

# a Bolsa de Valores e o financiamento de empresas em São Paulo, 1886-1917<sup>1</sup>

Anne Hanley

Professora Assistente da Northern Illinois University (EUA)

O presente artigo analisa a contribuição da Bolsa de Valores para o processo de modernização econômica de São Paulo na virada dos séculos XIX e XX. Seu conteúdo mostra que a Bolsa se desenvolveu rapidamente: de um mercado limitado, informal para o mais importante *locus* de capital financeiro industrial de São Paulo no curto período de tempo de duas décadas. Embora a Bolsa não apareça como tendo tido uma participação institucional marcante no financiamento de empresas, fica claro que o surto de atividades nesse mercado de capitais durante as primeiras décadas do século XX teve como resultado uma contribuição significativa para a precoce e rápida diversificação econômica de São Paulo.

## Introdução

Vários estudiosos têm examinado a relação entre a intermediação financeira formal e a modernização econômica para avaliar a sua importância no processo de desenvolvimento. Em teoria, a emergência de

<sup>1</sup> A pesquisa para este artigo foi realizada com o apoio da Fundação Fullbright e bolsa de estudos do Centro de Estudos Latino-Americanos da Universidade de Stanford. A pesquisa contou também com o apoio financeiro do Departamento de História da Universidade de Stanford e do programa de bolsas do National Endowment for the Humanities. Uma primeira versão deste trabalho foi publicada em inglês no livro *Latin America and the World Economy since 1800*, organizado por John H. Coatsworth e Alan M. Taylor (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1998).

um mercado de capitais formal pode permitir, de modo mais eficiente, as transferências de recursos entre os setores produtivos da economia. A situação do setor financeiro nos primeiros estágios de desenvolvimento pode ser de particular importância para a transformação inicial de uma economia agrícola em uma economia industrial. Desde a hipótese seminal de Alexander Gerschenkron sobre a importância das instituições financeiras na superação do "atraso" econômico até os trabalhos recentes sobre o papel central de redes financeiras baseadas em parentesco para a industrialização da Nova Inglaterra, os historiadores têm esmiuçado essas relações e seu impacto na evolução da economia.<sup>2</sup>

O Brasil é uma área de "domínio recente" no que tange a esse campo de pesquisa. Por três décadas, os estudiosos têm trabalhado na tarefa de entender por que e como a mais importante região agrícola do Brasil, o Estado de São Paulo, transformou-se, de uma simples economia agroexportadora na década de 1880, em líder industrial do País no final da Primeira Guerra Mundial. O foco dessas pesquisas tem recaído sobre as conexões entre os setores cafeeiro e urbano no contexto da economia, o papel do capital e dos empresários estrangeiros em São Paulo, e a importância da proteção tarifária e dos choques econômicos internacionais para o investimento industrial.<sup>3</sup> Foi apenas recentemente que a atenção das mesmas tem se voltado para as instituições financeiras que permitiram a transferência de recursos do setor agrícola para o setor industrial. (Triner, 1994; Hanley, 1995).

Este novo caminho de pesquisa, que, até agora, havia se limitado à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, tem produzido resultados ambíguos. Parece que os bancos forneceram pouco ou nenhum crédito para investimentos aos novos setores urbanos industriais e comerciais, que estavam surgindo e crescendo rapidamente (Hanley, 1995). Isto parece significar que o ônus da modernização teria ficado a cargo do mercado de ações e títulos. Um estudioso encontrou importantes ganhos de produtividade obtidos por sociedades anônimas em relação a empresas financiadas privadamente (Haber, 1996), enquanto outra autora verificou que a emergência de um mercado de ações e títulos trouxe poucos benefícios para a economia, devido ao persistente fracasso desse merca-

<sup>2</sup> Gerschenkron (1962), Baumol (1965), Cortrell (1979), Michie (1987), Lamoreaux (1994).

<sup>3</sup> Dean (1969), Fishlow (1972), Mattoon (1977), Katzman (1978), Silva (1978), Versiani (1979), Cano (1981), Suzigan (1986), Topik (1987).

do em acompanhar, no longo prazo, o ritmo de formação das empresas (Triner, 1994).

O presente artigo visa contribuir para esse debate ao usar o exemplo de São Paulo para sugerir que a importância, a longo prazo, do mercado de ações e títulos para o crescimento do setor moderno pode não ser o principal ponto nessa discussão. No caso da bolsa de São Paulo, uma curta e rápida explosão de atividades foi suficiente para provocar um profundo e duradouro efeito sobre o desenvolvimento econômico da região. Depois de uma década de lenta maturação estrutural nos anos 1890, a Bolsa tinha experimentado, em 1917, uma série de mudanças marcantes. Primeiro, ela participou da formação de novos capitais, principalmente em empresas de serviços de utilidade pública e empresas industriais. Segundo, a Bolsa financiou o capital de empresas médias e grandes diretamente, ajudando negócios que estavam além do alcance do financiamento tradicional por grupos familiares ou comunitários. Terceiro, depois de 1909, a Bolsa diversificou suas operações com emissões de títulos de dívidas para o benefício direto das novas empresas industriais e de infraestrutura urbana. E, finalmente, esse foi um fenômeno local. Apesar do capital estrangeiro ter tido uma presença considerável na economia de São Paulo, ele não suplantou: formação de capital doméstico que ocorria nas áreas urbanas de São Paulo por meio da venda de ações e títulos, nem sequer com ela competia. Esse breve e intenso período no começo do século XX deu a São Paulo uma estrutura vital para a sua precoce e rápida modernização.

### **Os primeiros tempos da profissão de corretagem de valores**

A história do mercado de ações e títulos começou com a abrangente legislação comercial de 1850. Essa legislação, conhecida como Código Comercial, foi instigada pelo rápido crescimento da demanda internacional pelo café brasileiro.<sup>4</sup> O aumento relativamente rápido da população de fazendeiros, comissários, mercadores e exportações envolvidos no comércio de café tornou necessária a padronização das práticas de negócios para facilitar as trocas e reduzir as fraudes. O Código Comercial introduziu uma série de regulamentos delimitando a aceitação de vários tipos de títulos comerciais. Posteriormente foi além e tor-

<sup>4</sup> Brasil, Lei N.º 556, de 25 de junho de 1850

nou-se a base de um corpo de leis escritas nas décadas de 1860 e 1870, para regulamentar as formas legais da atividade de corretagem e a organização de negócios, inclusive as responsabilidades fiscais de sócios e investidores em casos de falência, e os meios legais de investir em ações de empresas e comercializá-las. Os resultados foram um crescimento, embora modesto, de firmas com o formato de sociedade anônima, a emergência da profissão regulamentada de corretagem e, por fim, a organização da Bolsa de São Paulo.

Entre 1850 e 1890, o formato da sociedade anônima teve uma utilidade limitada para a comunidade de negócios de São Paulo, devido aos obstáculos reguladores estabelecidos pelo Código Comercial e pelas leis que o seguiram. Esses regulamentos exigiam que as sociedades anônimas solicitassem ao Governo Imperial um alvará de funcionamento, o que requeria um ato do Congresso. Era também exigido que essas sociedades tivessem uma parte razoavelmente substancial do capital social já realizado, antes de iniciarem suas operações. A mais onerosa de todas as cláusulas era, no entanto, a que sobrecarregava os investidores com responsabilidade ilimitada em relação aos débitos das empresas em que investissem, por cinco anos a partir da data de compra da ação, mesmo que as ações tivessem sido negociadas nesse ínterim. Na época, reconheceu-se que essa cláusula era prejudicial aos negócios, o que lhe rendeu o apelido de "Lei dos Entraves".<sup>5</sup> A economia brasileira era, naquela época, predominantemente agrícola, e as atividades comerciais e industriais não angariavam a simpatia do Governo.

As únicas empresas capazes de atrair investidores, nesse ambiente de legislações relativamente hostis aos negócios, eram os bancos, as ferrovias e as empresas de serviços públicos (Tabela 1). Essas companhias, dado o volume do capital requerido, não eram fundadas facilmente mediante fontes tradicionais de financiamento baseadas em relações de parentesco ou de amizades e portanto dependiam de um grupo maior de investidores. Entretanto, elas eram capazes de buscar investidores onde outros tipos de empresas não conseguiam. Para tanto, adotaram dois caminhos.

O primeiro foi aquele seguido pelos bancos, que começaram como companhias de capital fechado e se mostravam invariavelmente lucra ti-

<sup>5</sup> Brasil, Lei N.º 1.083, de 22 de agosto de 1860. Os legisladores se referiam à indústria brasileira como "artificial" porque muitas empresas industriais usavam insumos importados (por falta de uma opção nacional). Eles temiam que a indústria viesse a competir com a agricultura.

Tabela 1. Composição Setorial da Bolsa de Valores de São Paulo por Número de Companhias e Valor de Capital Social Realizado (Capital em contos de réis)

|                              | 1886                     | 1905 | 1909 | 1913 | 1917 | 1886                   | 1905    | 1909    | 1913    | 1917    |
|------------------------------|--------------------------|------|------|------|------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Número de companhias         | 27                       | 28   | 73   | 185  | 158  |                        |         |         |         |         |
| Valor Nominal do Capital     |                          |      |      |      |      | 70.312                 | 213.025 | 263.592 | 441.923 | 403.425 |
| Valor Real (1906) do Capital |                          |      |      |      |      | 104.414                | 228.200 | 265.851 | 391.533 | 280.351 |
|                              | Número de Companhias (1) |      |      |      |      | Porcentagem do capital |         |         |         |         |
| Ferrovias                    | 12                       | 5    | 9    | 9    | 3    | 82                     | 70      | 60      | 41      | 41      |
| Bancos                       | 4                        | 8    | 7    | 7    | 4    | 6                      | 16      | 10      | 7       | 6       |
| Serviços Públicos            | 7                        | 5    | 13   | 44   | 43   | 9                      | 4       | 6       | 11      | 14      |
| Indústria Têxtil             | 0                        | 1    | 10   | 24   | 19   | 0                      | 1       | 7       | 10      | 9       |
| Outras Empresas Industriais  | 3                        | 7    | 13   | 41   | 38   | 2                      | 9       | 9       | 13      | 13      |
| Empresas Não-industriais     | 1                        | 2    | 21   | 60   | 51   | 0                      | 1       | 8       | 18      | 18      |

Fontes: "Ações de companhias em 31 de dezembro de 1886" em *Relatório apresentado ao Presidente da República de São Paulo pela Comissão Central de Estatística* (São Paulo, 1888) e *O Estado de S. Paulo* janeiro de 1906, 1910, 1914 and 1918.  
Observação: (1) "Número de Companhias" significa as companhias organizadas como sociedades anônimas naquele ano.

vos por se aterem a práticas comerciais bancárias lucrativas e de baixo risco. O setor foi capaz de se expandir durante a era da responsabilidade ilimitada atraindo investidores com reputação estabelecida (Hanley, 1995). Um banco foi fundado como sociedade anônima em São Paulo na década de 1870 e três outros na década de 1880. Esses quatro bancos juntos representavam um investimento de 4,5 contos de réis, ou um torno de dois milhões e meio de dólares, distribuídos em 120 mil ações em 1886.<sup>6</sup>

As ferrovias e empresas de serviços de utilidade pública seguiram uma segunda via para atrair investidores: o apoio financeiro do Governo. Todas as ferrovias receberam garantias de Juros do Governo durante as décadas de 1870-1890, com o propósito explícito de atrair investidores.<sup>7</sup> As garantias funcionaram. As empresas ferroviárias tiveram uma

<sup>6</sup> O mil-réis, expresso como 1\$000, era a moeda nacional e valia aproximadamente cinquenta centavos do dólar na década de 1880. Em 1892 houve uma depreciação cambial e a moeda brasileira passou a valer cerca de trinta *cents*, flutuando entre quinze e trinta e três *cents* até a Primeira Guerra Mundial. Mil mil-réis eram equivalentes a um conto. Todas as taxas de conversão neste artigo são de Barreto (1977).

<sup>7</sup> As garantias eram concedidas a cada linha para pagamento aos investidores em

expansão impressionante durante as décadas de 1870 e 1880, e encontraram um grupo aparentemente infindável de investidores domésticos a quem recorrer. A ferrovia Mogiana cresceu de 15 mil ações, valendo três mil contos em 1874, para mais de 605 mil ações, valendo quinze mil contos em 1886. O investimento em ações no setor de ferrovias valia mais de cinquenta e sete mil contos em 1886 ou, aproximadamente, trinta milhões de dólares, distribuídos entre os investidores em 278 mil ações.<sup>8</sup>

As empresas públicas, de transporte urbano e outras utilidades, não receberam as mesmas garantias de juros que as ferrovias, mas tinham a garantia de monopólio, concedida pelo Governo. Além disso, era o Governo Provincial que estabelecia as tarifas que as empresas de serviços públicos podiam cobrar. Quando essas empresas de serviços de utilidade pública tinham problemas financeiros, o Governo Provincial autorizava um aumento das tarifas ou as socorria financeiramente, para a irritação dos consumidores, que estavam sempre prontos para criticar o péssimo serviço e os altos preços. Uma dessas empresas, a Companhia Cantareira e Esgotos, que tinha o monopólio de água e esgoto no município de São Paulo, reduziu suas dificuldades financeiras com novo capital de investidores bem como por meio de ajuda governamental<sup>9</sup>. Era evidente que essa empresa de serviço de utilidade pública tinha uma importante rede de proteção, que a resguardava e também seus investidores, da responsabilidade associada à falência.

E interessante observar que a formação do capital dos maiores e mais importantes empreendimentos nesse período parece ter sido um fenômeno local. Em São Paulo, havia apenas uma ferrovia de propriedade estrangeira e três bancos estrangeiros durante esse período. Os

époas de perdas. Quando a linha começava a dar lucro acima de um patamar estabelecido, normalmente 7%, o excedente era dado ao Governo como pagamento pelas garantias recebidas.

<sup>8</sup> Companhia Mogiana, 25 de janeiro de 1874 a 1886.

<sup>9</sup> Documentos oficiais mostram que, a partir de 1886, a Companhia Cantareira e Esgotos também aumentou o empréstimo tomado do Governo Provincial de São Paulo. Esse empréstimo ilustra a proteção que as empresas de serviços de utilidade pública recebiam. O adiantamento devia ser pago com o crédito que a empresa recebesse do governo de São Paulo para cada casa que servisse. Ao final da transação, o Governo que havia bancado tanto o empréstimo quanto os fundos para pagar a dívida, devia à empresa um valor adicional de dois mil réis! Cf. São Paulo "Obras Públicas".

bancos estrangeiros tinham um valor total de menos de 10 por cento dos ativos totais do setor bancário durante a maior parte do período.<sup>10</sup> Além do mais, havia apenas um banco nacional em São Paulo naquela época que *não* estivesse organizado como sociedade anônima. No auge da expansão cafeeira em 1886, pelo menos 23 companhias levantaram fundos com a venda de cerca de 450 mil ações, que representavam trinta e cinco milhões de dólares.<sup>11</sup> O emprego do formato da sociedade anônima para a organização de negócios ajudou São Paulo a fundar um setor bancário regional, e a levantar capital para o amplo sistema de ferrovias, que expandiram a fronteira agrícola de São Paulo e permitiram o seu surto cafeeiro.

## 1890-1905

O período entre 1890 e o início do século **XX** começou como um dos mais agressivos processos de expansão das atividades econômicas na história brasileira e terminou com as políticas mais recessivas da época. A recessão atuou como um freio na formação de empresas. O fato de que, em 1905, o número de ações listadas na Bolsa fosse igual ao observado em 1886 mostra claramente a interrupção do *boom* que se registrara no início da década. Apesar dos altos e baixos desses quinze anos, houve uma profunda transformação na Bolsa. Essa transformação se articulou em três correntes principais: a emergência de novas firmas urbanas e industriais formadas como sociedades anônimas, o impressionante crescimento da propriedade de ações, e o início do uso do mercado de títulos como instrumento financeiro. Apesar do pequeno volume de negócios na Bolsa em 1905, as experiências da década de 1890 deixaram a instituição pronta para um novo e prolongado surto econômico, que perduraria até a Primeira Guerra Mundial.

A primeira Bolsa de São Paulo foi organizada em 1890 como resultado das mudanças legislativas logo após o nascimento da República. O

<sup>10</sup> A criação de um terceiro banco estrangeiro em 1889 elevou a participação estrangeira para vinte por cento.

<sup>11</sup> Mello (1985, p.87) examinou inventários para estudar as mudanças estruturais na riqueza no período de 1845 a 1895 e descobriu que " (...) a participação declinante dos escravos corresponde a um aumento da propriedade real. Mas esta não foi a única que aumentou sua parte na riqueza; novas forma, (...) especialmente ações de empresas aumentaram sua participação".

novo regime, politicamente centrado no próspero eixo Rio - São Paulo, abandonou as políticas cautelosas da Monarquia e passou a favorecer ativamente a expansão da empresa nacional. As mais importantes reformas para a comunidade empresarial foram aquelas que suspenderam a responsabilidade ilimitada a qual, por décadas, tinha estancado o interesse do investidor pelas sociedades anônimas. As reformas de janeiro de 1890 reduziram o capital mínimo requerido para funcionamento e limitaram a responsabilidade dos acionistas ao valor de suas ações<sup>12</sup>. A reforma legislativa, associada à implementação de novas políticas monetárias, iniciou um intenso movimento de investimento e especulação que se tornou conhecido como Encilhamento. Mais de duzentas sociedades anônimas foram fundadas em São Paulo, nos primeiros seis meses depois das reformas, enquanto que no final de 1887, apenas trinta estavam em operação. Em agosto de 1890, um corretor proeminente, Emílio Rangel Pestana, mencionou a necessidade de se constituir um foro para esse comércio volumoso e fundou o primeiro mercado formal de ações e títulos de São Paulo, a Bolsa.

A euforia do Encilhamento não perduraria por muito tempo, pois as consequências das políticas monetárias e creditícias liberais foram a especulação, a fraude e a inflação. O Brasil foi assolado por taxas da inflação que causaram a depreciação da taxa de câmbio, encarecendo tudo aquilo que tinha o seu valor dado em moeda estrangeira. As importações, sobre as quais incidiam impostos - que constituíam a principal fonte de receita do Governo - declinaram, enquanto que o serviço da dívida aumentou consideravelmente. O Governo reagiu concentrando-se novamente no único objetivo de restaurar o valor do mil-réis, principalmente restringindo a oferta da moeda. Ao tentar alcançar esse objetivo, o Governo pressionou a capacidade de as empresas existentes sobreviverem e acabou desencorajando novos investimentos.<sup>13</sup> Numerosos relatórios anuais da época citaram a estagnação da economia e novos impostos sobre transações comerciais como cau-

<sup>12</sup> As empresas podiam começar a operar quando dez por cento do seu capital tivesse sido realizado e as ações podiam ser negociadas, desde que as empresas já tivessem realizado vinte por cento de suas ações. Os acionistas, que anteriormente eram responsáveis pelo valor de suas ações por um prazo de cinco anos, eram absolvidos de toda a responsabilidade cada vez que os balanços financeiros fossem aprovados nas assembléias gerais dos acionistas. De um modo geral, essas assembléias eram convocadas de seis em seis meses. Brasil, Decreto N.º 164, de 17 de janeiro de 1890.

<sup>13</sup> Pelaez e Suzigan (1976).

sas para os lucros reduzidos. Os anos finais da década de 1890 mostraram-se tão hostis aos negócios quanto os anos iniciais da década tinham se mostrado estimulantes.

A despeito do mal-estar econômico, o Governo deixou o principal item da legislação intacto; os investidores continuaram livres de praticamente toda responsabilidade associada com o investimento em uma sociedade anônima.<sup>14</sup> Um pequeno mas diversificado número de novas empresas foi organizado utilizando o formato da sociedade anônima durante toda a década de 1890. Muitas dessas eram empresas comerciais e de serviços de utilidade pública, que aproveitaram a circulação acelerada de bens e serviços desencadeada pela expansão cafeeira. Outras eram empresas industriais, listadas publicamente pela primeira vez na história de São Paulo. A responsabilidade limitada significava que as empresas que, anteriormente, por serem muito novas ou por não terem ainda conquistado a confiança do público e, portanto, serem incapazes de atrair recursos financeiros que não fossem de grupos privados, grupos de parentesco ou de amizade, poderiam, agora, recorrer a uma fonte muito maior de recursos para se estabelecer.

Muitas, senão a maioria, dessas empresas foram de duração efêmera devido às políticas fortemente recessivas do Governo Central ao longo da década de 1890, depois do Encilhamento. Naqueles anos, o número de sociedades anônimas listadas na Bolsa foi pequeno, dando a impressão de que tinha ocorrido pouco desenvolvimento. Essa impressão é, contudo, enganadora. Pelo menos 87 empresas foram formadas por meio de lançamento de ações da Bolsa durante aquela década, representando setores como maquinário e metalurgia, serrarias e móveis de madeira, têxteis, produção de chapéus e calçados, processamento de alimentos, cervejarias, papel, gráfica, indústrias químicas simples e outras atividades comerciais e industriais<sup>15</sup>. Enquanto essas empresas cons-

<sup>14</sup> Uma nova mudança da legislação comercial de janeiro de 1890 elevou o nível mínimo de capital realizado necessário para operações de dez para trinta por cento, e o nível de capital realizado necessário para comercialização de vinte para quarenta por cento. Brasil, Decreto N.º 850, de 13 de outubro de 1890.

<sup>15</sup> A fim de captar o desenvolvimento dos negócios em São Paulo, foi organizada uma lista de todas as empresas de existência conhecida no período 1890-1905 para comparar com as listas da Bolsa. Essa lista foi compilada a partir de diversas monografias sobre a industrialização no Brasil e juntada às listas de preços de ações dos jornais para chegar a um universo de entre 113 e 139 firmas. Pelo menos 87 delas estavam organizadas como sociedades anônimas. Havia ainda 26 firmas

tituíam uma porcentagem minúscula do universo de firmas em São Paulo, parece que as firmas industriais entre elas passaram a compreender uma porção substancial- quase 19 por cento - do capital industrial de São Paulo ao final do período.<sup>16</sup>

A segunda tendência principal da transformação estrutural da Bolsa durante o período foi o impressionante crescimento do número de ações. Enquanto apenas vinte e oito sociedades por ações foram listadas nos anos de 1886 e 1905, o volume e o valor das ações listadas na Bolsa triplicaram.<sup>17</sup> Vários fatores contribuíram para essa expansão. Primeiro, os bancos fundados depois de 1890 eram significativamente maiores do que aqueles que estavam operando na década de 1880. Segundo, duas das empresas ferroviárias - a Paulista e a Mogiana - sofreram uma expansão notável. Em 1905, cada uma delas tinha um capital maior do que todo o setor ferroviário em 1886, e seu valor combinado representava cerca de dois terços do capital realizado registrado na Bolsa em 1905. Terceiro, as empresas industriais que entraram na Bolsa depois de 1890 eram maiores que as empresas de infra-estrutura que desapareceram até 1905.

Ao mesmo tempo em que o número total de ações aumentava, ocorria um tipo de democratização no mercado de capitais, o que significa que o crescimento do número de ações registradas na Bolsa foi acompanhado por um aumento do número de investidores no mercado acionário. Os dados das duas maiores empresas registradas na Bolsa confirmam essa constatação. O número de acionistas da Companhia Paulista dobrou entre 1893 e 1905, assim como o número de investidores na Companhia Mogiana, entre 1891 e 1903. Cada empresa tinha, aproximadamente, 1.100 acionistas no início da década

identificadas como indústrias, mas não pelo nome, razão pela qual não foi possível definir seu status. Veja-se Dean (1969), Cano (1981), Suzigan (1986), *O Estado de S. Paulo e Correio Paulistano*.

<sup>16</sup> Cano (1981) estima que o número de firmas operando em 1907 era de 1.114, com um capital total avaliado em 131.9 mil contos. De acordo com a presente pesquisa, o valor do capital de firmas industriais organizadas como sociedades anônimas representava em 1907 um total de 24.876 contos, ou 18,9% do total do capital industrial de São Paulo.

<sup>17</sup> Havia 449.562 ações em mãos de investidores em 1886 e 1.216.042 em 1905. As emissões de 1886 totalizavam 70.312.400 mil-réis de capital (nominal) realizado. As emissões de 1905 totalizavam 213.025.000 mil-réis de capital (nominal) realizado. Em termos reais, o capital realizado pouco mais que dobrou.

de 1890 e mais de 2.100 acionistas uma década mais tarde.<sup>18</sup> A taxa de crescimento do número de acionistas ultrapassou em muito o crescimento populacional do Estado, um sinal de que o aumento do número de acionistas não refletia apenas um fenômeno demográfico.<sup>19</sup> Os registros das duas ferrovias também mostram que a concentração de ações nas mãos dos grandes acionistas diminuiu entre 1890 e 1905. Os maiores acionistas da Paulista, assim como os da Mogiana, possuíam cerca de catorze por cento das ações da empresa na década de 1890 e apenas oito por cento depois de 1905.<sup>20</sup> A expansão da Bolsa deu-se, então, pela atração de um número maior de pequenos investidores para o mercado de capitais.

O terceiro elemento da transformação estrutural da Bolsa durante o período, embora o mais tímido dos três, residiu nos primeiros sinais do estabelecimento de um mercado para novos tipos de títulos de dívidas. Antes de 1890, todas as emissões de títulos eram ligadas às empresas de serviços e de infra-estrutura que acompanharam a expansão do setor cafeeiro - tais como bancos, ferrovias, serviços de utilidade pública e de transportes urbanos, e máquinas de beneficiamento de produtos agrícolas. Depois de 1890, entretanto, as empresas industriais e de construção imobiliária começaram a recorrer ao mercado de títulos para o seu financiamento.

O primeiro título emitido por uma empresa não-pertencente ao grupo de infra-estrutura nessa época foi o da Companhia Industrial de São Paulo, uma firma industrial que trabalhava com têxteis, gráfica e fósforos. Outra firma manufatureira de papel, cerâmica e cal- a Com-

<sup>18</sup> Companhia Paulista (30 de abril de 1893 e 30 de junho de 1905). A Paulista listou 1.069 acionistas em 1893 e 2.119 em 1905. Companhia Mogiana (25 de outubro de 1891 e 21 de junho de 1903). A Mogiana listou 1.093 acionistas em 1891 e 2.163 em 1903.

<sup>19</sup> A população de São Paulo, que era de 1,4 milhões em 1890 e 2,3 milhões em 1900, teve um aumento de sessenta e quatro por cento. O número de acionistas nessas empresas aumentou noventa por cento, aproximadamente, no mesmo período.

<sup>20</sup> A definição do que constituía um grande acionista, mudou ao longo do tempo, neste trabalho, à medida que o número de acionistas aumentava. Para a Mogiana, a porcentagem de acionistas proprietários de 200 ou mais ações era 20% em 1891 e 17% em 1894. A porcentagem de acionistas proprietários de trezentas ou mais ações era de 13,6% em 1899, 10% em 1903, e de 8,2% em 1907. Para a Paulista, o número de acionistas proprietários de quinhentas ou mais ações, que era de 13,8% em 1893, caiu para 7,9% em 1905. Observa-se uma clara tendência de declínio em ambos os casos.

panhia Melhoramentos de São Paulo - emitiu debêntures em 1895. Em 1897, a Companhia Progridior, uma empresa de construção imobiliária, que também construía subestações elétricas para fornecer energia para seus próprios prédios, emitiu seus títulos na Bolsa de São Paulo. Embora o mercado de títulos não fosse empregado extensivamente pelas empresas industriais e outras companhias urbanas, registrou-se, a partir de 1887, uma mudança em seu perfil. Os investidores começaram a considerar o financiamento de empréstimos de longo prazo para novos tipos de empreendimentos econômicos. Esse novo interesse iria tornar-se uma alternativa extraordinariamente importante de financiamento para as empresas poucos anos mais tarde.

Essa década, aparentemente estática, abrigou na verdade, um dos avanços mais significativos em direção a um mercado de capitais mais maduro e mais diversificado. A estagnação da década de 1890 ocorreu devido a condições macroeconômicas, e não por causa de um defeito congênito do mercado. A severa recessão propositalmente provocada pelo Governo Central para estabilizar as taxas de câmbio, teve como efeito frear novos investimentos em negócios privados. Isso se refletiu na incapacidade da Bolsa de se expandir durante esse período. Em lugar de se expandir, a Bolsa dedicou-se a mudar o próprio perfil, a fim de acomodar novas linhas de negócios.

### 1905-1917

As mudanças que o mercado de ações e títulos vivenciou entre 1905 e 1917 foram múltiplas e evidentes. Houve um rápido crescimento no número e nos tipos de ações e títulos negociados na Bolsa depois de 1905; um aumento considerável na proporção de capital industrial regional financiado pela venda de ações; e uma rápida expansão na emissão de títulos, importante para a onda de desenvolvimento que ocorria. Este foi um fenômeno puramente local, divorciado tanto da influência do mercado de capitais do Rio de Janeiro quanto da dominação do capital estrangeiro. A constatação da natureza doméstica desse período de notável crescimento contraria uma forte tendência da historiografia do desenvolvimento econômico brasileiro.

Essa historiografia dá ênfase ao fato de que o ambiente econômico vigoroso e estável depois de 1906 era tão atrativo ao capital estrangeiro que este afluiu em ondas, fazendo crescer a economia brasileira em sua maré ascendente. Este trabalho evidencia um quadro alternativo na época para a região de São Paulo, com os empreendimentos, o capital e

o investimento brasileiros apoiando o crescimento e a diversificação da economia regional. A Bolsa constituiu um *loeus* de crescimento para setores urbano-industriais, comerciais e de serviços de utilidade pública por um período breve, mas crucial, na economia do pré-Guerra. A velocidade com que o formato das sociedades anônimas estava sendo adotado na formação de novas empresas, e a dimensão da formação de capital que ocorreu como resultado, contribuiu de modo significativo para a modernização do Estado de São Paulo.

O renascimento da Bolsa de São Paulo esteve diretamente relacionado ao novo vigor macroeconômico resultante da política governamental implementada depois de 1906. O rápido crescimento da economia cafeeira nas décadas de 1880 e 1890 desencadeara uma expansão da área plantada para muito além da demanda, o que acabou provocando uma crise no setor cafeeiro.<sup>21</sup> A superprodução pressionou os preços internacionais do café, e a receita de exportação declinou à taxa de dez por cento ao ano, entre 1901 e 1904. O governo de São Paulo decidiu intervir no mercado, comprando o excesso de estoque de café para sustentar os preços. Além disso, o Governo instituiu uma taxa de câmbio fixa, que dava estabilidade aos preços internos. Estas medidas protegiam a renda do setor econômico mais importante de São Paulo e anunciavam uma nova era de crescimento e prosperidade.

Essa nova infusão de riqueza em São Paulo, embora artificial, livrou a economia local das políticas recessivas da virada do século e trouxe empresários e investidores de volta para o mercado. Entre 1905 e 1906, o número de empresas financiadas pela venda de ações na Bolsa de São Paulo aumentou em 25 por cento. O crescimento na formação de sociedades anônimas foi especialmente grande durante o período, entre 1909 e 1913. Este foi o ano em que o mercado atingiu o pico, tendo sido especialmente notável para as empresas de serviços públicos, comerciais e industriais urbanas. De todas as empresas registradas na Bolsa por volta de 1913, entre 65 e 70 por cento das companhias de serviços de utilidade pública, firmas têxteis e outras empresas industriais e comerciais urbanas tinham sido fundadas durante esse período de cinco anos de rápida expansão. Por volta de 1913, 167 de 185 empresas eram companhias de infra-estrutura, de serviços de utilidade pública, companhias comerciais e industriais urbanas, o que marca uma mudança

<sup>21</sup> Holloway (1975) fornece uma análise detalhada da política de apoio ao setor cafeeiro.

fundamental num mercado que fora composto basicamente de ações dos bancos e ferrovias. (ver Tabela 1).

Se observarmos as mudanças, por setor, introduzidas na economia paulista pelas novas sociedades anônimas por meio de sua capitalização, então o número de empresas de capital aberto, os avanços do período pós-1900 tornam-se um pouco amortecidos. Isto se dá por causa do volume predominante de capital das ferrovias, historicamente levantado por meio da venda de ações, em relação a todos os outros negócios. Apesar de as ferrovias representarem um pequeno número de empresas no mercado, na década de 1890 e início da de 1900, o seu capital dominava a Bolsa. Ao longo de 1909, mais da metade de todas as ações nas mãos dos investidores, e 60 a 70 por cento de todo o capital realizado registrado na Bolsa, estavam investidos em empresas ferroviárias. Com efeito, as empresas ferroviárias foram as que mais absorveram capital nos primeiros anos da atividade de corretagem, e sua expansão agressiva nas décadas de 1880 e 1890 deu-lhes o domínio quase total do capital do mercado acionário de São Paulo.<sup>22</sup>

Embora seja verdade que nenhum outro setor emergiu em 1917 para desalojar as ferrovias como principal setor representado na Bolsa, há indícios claros do significativo crescimento de empresas de serviços de utilidade pública e de firmas comerciais e industriais depois de 1905. Esses grupos, juntos, disputavam pouco menos de 15 por cento do total de capital realizado registrado na Bolsa em 1905, a maior parte em empresas industriais. Por volta de 1909, o crescimento do número de firmas de setores urbanos teve o efeito de dobrar sua participação no valor de ações em todo o capital registrado. Em termos reais, o capital investido nas empresas de serviços públicos quase triplicou entre 1909 e 1913, enquanto que o capital de firmas do setor industrial dobrou. As companhias não-industriais tiveram seu investimento real aumentado em três vezes e meia. Enquanto isso, o valor das ações de ferrovias e bancos permaneceu estável ou declinou em termos reais. A porção do mercado que lhes correspondia caiu de 85 por cento do total de capital realizado em 1905 para apenas 47 por cento em 1917 enquanto que 53 por cento de todo o capital realizado foi investido em firmas urbanas. (Tabela 1).

O crescimento desses novos setores econômicos era, em grande par-

<sup>22</sup>Essa dominação foi, também, típica nos casos norte americano e inglês, por causa da vasta soma de capitais necessários para a construção das ferrovias e a incapacidade para começar operações antes do término da construção. Foram essas características que tornaram impossível confiar nos lucros como fonte de financiamento.

te, estimulado pelo crescimento demográfico e pela ampliação das áreas cultivadas em São Paulo. A expansão cafeeira das décadas de 1880 e 1890 gerou um crescimento da população local pela imigração de trabalhadores europeus para as fazendas de café. Ao mesmo tempo, a aparentemente infundável demanda por café motivou os fazendeiros a empurrar a fronteira cafeeira para áreas anteriormente despovoadas de São Paulo.<sup>23</sup> A população do Estado quase triplicou, atingindo mais de dois milhões de habitantes, entre os anos da década de 1870 e 1900<sup>24</sup>

Mais de 700 mil imigrantes chegaram em São Paulo entre 1900 e 1915, a maioria atraída pela expansão da agricultura e, portanto, instalando-se no interior do Estado, especialmente em áreas de colonização recente.<sup>25</sup> Os centros urbanos dessas novas áreas exigiam serviços de infra-estrutura que funcionaram como catalisadores para a formação de novas empresas de serviços públicos, enquanto que o influxo de colonos em São Paulo, trabalhadores rurais e urbanos, criaram a demanda por mercadorias produzidas por empresas locais.<sup>26</sup>

A importância dessa nova demanda doméstica para o desenvolvimento urbano-industrial e para o uso do capital acionário para financiar esse desenvolvimento fica ainda mais evidente no exemplo da indústria têxtil. Aqui, o terreno ganho pelas novas sociedades anônimas em relação às tradicionais sociedades por ações (bancos e ferrovias) foi surpreendente. A indústria têxtil cresceu significativamente entre 1905 e 1913.<sup>27</sup> Apenas uma firma têxtil foi cotada na Bolsa em 1905, com

<sup>23</sup>As áreas mais próximas da cidade de São Paulo e de seu porto, Santos, foram povoadas mais cedo por razões ligadas ao transporte. As ferrovias foram, inicialmente, construídas nessas áreas para facilitar o acesso ao porto, mas, mais tarde (décadas de 1890 e início da de 1900), foram utilizadas para abrir novas áreas de cultivo.

<sup>24</sup>Cf. dados de população e imigração de Cano (1981), Tabelas 71, 72 e 73. A população era de aproximadamente 800 mil em 1872 e de 2,2 milhões em 1900.

<sup>25</sup>O estudo clássico de Camargo (1981) sobre o crescimento e distribuição da população de São Paulo identifica dez zonas diferentes. As terras correspondentes às zonas de três acima constituem a clássica região cafeeira do Oeste Paulista. As zonas de seis a oito constituem as regiões de crescimento mais acelerado entre 1900 e 1920.

<sup>26</sup>É notável que a produção de tecidos de algodão, chapéus e calçados, presumivelmente para vestir essa população, tenha dobrado entre 1905 e 1910. Cano (1981).

<sup>27</sup>As empresas têxteis incluem todas as firmas produzindo produtos de lã, seda e algodão. Quando esse trabalho se refere especificamente a têxteis de algodão "os dados relativos às firmas de lã e seda foram retirados dos totais dados para a indústria têxtil.

um valor que representava menos de um por cento do total do capital realizado em ações na Bolsa. Em 1913, havia 24 firmas têxteis com um capital social que representava 10 por cento de todo o capital negociado na Bolsa de São Paulo.

E o que é mais relevante: o formato da sociedade anônima ganhou importância no total de financiamento de empresas têxteis no período. Apenas uma firma têxtil algodoeira tinha sido financiada por venda de ações antes da virada do século, apesar de sabermos da existência de pelo menos 18 firmas têxteis de algodão no Estado de São Paulo constituídas até 1905.<sup>28</sup> A única firma têxtil algodoeira registrada na Bolsa em 1905 detinha 7 por cento de todo o capital investido nas empresas têxteis de algodão de São Paulo.<sup>29</sup> Em 1915, pouco menos da metade das 41 empresas têxteis algodoeiras de São Paulo era financiada por meio da venda de ações, e mais da metade do capital investido na indústria foi levantado por venda de ações.<sup>30</sup> (Tabela 2).

Tabela 2. Empresas têxteis algodoeiras de São Paulo financiadas por ações

| anos | Nº de sociedades anônimas. | N.º total de empresas Têxteis | N.O de Sociedades anônimas % do n.º total de empresas | Capital das sociedades anônimas (contos) | Capital de todas as empresas têxteis (contos) | Capital das sociedades anônimas como % do capital de todas as empresas |
|------|----------------------------|-------------------------------|---|--|---|--|
| 1905 | 1                          | 18                            | 5.6%  | 2.000                                    | 29.600  | 6.8%   |
| 1909 | 9                          | 24                            | 37.5%   | 17.600                                   | 46.700  | 37.7%  |
| 1915 | 21                         | 41                            | 51.2%   | 42.600                                   | 81.500  | 52.3%  |

Fontes: O *Estado de S. Pau/o*. Janeiro de 1906,1910 e 1916. Cano (1981) p.292.

Observações: O capital é cotado em termos nominais. Os dados do Wilson Cano para o número total de empresas e valor total de capital são para 1905,1910 e 1915.

<sup>28</sup> Cano (1981),Tabela 55.

<sup>29</sup> Segundo Cano (1981) havia 18 firmas têxteis de algodão em São Paulo em 1905, com uma capitalização total de 29.600 contos. A única firma registrada na Bolsa, a Companhia Industrial de São Paulo, tinha um capital social de dois mil contos e uma debênture valendo 1.200 contos. Uma segunda firma, o Banco União de São Paulo, que valia 5 mil contos, destinava-se, na época, quase exclusivamente a financiar a sua empresa têxtil Votorantim, mas ainda figurava como um banco nos registros da Bolsa. Se o capital dessa segunda firma for incluído, o valor registrado na Bolsa do capital das companhias têxteis de algodão em 1905 aumenta para quase 38 por cento do capital têxtil de algodão em 1905.

<sup>30</sup> Os valores do capital das sociedades anônimas têxteis em 1905,1909 e 1915 foram comparados com os valores de capital calculados por Cano (1981) para todas as firmas em 1905,1910 e 1915.

Além do mais, há que se observar que a sociedade anônima foi, significativamente, o formato preferido para a constituição de empresas industriais. Wilson Cano verificou que a indústria cresceu de 18 para 41 firmas entre 1905 e 1915, uma diferença de 23 firmas. Os dados sobre a Bolsa apresentados neste trabalho mostram que vinte novas sociedades anônimas têxteis algodoeiras foram fundadas por meio de sociedades anônimas entre 1905 e 1915, o que significa que, praticamente, todo o crescimento da indústria têxtil foi financiado por intermédio do mercado financeiro.<sup>31</sup> Fica claro, portanto, que a Bolsa desempenhou um papel crucial na expansão da indústria têxtil.

Quando são usados dados agregados para toda a indústria de São Paulo, verifica-se que, comparada com a indústria têxtil de algodão, apenas uma pequena proporção das firmas industriais era registrada na Bolsa; estas, porém, representavam uma porção significativa do capital total empregado no setor industrial de São Paulo. Usando as estimativas de Cano sobre o tamanho do setor industrial de São Paulo em 1907 e os cálculos apresentados na nota 32, para o mercado aberto de ações, verifica-se que apenas um por cento das firmas industriais e perto de 20 por cento do total do capital industrial de São Paulo estavam registrados na Bolsa naquele ano.<sup>32</sup> Em 1919, de acordo com Cano, as sociedades anônimas ainda perfaziam apenas 3 por cento de todas as empresas industriais, mas eram responsáveis por 52 por cento de todo o capital industrial de São Paulo.<sup>33</sup>

Que três por cento das firmas industriais respondessem por mais da metade do capital constitui o ponto central para entender-se o significado da contribuição da Bolsa para a modernização econômica. Ela tendia a financiar as médias e grandes empresas que, provavelmente, estavam fora do alcance das fontes de financiamento tradicionais. Os dados publicados sobre a distribuição das firmas brasileiras por tamanho de capital social são escassos, mas uma boa fonte mostra que o

<sup>31</sup> Cano (1981) relata que o valor do capital da indústria têxtil de algodão cresceu 51.900 contos de 1905 a 1915. Desses, 40.600 contos ou 78 por cento, foram levantados na Bolsa.

<sup>32</sup> Usando o Censo Industrial de 1907, Cano (1981) estima que havia 1.114 estabelecimentos industriais no Estado de São Paulo, num valor total de 131.900 contos. Nesta pesquisa, catorze empresas industriais cotadas na Bolsa em 1907 valendo 24.876 contos, ou 18,9% do total de capital industrial foram identificadas.

<sup>33</sup> O universo total do Censo de 1920 era de 4.145 firmas industriais, das quais aproximadamente 128 eram sociedades anônimas. Cf. Cano (1981) Tabela 64.

Brasil em 1912 era uma nação de firmas industriais bastante pequenas, cujo valor médio era de 51 contos (cerca de US\$ 16 mil)<sup>34</sup>. O valor mediano das firmas industriais - ou seja, o valor da firma que se encontra precisamente no meio do universo de firmas - era de apenas um conto (US\$320). As 64 sociedades anônimas industriais registradas na Bolsa de São Paulo, naquele ano, tinham um valor médio de 1.324 contos de capital (US\$424 mil) enquanto o valor mediano destas empresas estava em torno de mil contos (US\$320 mil), ou *mil vezes maior* que o valor mediano nacional. Além do mais, essa fonte mostra que apenas oitocentas das mais de 9 mil firmas industriais no Brasil eram avaliadas em 25 contos ou mais de capital (US\$8 mil). Todas as firmas industriais organizadas como sociedades anônimas em São Paulo estavam acima desse patamar. Com efeito, a menor firma industrial de São Paulo registrada naquele ano era avaliada em quarenta contos, e a segunda menor, em cem contos. Claramente, a Bolsa desempenhava um papel relevante, fomentando as firmas médias e grandes, importantes para a emergente base industrial de São Paulo.

A historiografia tradicional não tem destacado devidamente a importância da formação de capital local no processo de desenvolvimento, tendendo a colocar a ênfase no papel do capital estrangeiro. Os estudiosos têm, por muito tempo, admitido que a fenomenal arrancada do desenvolvimento econômico ocorrida em São Paulo e no Brasil no período anterior à Primeira Guerra foi consequência da entrada maciça de capital estrangeiro, estimulada pelas condições macroeconômicas favoráveis depois de 1906.<sup>35</sup> Os resultados das pesquisas realizadas para este trabalho sobre a contribuição da Bolsa para o financiamento de empresas não estão de acordo com essa interpretação. O trabalho mostra um cenário alternativo em que o capital estrangeiro, apesar de substancial, desempenhou um papel meramente de apoio na formação de empresas domésticas, que eram a pedra angular do desenvolvimento de São Paulo. O capital estrangeiro foi grande em volume e importância para certos setores da economia, mas não competiu nem suplantou o tipo de formação de capital que se constituiu mediante recursos levantados na Bolsa durante aquele período.

Quanto à essa magnitude, o capital estrangeiro foi vultoso. Uma revisão detalhada dos investimentos britânicos na América Latina entre

1865 e 1913 confirma esse dado (Stone, 1987). Os investimentos britânicos no Brasil dobraram entre 1905 e 1913. A distribuição desses investimentos, porém, concentrou-se significativamente em apenas três setores. Das 132 milhões de libras esterlinas de novos investimentos no Brasil, durante esse período, 120 milhões de libras esterlinas foram para ferrovias, empresas de serviços de utilidade pública e empréstimos para o Governo. Em 1909, ano em que o seu valor alcançou o pico em São Paulo, os títulos estrangeiros emitidos para ferrovias correspondiam quase ao valor total da Bolsa e a duas vezes o valor do capital nacional investido em ferrovias. Em 1911, um importante conglomerado de transporte e eletricidade canadense tinha ativos em São Paulo, com um valor estimado de 65 a 80 mil contos de mil-réis<sup>36</sup>. O valor total das empresas de serviços públicos financiadas domesticamente por ações na Bolsa de São Paulo era na época de apenas 25 mil contos de mil-réis. O capital estrangeiro era claramente dominante nesses setores.

Além de direcionar investimentos para negócios, o capital estrangeiro figurava também como fonte importante de empréstimos para o Governo. Estes empréstimos representaram, de longe, a principal destinação dos fundos na história dos empréstimos britânicos no Brasil. Eles foram especialmente relevantes para o desenvolvimento de São Paulo depois de 1906. A decisão do Governo de São Paulo de empreender um programa de apoio ao café implicou o levantamento de significativas somas de capital. O Governo paulista levantou um empréstimo de aproximadamente quatro milhões de libras esterlinas ao arrendar, para os ingleses, a ferrovia Sorocabana, pertencente ao Estado. Em 1907 e 1908, o governo paulista levantou um empréstimo adicional de dezessete milhões de libras esterlinas para pagar compras de café. Esses empréstimos, evidentemente, trouxeram benefícios gerais para a economia. Foi, sem dúvida, a prosperidade da economia cafeeira depois do Convênio de Taubaté em 1906, quando o plano de defesa dos preços do café foi criado, que permitiu essa arrancada do desenvolvimento de São Paulo.

O valor absoluto do capital estrangeiro investido em São Paulo levou os estudiosos a aceitar sua influência dominante sobre as finanças

<sup>34</sup> Cano (1981) Tabela 68.

<sup>35</sup> Dean (1969) e Topik (1987) são bons exemplos dessa postura.

<sup>36</sup> A São Paulo Tramway, Light and Power Company, de propriedade de canadenses, foi formada em 1899 para eletrificação do sistema de bondes puxados a mula de São Paulo. Em 1911, ela se fundiu com a Rio de Janeiro Tramway, Light and Power Company, baseada no Canadá, e com a São Paulo Electric Company para formar a Brazilian Traction, Light and Power Company. Cf. Castro (1979).

regionais, mas há suficiente margem para desafiar essa interpretação. Os setores industriais e de serviços de utilidade pública são casos ilustrativos. Estes dois setores, cujo desenvolvimento tem sido atribuído à participação estrangeira encontraram, na verdade, uma base financeira no mercado de capitais doméstico. A história tradicional do investimento estrangeiro na indústria, tem sido alimentada pelo fato de a maioria dos estabelecimentos industriais de São Paulo em 1920 serem pertencentes a estrangeiros. A maioria dessas empresas, no entanto, era de propriedade individual. Tratava-se de firmas pequenas de propriedade de imigrantes, e respondiam por apenas 14 por cento de todo o capital investido na indústria de São Paulo. Isso pode ser equiparado aos 52 por cento do capital industrial levantado pela venda de ações". Não há dúvida de que uns poucos exemplos proeminentes de envolvimento industrial estrangeiro são, com certeza, encontrados no Brasil, mas esses poucos exemplos eram raros ou ausentes em São Paulo." O financiamento da indústria de São Paulo era um fenômeno local e a Bolsa foi o seu principal veículo.

O mesmo pode ser mostrado para o setor de serviços de utilidade pública. O considerável tamanho da empresa canadense, São Paulo Tramway, Light and Power Company, até hoje conhecida como *Light*, encoberto o fato de que seu investimento era limitado à grande área metropolitana de São Paulo. A *Light* modernizou o transporte da capital para o benefício de dez por cento da população do Estado. As cidades do Interior, contudo, não foram beneficiadas pela presença da *Light*. As empresas de serviços públicos municipais para pequenas e médias Cidades de São Paulo foram financiadas por intermédio da Bolsa. Pelo menos 42 municipalidades fora da capital levantaram dinheiro para melhoramentos urbanos, incluindo água, eletricidade, esgoto e gás, com a venda de ações na Bolsa. A soma de capital estrangeiro era predominante em relação à formação de capital doméstico, mas era estritamente direcionado, e não dominou o desenvolvimento da base industrial e comercial urbana de São Paulo tanto quanto vem sendo sus-

<sup>37</sup> Cano (1981) lista simplesmente o restante dos 34 por cento do capital industrial como "outros". O terceiro tipo de formato de empresas no Brasil era a sociedade limitada.

<sup>38</sup> Uma revisão de empresa por empresa de negócios estrangeiros no Brasil feita por Barreto (1977) verifica que a maioria das firmas investia na criação de gado, mineração, indústria extrativa e transportes.

tentado pela literatura. Pelo contrário, desempenhou um papel importante, mas apenas complementar.

Além de defender a importância do capital estrangeiro, os estudos tradicionais sobre o desenvolvimento brasileiro têm apresentado as grandes fortunas familiares como fonte de financiamento doméstico de empresas. De fato, pesquisa recente sobre a Bolsa do Rio de Janeiro constatou que as companhias eram rigidamente controladas por grupos familiares, impedindo a formação de um *pool* impessoal de investidores. Essa tendência para a propriedade familiar minou a importância de longa data da Bolsa carioca na formação de empresas (Triner, 1994).

O caso de São Paulo, em contraposição, parece apontar para um grande volume de investimento impessoal, sem a existência parentesco entre os investidores. Para testar essa hipótese, examinou-se a Bolsa paulista do ponto de vista do investidor, buscando entender se havia razões impelindo indivíduos sem parentesco a arriscar o seu capital em investimentos de mercado. Os prêmios que os investidores esperavam poder ganhar, e os negócios gerados pela Bolsa, foram utilizados para desenvolver uma *proxy* para os ganhos desses indivíduos.

Como um primeiro passo para elucidar a questão do interesse do investidor no mercado de ações, observou-se o comportamento dos preços de ações ao longo do tempo. A cotação de uma dada ação foi comparada com o seu valor nominal realizado, para verificar-se quais os rendimentos que os indivíduos poderiam esperar de uma determinada ação em determinado ano.<sup>39</sup>

Até 1914, todas as ações de bancos eram comercializadas ao valor nominal ou acima dele, e o banco maior e mais antigo alcançava o mais alto prêmio de todos. As duas maiores ferrovias também obtinham prêmios enormes, entre 1,2 a duas vezes o valor nominal<sup>40</sup>. As ações dos

<sup>39</sup> Essas cotações foram colhidas no jornal *O Estado de S. Paulo*, o único jornal publicado diariamente durante o período sob estudo. Os rendimentos ao longo do período não foram medidos pelas simples razões de que a amostra seria muito pequena. Embora as cotações das ações para metade ou mais das empresas em um dado ano estejam disponíveis, elas nem sempre se referem às mesmas empresas de um ano para o outro. Se fossem excluídas todas as empresas para as quais dados para anos consecutivos não estão disponíveis, a amostra seria tão pequena que não se tornaria significativa. Portanto, foi comparado o valor de mercado com o valor nominal realizado de ações individuais para anos específicos.

<sup>40</sup> A maior parte das ações das empresas tinham seu valor nominal inteiramente realizado nessa época. No caso de uma ação que não tinha seu valor nominal realizado,

bancos e ferrovias foram consideradas as mais seguras e eram as mais procuradas na época. Lideravam as cotações das ações. Enquanto as ações das empresas têxteis não eram comercializadas a preços tão altos quanto as dos antigos setores (bancos e ferrovias), elas normalmente eram comercializadas ao valor nominal ou acima deles (Tabela 3). Esse exercício de observação do comportamento dos preços das ações no tempo mostra que os investidores tinham uma expectativa razoável de realizar um lucro sobre o investimento feito em qualquer setor que escolhessem, especialmente durante os anos de crescimento, entre 1909 e 1913. A taxa de mercado entre os valores de venda e os nominais subiu rapidamente depois de 1909 e alcançou o pico em algum momento entre 1911 e 1912 para a maioria dos setores, acompanhando o ritmo de formação de novas empresas.

Tabela 3. Comercialização de Ações: Relação Valor de Mercado/Valor Nominal

| Ramos              | 1907 | 1909 | 1910 | 1911 | 1912 | 1913 | 1917 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Bancos             | 1.40 | 1.58 | 1.67 | 1.48 | 1.69 | 1.37 | 1.68 |
| Ferrovias          | 1.42 | 1.68 | 1.83 | 1.84 | 1.89 | 1.45 | 1.62 |
| Serviços Públicos  | 1.21 | .85  | 1.26 | 1.17 | 1.14 | 1.08 | 58   |
| Têxteis            | 1.06 | 1.07 | 1.31 | 1.48 | 1.25 | 93   | 39   |
| Outras Industriais | 76   | 88   | 1.19 | 1.30 | 1.35 | 1.38 | 91   |
| Não industriais    | 1.03 | 1.36 | 1.14 | 1.02 | 1.11 | 1.14 | 54   |
| Total              | 1.34 | 1.52 | 1.68 | 1.64 | 1.62 | 1.35 | 1.41 |

Fonte: O Estado de S. Pau/o. Cotações para janeiro e julho.

Os prêmios que os preços das ações alcançaram revelam que os investidores tinham uma boa razão para estarem interessados no mercado de ações. Esse interesse tem sua expressão no índice da propriedade de ações e nos dados de comercialização. Calculando o número de ações em mãos dos investidores durante esse período, verificou-se que as ações de sociedades anônimas dobraram, de 1.2 milhões em 1905 para 2.4 milhões em 1913. Esse imenso volume de ações que entrou no mercado em menos de uma década mostra que não se tratava apenas de um fenômeno de empresas de propriedade familiar ou de capital fechado.<sup>41</sup> Além disso, ficou evidente a existência de um mercado secun-

foi feito um ajuste no valor nominal para que esse refletisse somente o valor nominal realizado.

<sup>41</sup> As informações disponíveis sobre a propriedade de ferrovias ao longo de 1905

dário ativo para ações no período. Usando cotações de compras publicadas e os preços das transações como uma *proxy* para o interesse do investidor em ações, comprovou-se a existência de um mercado para cerca da metade a dois terços de todas as ações registradas na Bolsa em todos os anos do período 1906 -1912.<sup>42</sup>

O interesse do investidor no mercado fica ainda mais evidente quando observamos o mercado de títulos de dívidas. O número de debêntures, emitidas por sociedades anônimas triplicou de 1905 a 1909, e quase quadruplicou de novo entre 1909 e 1914, quando o mercado alcançou pico (Tabela 4). O elemento mais surpreendente é o fato de que todo crescimento do mercado de títulos veio das novas empresas urbanas e industriais. Uma porção significativa de firmas industriais e comerciais urbanas - 18, de 28 empresas têxteis; 21, de 51 outras firmas industriais; e 21, de 74 firmas não-industriais - emitiu títulos durante o período de 1909 e 1914. Um crescimento ainda maior em emissões de títulos de dívidas ocorreu entre as empresas de serviços de utilidade pública. As debêntures emitidas por essas empresas aumentaram cinco vezes, entre 1909 e 1912. De 58 empresas de serviços de utilidade pública registradas na Bolsa, 46 emitiram debêntures, no mercado, em algum momento, entre 1905 e o ano de pico, 1914. Dois terços ou mais de todos os títulos tiveram mercado durante esse período. Em 1910 e 1911, praticamente todos os títulos registrados na Bolsa tinham uma cotação de compra publicada em jornal.<sup>43</sup>

Os dados da Tabela 4 mostram que, em São Paulo, as debêntures eram emitidas sobretudo pelas empresas de serviços de utilidade pública e firmas têxteis. O cálculo aproximado da relação dívida/capital social para todo o mercado confirma esse ponto.<sup>44</sup> A Tabela 5 mostra

indicam que a propriedade das ações estava, na verdade, se tornando menos concentrada ao longo do tempo.

<sup>42</sup> Segundo se diz, a economia parou gradualmente depois de 1913. Nesse ano as cotações de compras caíram de um em três, e de um em Cinco para o resto do período.

<sup>43</sup> As emissões, no País, de títulos para ferrovias eram, historicamente, em pequeno número, apenas uma ou duas. Durante o período de 1909-1917, entre três e cinco títulos de ferrovias tinham seus valores expressos em moeda estrangeira. Apenas um ou dois títulos emitidos por bancos estavam em circulação nessa época. Portanto, todo o crescimento no mercado de títulos deu-se por meio das empresas de serviços de utilidade pública, de empresas industriais e empresa não-industriais.

<sup>44</sup> Os balanços financeiros para empresas individuais depois de 1905 que permitiriam uma análise precisa da relação dívidas! capital social não estavam disponíveis para

Tabela 4. Número de debêntures emitidas por sociedades anônimas por setor.

| Ramos                         | 1886 | 1905 | 1909 | 1912 | 1914 | 1917 |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Bancos                        | 1    | 2    | 2    | 1    |      |      |
| Ferrovias                     | 7    | 1    | 2    | 3    | 2    | 1    |
| Serviços de utilidade pública | 5    | 3    | 6    | 32   | 39   | 38   |
| Têxteis                       |      |      | 6    | 16   | 16   | 11   |
| Outras Industriais            |      |      | 3    | 17   | 21   | 14   |
| Não-Industriais               | 4    |      | 4    | 9    | 18   | 13   |
| Total de Debêntures           | 17   | 9    | 23   | 78   | 96   | 77   |

Fontes: *Correio Paulistano* (1886) e *O Estado de S. Paulo* (1905-1917).

Tabela 5. Relação dívidas totais/capital social total para sociedades anônimas

| Ramos              | 1909 | 1912 | 1914 |
|--------------------|------|------|------|
| Têxteis            | 43   | 49   | 40   |
| Outras Industriais | 17   | 27   | 40   |
| Não-Industriais    | 05   | 28   | 28   |
| Serviços Públicos  | 26   | 84   | 57   |
| Ferrovias          | 04   | 11   | 06   |
| Total de ações     | 16   | 27   | 24   |

Fonte: *O Estado de S. Paulo*. Janeiro de 1910,1913,1915.

Observações: Estes valores refletem somente capitais domésticos. Os níveis de endividamento baixos para as ferrovias refletem o fato que estas empresas utilizaram quase que exclusivamente os mercados internacionais para suas emissões de títulos.

que o setor de serviços de utilidade pública tinha o mais alto ou o segundo mais alto nível de endividamento de todos os setores econômicos depois de 1909, seguido do setor manufatureiro têxtil. Esses setores tinham, invariavelmente, de duas a quatro vezes o nível de endividamento de todas as empresas cotadas na Bolsa. É interessante observar que a capacidade das firmas têxteis de emitir títulos de dívida estendeu-se, eventualmente, para outras firmas industriais. Em 1914, essas também tinham alcançado posição de destaque no que tange ao nível de endividamento.

Embora os níveis de endividamento geral fossem baixos para as so-

esta pesquisa. Entretanto, a pesquisa até 1905, mostra que os empréstimos bancários eram pouco significativos para financiamento de empresas. As falências bancárias no período 1900-1905 tornam improvável que os padrões de empréstimo se ajustassem rapidamente daí em diante ao risco mais alto de emprestar, por isso, parece seguro afirmar que empréstimos bancários permaneceram em níveis muito baixos. Portanto, usar títulos de dívidas e capital social como uma *proxy* é razoável.

iedades anônimas como um todo, eles indicam, no entanto, uma mudança significativa nos métodos de financiamento disponíveis no mercado formal de capitais. Não apenas esses títulos representavam um caminho completamente novo de financiamento para empresas industriais e de infra-estrutura urbanas, mas a maior parte desses títulos foram emitidos por empresas que eram, elas mesmas, muito novas. Quinze dos 18 títulos colocados no mercado pelas empresas têxteis durante esse período eram de empresas criadas depois de 1907. O mesmo aconteceu em relação às empresas de serviços de utilidade pública. Essas novas empresas urbanas foram criadas em um ano e se expandiram no ano seguinte, já que eliminavam quase completamente a necessidade de confiar no ritmo, relativamente lento, de reinvestimento de lucros para o seu crescimento.

## Conclusão

O crescimento meteórico da Bolsa de São Paulo foi interrompido depois de 1913. Os anúncios de falências de empresas começaram a aparecer nos jornais no ano seguinte, e o ritmo do comércio de ações parece ter diminuído. O número de transações diminuiu em todos os anos enquanto a relação entre o valor de mercado e o valor nominal declinou ao longo do tempo." (Tabela 3). As colunas diárias de cotações das ações no jornal foram encolher:do, e o nível de interesse dos investidores no mercado permaneceu baixo, Menos de uma em cinco ações foi cotada depois de 1914, enquanto que mais de uma em duas era cotada no período 1905/1912.<sup>46</sup> O número de empresas no mercado diminuiu em 27 entre o pico de 1913 (185) e 1917 (158).

A Bolsa de São Paulo é hoje o principal mercado de ações e títulos no Brasil. Contudo, ela listava apenas 574 empresas no começo da década de 1990, apenas três vezes e meia o número de empresas listadas em 1917. Novas emissões são raras hoje em dia e a comercialização de ações permanece altamente concentrada num pequeno número de ações (Dias, 1993). Em relação à importância que a Bolsa de São Paulo teve

<sup>45</sup> Essas tendências são auto-reforçantes. Os cálculos da relação valor/mercado/valor nominal refletem apenas empresas com cotação de preço. O baixo nível das atividades de negócios significava apenas que umas poucas empresas estavam atrás dessas relações. Outras empresas não tiveram comercialização alguma.

<sup>46</sup> Como testemunho do alto interesse do investidor em debêntures, uma metade dessas continuavam a ser cotadas.

para a economia no período que antecedeu a Primeira Guerra, o mercado parece ter despencado seriamente.

O fracasso da Bolsa em se sustentar ao longo do tempo está no cerne das dúvidas dos estudiosos sobre a importância do mercado de capitais na modernização do Brasil. Uma estudiosa afirma que o crescimento do período de 1910-1912 na Bolsa do Rio de Janeiro não foi importante, porque o desempenho da Bolsa no longo prazo foi pobre.<sup>47</sup> Essa interpretação da instituição no longo prazo não é tão importante quanto a saúde no longo prazo das firmas criadas graças à sua existência. A contração que a Bolsa sofreu depois de 1913 afetou desigualmente as menores empresas registradas.<sup>48</sup> As empresas maiores permaneceram intactas, e muitas, a partir daquela data até hoje - como a Antártica e a Votorantim - estão entre os maiores conglomerados industriais do Brasil atual.

As contribuições significativas desse mercado na época foram: (1) a ampliação do alcance da Bolsa de São Paulo, que se estendeu para além dos setores tradicionais que usavam o financiamento por ações - como bancos e ferrovias - para se tornar uma importante instituição para financiamentos industriais e urbanos. (2) O seu amadurecimento, indo além das emissões de ações, tornou-se um mercado em crescimento para endividamento corporativo por meio de debêntures, até 1914. (3) O fornecimento de investidores e capital para as médias e grandes empresas que caracterizaram o rápido desenvolvimento da região e que estavam além do alcance dos meios tradicionais de financiamento.

A grande diferença entre a restrita Bolsa de hoje e a Bolsa em expansão do começo do século XX sustenta a visão de que o processo de desenvolvimento não foi suave nem contínuo. No caso do desenvolvimento de São Paulo, parece que a confluência de condições macroeconômicas positivas associadas ao crescimento demográfico estimulou o crescimento da demanda interna, e um grupo de ávidos investidores criou uma espécie de *big bang* financeiro. No prazo de uma década, esse mercado de ações e títulos produziu um grande setor industrial financiado por capital aberto e propiciou, para cidades médias,

<sup>47</sup> O argumento de Triner (1994) para a pouca relevância da Bolsa no desenvolvimento econômico baseia-se na proporção de firmas em declínio fundadas por meio da venda de ações em relação ao crescimento econômico ao longo dos anos 1930.

<sup>48</sup> A contração do mercado envolvia quinze por cento das empresas, mas apenas nove por cento do capital.

a infra-estrutura necessária para apoiar investimento e/ou a modernização de seus próprios negócios industriais e comerciais. A capacidade das maiores dessas empresas em suportar a contração do mercado, nos anos de crise, torna evidente que a Bolsa teve um efeito duradouro no desenvolvimento econômico.

## Bibliografia

- Barreto, Antônio Emílio Muniz. *Relações Econômicas e o Novo Alinhamento Internacional do Brasil (1875-1939)*. Tese de Livre Docência, Universidade de São Paulo, 1977.
- Baumol, William J. - *The Stock Market and Economic Efficiency*. New York: Fordham University Press, 1965.
- Brasil. Coleção de Leis e Decretos, 1849-1906.
- Camargo, José Francisco de. *Crescimento da População no Estado de São Paulo e seus Aspectos Econômicos*. 2 vols. São Paulo: Instituto de Pesquisas Econômicas, 1981.
- Cano, Wilson. *Raízes da Concentração Industrial em São Paulo*. São Paulo: T.A. Queiroz Editor, 1981.
- Castro, Ana Célia. *As Empresas Estrangeiras no Brasil, 1860-1913*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1978.
- Catão, Luís A. V. "A New Wholesale Price Index for Brazil During the Period 1870-1913." *Revista Brasileira de Economia* 46, Outubro/Dezembro, 1992.
- Comissão Central de Estatística. *Relatório apresentado ao Presidente da Província de São Paulo*. São Paulo, 1888.
- Companhia Mogiana Estrada de Ferro. *Relatórios, 1884-88, 1891, 1893-1906. Correio Paulistano, 1886-1906*.
- Cottrell, P. L. *Industrial Finance, 1840-1914: The Finance and Organization of the English Manufacturing Industry*. Londres: Methuen & Co., 1979.
- Dean, Warren. *The Industrialization of São Paulo, 1880-1945*. Austin: University of Texas Press, 1969.
- Dias, André Pires de Oliveira. Brazil. *The World's Emerging Stock Markets: Structure, Developments, Regulations and Opportunities*, organizado por Keith K. H. Park and Antoine W. Van Agtmael. Chicago: Probus Publishing Company, 1993.
- Estrada de Ferro da Companhia Paulista. *Relatórios, 1870-89; 1891-98, 1900-1906*. Fishlow, Albert, "Origins and Consequences of Import Substitution in Brazil." em *International Economic Development: Essays in Honor of Raul Prebisch*", organizado por Luís Eugênio de Marco. New York: Academic Press, 1972.
- Gerschenkron, Alexander. *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge: Harvard University Press, 1962.
- Goldsmith, Raymond W. *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press, 1969.
- Haber, Stephen. *The Efficiency Consequences of Institutional Change: Capital Market Regulation and Industrial Productivity Growth in Brazil, 1866 - 1914*. Texto apresentado no Departamento de História, da Universidade de Stanford, 1996.
- Haddad, Cláudio L. S. *Growth of Brazilian Real Output, 1900 - 1974*. Tese de Doutorado, Universidade de Chicago, 1974.
- Hanley, Anne G. *Capital Markets in the Coffee Economy: Financial Institutions and Economic*