nos onze meses de 1984 em relação ao total de 1983. Com isso, a participação deste mercado no total dos negócios da BVRJ cresceu de 14,2% para 25,5%.

Houve um grande crescimento do número de ações negociadas, que passou de 65 para 102. Entretanto, este crescimento não representou um real alargamento do mercado pois os investidores praticamente convergiram para um só papel, VALE PP, que negociou 86,5% do volume total do mercado. Esta convergência significou uma expressiva elevação do nível de concentração do mercado. Em 1983 VALE PP tinha 45,7% do mercado mas BB PP (30%) e PETR PP (13,2%) também tinham parcelas significativas. Atualmente, BB PP tem 5,3% do mercado e PETR PP 3,1%.

O perfil da distribuição de negócios entre as corretoras praticamente não se modificou no último ano. O nível de concentração manteve-se extremamente elevado. As quinze maiores corretoras que detinham 74,8% em 1983 detêm em 1984 72,7% do total. Com relação à distribuição dos negócios diretos, o quadro em 1984 também é bastante semelhante ao de 1983. A parcela das quinze maiores corretoras que era de 93,6% ficou em 90,7% em

1984.

Os percentuais médios internos de negociações diretas dos grupos em geral reduziram-se mas os dos Grupos A (23,7%) e B (19,3%) continuam elevados, o que sugere uma certa especialização em negociações diretas.

Os resultados para as corretoras conglomeradas demonstram que elas perderam posição tanto em termos de volume total cujo percentual caiu de 36,4% para 28,6% quanto de volume direto, cujo percentual caiu de 29,6% para 26,8%.